

**CFDT Auchan : Bonjour Benoit Boussemart. Vous êtes 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,...).**

**Les salariés d'Auchan viennent de découvrir la nouvelle valeur de part du FCP Valauchan estimée par des experts, en baisse de 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 n° du journal Valauchan, la caisse de rachat (environ 20% du FCP Valauchan) a augmenté de 2,12%.**

**Ce qui nous donne une évolution de +3,17% du FCP Valauchan !**

**Confirmez-vous ces chiffres ?**

Benoit Boussemart : Oui 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%). Il y a d'ailleurs eu 3 441 options achetées à ce prix en 2014.

Par ailleurs, les publications de Valauchan indiquent plusieurs éléments :

1. L'évolution de la valeur du titre Auchan contenu dans le panier de Valauchan (à plus de 82%), et c'est bien évidemment cette valeur qui conditionne fondamentalement la valeur de la part Valauchan. Or, il existe des divergences importantes entre les valeurs des stock-options attribuées en titres « Groupe Auchan », et les valeurs des titres « Groupe Auchan » contenus dans Valauchan.

Evolution % publiées dans le rapport	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Groupe Auchan en mars de l'année	-1,79	5,79	9,53	3,02	5,23	3,44
Valauchan en mars de l'année	7,69	11,31	4,65	6,81	4,95	-3,81

Les données d'évolution du titre « Groupe Auchan » dans le rapport 2015 (qui porte sur l'exercice 2014) indique (voir ci-dessus à la page 48) que le titre Auchan pour les stock-options passe de 421,45 euros en 2013 à 435,94 euros en 2014 ; la hausse est de  $(435,94 - 421,45)/421,45 = 3,44\%$  ; ce pourcentage est reporté en année « 2015 », date de sa publication.

Il en va de même pour le rapport Valauchan ; celui-ci est plus rapide : il ne donne pas de valeur du titre Auchan, mais uniquement le % d'évolution.

Il existe donc de gros écarts entre les deux calculs pris en compte.

Cet écart interroge le second élément ci-dessous.

2. Les modes de calculs des titres « Groupe Auchan » pour Valauchan.

L'écart peut simplement signifier qu'il existe un décalage dans le temps (une année) entre les stock-options et les valeurs Auchan dans Valauchan : le tableau devient alors :

Evolution % publiées dans le rapport	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Groupe Auchan en mars de l'année	-1,79	5,79	9,53	3,02	5,23	3,44
Valauchan en mars de l'année		7,69	11,31	4,65	6,81	4,95

Ce n'est toujours pas cohérent ; en effet, l'évolution de la valeur de Valauchan serait systématiquement supérieure à celle des stock-options ; avec un caractère cumulatif, c'est impossible. Sauf à considérer que les valeurs d'acquisition des stock-options soient inférieures chaque année à la valeur du titre Auchan (petit cadeau aux élus des stock-options). Quelle est donc la véritable valeur du titre « Auchan » ?

3. 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.

En prenant la valorisation « stock-options », nous aurions dû avoir : + 2,95% pour le titre « Auchan » et + 0,26% pour la Caisse de rachat (nous avons repris la valorisation nette de frais ; hors frais, la valorisation de la caisse de rachat serait de + 0,301%) = + 3,21%.

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.

**Prenons une première méthode, celle du PER (Price Earning Ratio) ;** il est égal à la capitalisation boursière / bénéfice net. Le bénéfice net s'entend souvent de divers retraitements. Surtout, ce PER est difficilement comparable d'un groupe à l'autre. Par exemple (source : « Les Echos – Bourse »), et à la date de début avril 2015, le PER de Casino est de 16,25, et celui de Carrefour de 21,22 ; et fin avril, le PER de Casino est de 16,08, et celui de Carrefour de 20,94. Le bénéfice net retenu fin avril pour Casino est de 556 M€, pour une capitalisation de 8 941 M€ fin avril : ce qui donne effectivement 16,08 ; et pour Carrefour un bénéfice net de 1 249 M€ pour une capitalisation de 22 628 M€ : 18,12.

Petits problèmes.

