



AUCHAN

Le taux négatif de Valauchan contesté par l'économiste Benoit Boussemart

Suite à l'annonce de la valeur de part Valauchan, en baisse à -3%, et des incohérences avec les données chiffrées de Groupe Auchan, nous avons souhaité faire le point avec un spécialiste, Benoit Boussemart, docteur d'Etat ès sciences économiques, maître de conférences à l'Université de Paris X-Nanterre, expert du cabinet Syndex auprès des CE, et auteur de plusieurs ouvrages de référence sur le groupe Mulliez (La richesse des Mulliez, Le groupe Mulliez,...).



CFDT Auchan : Bonjour Benoit Boussemart. Les salariés d'Auchan ont découvert la nouvelle valeur de part du FCP Valauchan estimée par des experts, en baisse à -3% !

Pourtant, d'après le rapport financier de Groupe Auchan publié le 9 mars 2015, le titre Groupe Auchan (qui constitue environ 80% du FCP Valauchan) a augmenté de 3,44%. Et d'après le dernier numéro du journal Valauchan, la caisse de rachat (environ 20% du FCP Valauchan) a augmenté de 2,12%. Ce qui devrait nous donner une évolution de +3,17% du FCP Valauchan, et non -3% ! Confirmez-vous ces chiffres ?

Benoit Boussemart : Je confirme. Le rapport du Groupe Auchan indique pour les stock-options destinées aux cadres dirigeants et à certains membres de la famille que la valeur du titre Groupe Auchan passe de 421,45 € en 2013 à 435,94 € en 2014 (rapport financier groupe Auchan en page 48). Les heureux « élus » des stock-options ont donc payé plus cher que l'an dernier (+ 3,44%).

Nous avons fait quelques calculs pour déterminer la valeur du titre « Auchan », à partir de la valeur de la part Valauchan chaque année, des progressions du titre Auchan et de la Caisse de rachat, et de la structure du FCP. Nous aboutissons aux résultats suivants :

Valeur en € publiées dans le rapport	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Groupe Auchan en mars de l'année	335,49	354,93	388,76	400,50	421,45	435,94
Valauchan en mars de l'année	326,01	362,89	379,76	405,62	425,70	409,48

Il existe bien des décalages (mais au maximum de 9 €), mais nettement moins importants, entre les valeurs Auchan en stock-options et les valeurs Auchan chez Valauchan, pour les années 2010 à 2012, et des décalages très faibles (de l'ordre de 5 €) pour 2013 et 2014. **Et l'écart est brutal en 2015, et très défavorable à Valauchan.** Et il est effectivement de l'ordre de 6 points.

Il faut par ailleurs noter que le rapport financier « Groupe Auchan » est validé par les commissaires aux comptes ; ils ont donc validé la valeur de 435,94 €, puisque les stock-options entraînent des écritures ayant un impact sur le compte de résultat et sur les dettes (voir rapport financier sur l'exercice 2014, en pages 48 et 49).

CFDT Auchan : Comment alors expliquer un tel écart (6 points !) avec l'estimation des experts « Familiaux » ?

Benoit Boussemart : La seule explication tient aux méthodes d'évaluation. Et elles sont nombreuses, avec des hypothèses très diverses également.

La grande difficulté pour Valauchan, c'est que les experts donnent des résultats sans préciser comment ils calculent, et sur quoi ils calculent (quels critères, quelles périodes, quelles pondérations entre critères ...). Par exemple, les experts parlent d'objectifs. Mais par définition, les objectifs n'ont rien à voir avec les résultats bien réels des exercices déjà analysés et présentés.

De manière générale, le groupe Auchan fait beaucoup mieux que Carrefour ou Casino :

- sur le niveau des provisions et de l'endettement dans l'ensemble des capitaux employés. Le groupe Auchan est peu endetté relativement à ses concurrents. Il dispose d'ailleurs de la meilleure note A- chez Standard & poor's, alors que ses concurrents sont au niveau BBB. Et il constitue nettement moins de provisions, afin de couvrir divers risques.