Le résultat net de Casino (voir notre analyse des comptes publiés dans le blog richesse des Mulliez) est de 826 M€ (dont 253 M€ part du groupe et 573 M€ part des minoritaires) et la valeur de 556 M€ correspond au résultat net « normalisé » part du groupe ; or ce résultat « normalisé » se calcule en prenant le « *résultat net des activités poursuivies, corrigé des effets des autres produits et des charges opérationnels et des effets des éléments financiers non récurrents, ainsi que des produits et charges d'impôts non récurrents* » : ce qui conduit principalement à réintégrer dans le résultat de Casino 494 M€ d'éléments « autres opérationnels » (en 2014, il y a 494 de charges nettes de produits sur les « autres opérationnels » : charges de restructuration, pertes nettes de valeur des actifs, provisions et charges pour litiges et risques, impacts des opérations de périmètre et résultat des cessions d'actifs non courants), corrigé de l'impact fiscal (- 157 M€), le tout pratiquement affecté en totalité au résultat part du groupe ; ce qui fait bondir ce dernier de 253 à 556 M€.

Le résultat net de Carrefour (voir notre analyse des comptes publiés dans le blog richesse des Mulliez) est de 1 249 M€ (part du groupe). Donc, aucune correction « a priori » sur la valeur du résultat « groupe » pour Carrefour. En corrigeant ce résultat groupe des éléments « autres opérationnels », soit 149 M€, nous obtenons un bénéfice part de groupe de 1 100 M€ ; ce qui donne un PER de :  $22\,628 / 1\,100 = 20,57$ . Nous approchons la valeur de PER indiquée par le site « Les Echos – Bourse ».

Par suite, retenons les deux PER de Casino (16,08) et celui de Carrefour (20,94). Le résultat net de groupe Auchan (part du groupe) est de 574 M€ ; corrigé des éléments « autres opérationnels », ce résultat passe à 574 M€ - 63 M€ = environ 511 M€ (en tenant compte, comme pour Carrefour, de la correction « impôts » sur ces « autres opérationnels », le résultat passe à 518 M€). En appliquant LE PER Casino, la valeur du groupe Auchan serait de  $518 \times 16,08 = 8\,329$  M€ ; et en appliquant celui de Carrefour de  $518 \times 20,94 = 10\,847$  M€.

Ce qui est très loin de la valorisation actuelle de groupe Auchan. Avec 31 654 416 titres, le groupe vaut 13 799 M€ (valeur des stock-options à 435,94 € par titre) ou 12 962 M€ (valeur de Valauchan à 409,48 € par titre).

En prenant ce même critère pour 2013, qui donne 689 M€ de résultat part du groupe (correction d'impôt prise en compte), la valeur de groupe Auchan aurait été de 11 079 M€ (base Casino) ou de 14 428 M€ (base Carrefour). De telles variations sont absurdes.

En fait, la méthode du PER est totalement non pertinente, pour deux raisons principales :

- elle dépend de la spéculation sur les titres (arbitrages entre les diverses catégories de valeurs, et au sein de chaque catégorie) : par exemple, le PER (source « Les échos – Bourse ») est de 30,6 pour L'Oréal, de 26,77 pour LVMH, de 63,89 pour Bolloré, de 25,29 pour Bouygues ... Et bien évidemment, des variations des cours de chaque titre : ainsi, le titre Carrefour a gagné 21,7% de valeur entre le 1<sup>er</sup>

janvier et le 30 avril 2015, et le titre Casino seulement 3,32%. Et au plus la valeur du titre grimpe, au plus le PER est élevé. Or, pour Carrefour, la valeur des titres est très spéculative ; le groupe a mis sur le marché des titres qu'il possédait à 31 € en mars 2015 (achats par Galfa à cette valeur de 2 750 000 titres) et le 1<sup>er</sup> avril Galfa achetait plus de 14,3 millions de titres Carrefour à 26,16 € à la bourse de Milan. Cherchez l'erreur !!!

- elle dépend des modes de calcul du « résultat » servant de base à l'établissement du PER. Or ces modes de calcul sont en partie arbitraires : selon que l'on intègre tel ou tel élément dans les « autres opérationnels » ; et selon la « reproduction » chaque année de ces « autres opérationnels ». Dans tous les groupes, il existe chaque année des « autres opérationnels » ; il n'y a donc « a priori » aucune raison de les retraiter, puisqu'ils font évoluer chaque année le résultat final d'un groupe. Surtout, ces éléments sont significatifs de la stratégie d'un groupe : Carrefour a vendu ces dernières années de nombreuses filiales rentables pour « limiter la casse de mauvais résultats » et vient inversement de réinvestir sur l'immobilier commercial et sur le discount. Il en va de même pour Casino, et Auchan. Enfin, la rentabilité pour l'actionnaire tient également au dividende versé et non seulement à la valorisation du titre. Or ce dividende dépend de la totalité du résultat du groupe, et pas seulement de la part du groupe dans le résultat (compte tenu évidemment de la position des minoritaires dans le résultat des filiales concernées).

**Prenons maintenant la valeur calculée par les experts.** 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.

Que disent précisément les experts ?

Ils (page 3 de Valauchan 168) : « *étudient la dynamique du marché, les ambitions de l'entreprise, ses moyens financiers, ainsi (sic) les moyens humains dont elle dispose ... Ils analysent les performances financières, la capacité à livrer les résultats prévus dans les objectifs, et la solidité de son équilibre financier. Tous ces éléments sont utilisés pour apprécier la valeur. En pratique, les experts procèdent à 3 valorisations différentes :*

. l'évaluation des actifs de l'entreprise (sa valeur patrimoniale)

. l'évaluation par multiple du résultat net

. l'évaluation par multiple du cash flow net

*La valeur de l'entreprise correspond à la moyenne arithmétique de ces 3 évaluations après prise en compte du niveau d'endettement. Pour refléter l'exploitation, nos résultats sont retraités des éléments exceptionnels et lissés sur une période de 3 années. Le résultat net et le cash flow net sont valorisés à 50% sur les réalisations passées et courantes et à 50% sur les objectifs de l'année suivante. Il est donc important que les objectifs soient réalisés. L'évaluation délivrée par les experts reflète donc, année après année, la valeur du patrimoine qui a été créé, grâce au travail de tous dans un contexte économique et financier donné ».*

Pour analyser ces critères, nous pouvons renvoyer à la présentation suivante :

[www.pansard-associes.com/outils/download.aspx?id\\_fichier=907&id\\_page=181&id\\_langue=1](http://www.pansard-associes.com/outils/download.aspx?id_fichier=907&id_page=181&id_langue=1)

Ce fichier vous permettra de voir la complexité des calculs, et surtout l'impossibilité de vérifier les données des experts, puisque nous ne disposons pas des hypothèses (nécessaires au calcul) des années à venir. Nous ne disposons pas davantage des retraitements (nature et niveau) sur les diverses composantes comptables. Nous devons donc nous contenter d'une analyse sur les données passées, et comparer les critères pour les 3 groupes ; en limitant les retraitements sur les « basiques » : frais d'établissement, valeur du patrimoine immobilier ...

Compte tenu de la difficulté de calcul par les actifs, nous allons calculer les capitaux employés par le passif retenu (normalement les capitaux employés calculés par la somme des comptes d'actifs retenus et des comptes de passifs retenus sont identiques), à savoir, la somme des capitaux propres, des provisions pour risques et de l'endettement net. Nous pourrions d'abord calculer la rentabilité des capitaux investis en étudiant le ratio : Résultat Opérationnel / Capitaux employés ; ce qui équivaut à calculer le taux de marge opérationnelle (Résultat Opérationnel / Chiffre d'affaires) x par la rotation des capitaux (Chiffre d'affaires / Capitaux employés). Nous ferons à cette occasion la comparaison entre les groupes au niveau de l'endettement et de leur activité, y compris leur ventilation géographique. Puis nous allons comparer les divers niveaux de performance de chaque groupe ; le niveau des « goodwill » payés et non amortis ou provisionnés ; l'évaluation des actifs immobiliers ; l'externalisation de certaines activités.

Les données à utiliser sont pratiquement toutes disponibles dans l'analyse des 3 groupes qui vient d'être publiée sur notre « blog richesse des Mulliez ». Les résultats sont les suivants.