Au global, **il est clair que le groupe Auchan n'a pas à rougir de ses performances 2014 par rapport à Carrefour ou Casino**. En outre, il dispose d'atouts bien supérieurs (niveaux d'endettement et niveau de goodwill faibles ; montants importants des immeubles de placement) pour gérer des difficultés éventuelles, par rapport à Carrefour ou Casino. Enfin, et c'est ce qui explique en partie la dégradation du résultat final du groupe Auchan, il a nettoyé ses comptes, tout en répondant à la politique agressive de ses concurrents sur les prix (mais l'ensemble des groupes a vu son niveau de rentabilité diminuer).

Or l'évolution de la valeur du titre Carrefour et du titre Casino n'est pas à la baisse sur la période mars 2014 à mars 2015 (avec des fluctuations non négligeables).

Il n'y a donc aucune raison de faire baisser les cours théoriques de groupe Auchan.

CFDT Auchan : Alors pourquoi l'ont-ils fait ?

Benoit Boussemart : Bien évidemment, tous ces critères sont calculés à partir des données passées. Ils ne sont donc pas de même nature que les évaluations des experts. Mais comme la valorisation passée de groupe Auchan est dominée par des performances globalement bien meilleures que celles de Casino et de Carrefour, **il n'existe plus qu'une explication possible à la baisse de valeur des titres Auchan par les experts : Les prévisions de 2015 et des années suivantes prévoient des « catastrophes » pour le groupe**. Ce qui – compte tenu des déclarations des dirigeants dans les divers rapports 2014 (financier, RSE ...) – est pour le moins étonnant. Nous maintenons en conséquence notre évaluation de la variation de la valeur du titre groupe Auchan. Car le groupe devrait à partir de 2015 bénéficier au contraire de l'impact des investissements (réels et financiers) réalisés en 2013 et 2014, de la neutralisation du mode d'intégration de la Chine dans les comptes après 2014, et ne plus être affecté par des pertes importantes liées à l'amortissement des goodwill. La situation en Russie est le seul point pouvant avoir un impact défavorable sur l'évolution du groupe, compte tenu du poids de la Russie dans l'activité, et surtout des bénéfices élevés réalisés depuis plusieurs années. Là encore, la baisse de l'euro annule en partie la forte baisse du rouble.

CFDT Auchan : A qui profite cette sous évaluation ?

Benoit Boussemart : Cette évaluation profite à ceux qui ont pu acheter des titres Valauchan à cette valeur plus faible. La distribution entre les catégories de salariés au sein de Valauchan est déjà très inégale. Une petite minorité de porteurs de parts Valauchan détient la majeure partie de ces parts. Ces « riches » porteurs n'ont souvent pas de besoins immédiats les obligeant à vendre leurs parts. Ils peuvent donc attendre l'évolution de la valeur de la part les années suivantes, et placer leurs « bonus » chez Valauchan à un prix plus faible. En revanche, les petits porteurs de parts sont des salariés ayant des besoins immédiats, et donc vendent leurs parts chaque année pour arrondir des fins de mois difficiles, vu le niveau des salaires et des faibles taux d'intéressement et de participation.

Il faut d'ailleurs noter que le % détenu par Valauchan et par l'ensemble des FCP dans le monde n'a fait que baisser depuis plusieurs années. Ce qui signifie que la famille rachète des titres.

% de titres Auchan détenus par :	2003	2005	2008	2011	2012	2013	2014
Valauchan	14,55	13,49	11,44	10,16	9,73	9,36	9,33
Valauchan et autres FCP monde				11,9	12,0	11,0	10,2

CFDT Auchan : Que conseillerez-vous aux salariés d'Auchan ?

Benoît Boussemart : Surtout ne vendez pas vos Valauchan si vous n'avez pas besoin de le faire. Il est largement préférable de garder les parts, qui vont reprendre de la valeur. **Il n'y a aucune raison qu'il en soit autrement**. Rendez-vous lors de la publication des comptes semestriels de groupe Auchan (et des autres groupes). C'est déjà pour bientôt.

CFDT Auchan : Merci Benoit Boussemart pour ces éclairages nécessaires, qui montrent une nouvelle fois que les principes de « partage du savoir, du pouvoir et de l'avoir » ne sont pas toujours respectés.

Vous pouvez retrouver plus de détails de cette interview sur le blog :
cfdt-centrale-auchan.hautetfort.com

Pour plus d'infos, nous contacter : cfdt.auchan.centrale@free.fr