Données de performances	Groupe Auchan						
	2010	2011	2012	2013	2014	5 ans	Moyenne
Capitaux propres	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559	49 363	9 873
+ Provisions risques et charges	411	362	381	397	569	2 120	424
+ Endettement net	2 203	2 237	3 167	3 144	2 195	12 946	2 589
<b>A = Capitaux employés</b>	<b>11 085</b>	<b>11 885</b>	<b>13 368</b>	<b>13 768</b>	<b>14 323</b>	<b>64 429</b>	<b>12 886</b>
<b>B = Marge Opérationnelle</b>	<b>2 588</b>	<b>2 505</b>	<b>2 636</b>	<b>2 706</b>	<b>2 665</b>	<b>13 100</b>	<b>2 620</b>
<b>C = Chiffre d'affaires</b>	<b>42 320</b>	<b>44 198</b>	<b>46 742</b>	<b>47 885</b>	<b>53 272</b>	<b>234 417</b>	<b>46 883</b>
<b>D = Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>2 415</b>	<b>2 330</b>	<b>2 446</b>	<b>2 515</b>	<b>2 483</b>	<b>12 189</b>	<b>2 438</b>
<b>F = Capacité d'autofinancement</b>	<b>1 996</b>	<b>2 025</b>	<b>2 064</b>	<b>2 143</b>	<b>2 243</b>	<b>10 471</b>	<b>2 094</b>
<b>G = Résultat net</b>	<b>742</b>	<b>857</b>	<b>719</b>	<b>835</b>	<b>787</b>	<b>3 940</b>	<b>788</b>
<b>Goodwill net</b>	<b>3 635</b>	<b>3 753</b>	<b>3 671</b>	<b>3 991</b>	<b>4 161</b>	<b>19 211</b>	<b>3 842</b>
<b>Immeubles de placement</b>	<b>2 996</b>	<b>3 103</b>	<b>4 277</b>	<b>3 847</b>	<b>2 483</b>	<b>16 706</b>	<b>3 341</b>
B/A = en %	23,3%	21,1%	19,7%	19,7%	18,6%	20,3%	20,3%
B/C = en %	6,1%	5,7%	5,6%	5,7%	5,0%	5,6%	5,6%
C/A = en %	3,8	3,7	3,5	3,5	3,7	3,6	3,6
<b>CAF/Fonds propres</b>	<b>23,6%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,0%</b>	<b>19,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,2%</b>
<b>Endettement net/Capitaux employés</b>	<b>19,9%</b>	<b>18,8%</b>	<b>23,7%</b>	<b>22,8%</b>	<b>15,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,1%</b>
<b>Goodwill net/Capitaux employés</b>	<b>32,8%</b>	<b>31,6%</b>	<b>27,5%</b>	<b>29,0%</b>	<b>29,1%</b>	<b>29,8%</b>	<b>29,8%</b>
<b>Immeubles de placement/Capitaux employés</b>	<b>27,0%</b>	<b>26,1%</b>	<b>32,0%</b>	<b>27,9%</b>	<b>17,3%</b>	<b>25,9%</b>	<b>25,9%</b>
<b>Goodwill et Immeubles/Capitaux employés</b>	<b>59,8%</b>	<b>57,7%</b>	<b>59,5%</b>	<b>56,9%</b>	<b>46,4%</b>	<b>55,7%</b>	<b>55,7%</b>

Données de performances	Groupe Carrefour						
	2010	2011	2012	2013	2014	5 ans	Moyenne
Capitaux propres	10 563	7 626	8 361	8 597	10 228	45 375	9 075
+ Provisions risques et charges	3 188	3 680	4 000	3 618	3 581	18 067	3 613
+ Endettement net	9 273	7 105	4 025	3 784	4 786	28 973	5 795
<b>A = Capitaux employés</b>	<b>23 024</b>	<b>18 411</b>	<b>16 386</b>	<b>15 999</b>	<b>18 595</b>	<b>92 415</b>	<b>18 483</b>
<b>B = Marge Opérationnelle</b>	<b>4 893</b>	<b>3 883</b>	<b>3 688</b>	<b>3 668</b>	<b>3 766</b>	<b>19 898</b>	<b>3 980</b>
<b>C = Chiffre d'affaires</b>	<b>89 325</b>	<b>80 455</b>	<b>76 127</b>	<b>74 299</b>	<b>74 097</b>	<b>394 303</b>	<b>78 861</b>
<b>D = Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>2 706</b>	<b>1 574</b>	<b>1 355</b>	<b>1 293</b>	<b>1 546</b>	<b>8 474</b>	<b>1 695</b>
<b>F = Capacité d'autofinancement</b>	<b>2 437</b>	<b>-475</b>	<b>1 783</b>	<b>2 490</b>	<b>2 680</b>	<b>8 915</b>	<b>1 783</b>
<b>G = Résultat net</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>1 316</b>	<b>1 364</b>	<b>1 367</b>	<b>5 183</b>	<b>1 037</b>
<b>Goodwill net</b>	<b>11 829</b>	<b>8 740</b>	<b>8 608</b>	<b>8 277</b>	<b>8 228</b>	<b>45 682</b>	<b>9 136</b>
<b>Immeubles de placement</b>	<b>536</b>	<b>508</b>	<b>513</b>	<b>313</b>	<b>296</b>	<b>2 166</b>	<b>433</b>
B/A = en %	21,3%	21,1%	22,5%	22,9%	20,3%	21,5%	21,5%
B/C = en %	5,5%	4,8%	4,8%	4,9%	5,1%	5,0%	5,0%
C/A = en %	3,9	4,4	4,6	4,6	4,0	4,3	4,3
<b>CAF/Fonds propres</b>	<b>23,1%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>21,3%</b>	<b>29,0%</b>	<b>26,2%</b>	<b>19,6%</b>	<b>19,6%</b>
<b>Endettement net/Capitaux employés</b>	<b>40,3%</b>	<b>38,6%</b>	<b>24,6%</b>	<b>23,7%</b>	<b>25,7%</b>	<b>31,4%</b>	<b>31,4%</b>
<b>Goodwill net/Capitaux employés</b>	<b>51,4%</b>	<b>47,5%</b>	<b>52,5%</b>	<b>51,7%</b>	<b>44,2%</b>	<b>49,4%</b>	<b>49,4%</b>
<b>Immeubles de placement/Capitaux employés</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>
<b>Goodwill et Immeubles/Capitaux employés</b>	<b>53,7%</b>	<b>50,2%</b>	<b>55,7%</b>	<b>53,7%</b>	<b>45,8%</b>	<b>51,8%</b>	<b>51,8%</b>

Données de performances	Groupe Casino						
	2010	2011	2012	2013	2014	5 ans	Moyenne
Capitaux propres	9 064	9 383	15 201	15 426	15 608	64 682	12 936
+ Provisions risques et charges	585	533	1 037	1 177	1 180	4 512	902
+ Endettement net	3 770	5 365	5 674	5 634	6 085	26 528	5 306
<b>A = Capitaux employés</b>	<b>13 419</b>	<b>15 281</b>	<b>21 912</b>	<b>22 237</b>	<b>22 873</b>	<b>95 722</b>	<b>19 144</b>
<b>B = Marge Opérationnelle</b>	<b>1 886</b>	<b>2 222</b>	<b>2 794</b>	<b>3 247</b>	<b>3 121</b>	<b>13 270</b>	<b>2 654</b>
<b>C = Chiffre d'affaires</b>	<b>29 078</b>	<b>34 361</b>	<b>41 971</b>	<b>48 645</b>	<b>48 493</b>	<b>202 548</b>	<b>40 510</b>
<b>D = Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1 508</b>	<b>1 871</b>	<b>2 485</b>	<b>2 958</b>	<b>2 560</b>	<b>11 382</b>	<b>2 276</b>
<b>F = Capacité d'autofinancement</b>	<b>1 151</b>	<b>1 436</b>	<b>2 496</b>	<b>2 618</b>	<b>2 019</b>	<b>9 720</b>	<b>1 944</b>
<b>G = Résultat net</b>	<b>743</b>	<b>742</b>	<b>1 533</b>	<b>1 523</b>	<b>826</b>	<b>5 367</b>	<b>1 073</b>
<b>Goodwill net</b>	<b>6 654</b>	<b>7 955</b>	<b>10 380</b>	<b>10 791</b>	<b>11 009</b>	<b>46 789</b>	<b>9 358</b>
<b>Immeubles de placement</b>	<b>1 346</b>	<b>1 617</b>	<b>537</b>	<b>557</b>	<b>667</b>	<b>4 724</b>	<b>945</b>
B/A = en %	14,1%	14,5%	12,8%	14,6%	13,6%	13,9%	13,9%
B/C = en %	6,5%	6,5%	6,7%	6,7%	6,4%	6,6%	6,6%
C/A = en %	2,2	2,2	1,9	2,2	2,1	2,1	2,1
<b>CAF/Fonds propres</b>	<b>12,7%</b>	<b>15,3%</b>	<b>16,4%</b>	<b>17,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Endettement net/Capitaux employés</b>	<b>28,1%</b>	<b>35,1%</b>	<b>25,9%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,6%</b>	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
<b>Goodwill net/Capitaux employés</b>	<b>49,6%</b>	<b>52,1%</b>	<b>47,4%</b>	<b>48,5%</b>	<b>48,1%</b>	<b>48,9%</b>	<b>48,9%</b>
<b>Immeubles de placement/Capitaux employés</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Goodwill et Immeubles/Capitaux employés</b>	<b>59,6%</b>	<b>62,6%</b>	<b>49,8%</b>	<b>51,0%</b>	<b>51,0%</b>	<b>53,8%</b>	<b>53,8%</b>

D'une manière générale, attention à la dernière colonne (celle des moyennes). Ceci atténue certes les effets de conjoncture ; mais occulte les tendances (à l'amélioration ou à la dégradation des critères). 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.

- sur le niveau de goodwill et des immeubles de placement. Le groupe Auchan acquiert peu d'activités à d'autres groupes. Il n'a donc pas à constater des goodwill importants à ses actifs, afin de signaler l'écart entre les valeurs telles qu'elles résultent des sociétés reprises, et les valeurs effectivement payées. En 2014, ces écarts ont pénalisé pour près d'un milliard d'euros les comptes du groupe Auchan, qui a amorti le goodwill sur les sites italiens, et dans une moindre mesure, les activités chinoises et certaines activités reprises dans le cadre des opérations avec le groupe Metro (Pologne, Russie, Roumanie). En revanche, les goodwill sont très élevés chez Casino et Carrefour : leur poids est de 48% des capitaux employés chez Casino, contre 44% (fin 2014) chez Carrefour, et seulement 29% chez Auchan. Côté Immeubles de placement, les valeurs sont plus importantes chez Auchan (qui a toujours privilégié la propriété de ses galeries et magasins) que chez Casino (la majeure partie de ses actifs est détenue par Mercyalis, dont il ne contrôle que 40,2%) ou chez Carrefour (voir les dernières opérations sur l'immobilier Carrefour en 2014). La détention d'un parc important d'immeubles de placement donne un avantage important au groupe Auchan, compte tenu des plus-values potentielles.

Au niveau des performances :

- le taux de rentabilité (B/A) est assez proche chez Carrefour et Auchan, et moins bon chez Casino. L'année 2014 a été marquée par un recul de ce taux chez Auchan (-1,1 point), chez Carrefour (-2,6 points) et chez Casino (-1 point). Ce taux est obtenu par la combinaison du taux de marge opérationnelle (B/C) et de la rotation des capitaux (C/A). Auchan est ici dans une position intermédiaire : son taux de marge est en baisse, qu'il compense partiellement par une meilleure rotation des capitaux ; c'est l'inverse pour Carrefour ; alors que Casino préserve son taux de marge et sa rotation des capitaux (mais dans ce dernier cas, à un niveau très bas par rapport aux deux concurrents ;

- l'autre indicateur (CAF/Fonds propres) de rentabilité se dégrade en 2014 chez Auchan (-1,6 points), chez Casino (-4,1 points) et chez Carrefour (-2,8 points). Il faut faire très attention au niveau de ce ratio, fortement influencé par le niveau des fonds propres (un groupe qui a perdu de l'argent – comme Carrefour – et donc voit baisser ses fonds propres, voit son ratio « s'améliorer »). Or Auchan comme Casino ont davantage de fonds propres que Carrefour, relativement à leur niveau d'activité ; ce qui « pénalise » le niveau de ce ratio.

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).

En euros par titre	03/14	04/14	05/14	06/14	07/14	08/14	09/14	10/14	11/14	12/14	01/15	02/15	03/15
Carrefour + haut	28,50	29,57	27,40	27,49	28,26	26,98	26,80	24,51	25,88	25,56	28,87	29,79	32,05
Carrefour + bas	25,95	27,55	25,93	25,87	25,75	25,13	24,20	21,42	23,07	22,25	23,55	27,73	29,19
Casino + haut	86,54	92,19	95,73	97,53	97,47	91,37	92,51	85,72	85,06	78,94	83,00	85,50	87,38
Casino + bas	79,28	83,00	87,72	92,14	90,16	86,58	85,17	72,60	77,06	70,02	70,72	79,39	81,47

Les experts utilisent le référentiel de mars à mars. Aussi bien Carrefour que Casino ont une meilleure performance boursière en mars 2015 qu'en mars 2014. La référence avril 2014 à avril 2015 aurait donné également une progression pour Carrefour, mais cette fois une baisse pour Casino (de l'ordre de 5% environ, le titre Casino ayant fortement grimpé entre avril et septembre 2014). La référence décembre 2014 à mars ou avril 2015 donne également une hausse pour les cours des deux titres.

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

**CFDT Auchan : Alors pourquoi l'ont-ils fait ? A qui profite cette sous évaluation ?**

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 prévoiraient 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 ; et le groupe peut également utiliser le développement de l'économie locale pour renforcer ses filières d'approvisionnement, et s'ancrer encore davantage dans l'économie russe. En sachant qu'il est peu probable que l'économie russe soit mise à l'écart de l'économie européenne pour de nombreuses années.

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 : Et pour les stock-options des dirigeants, ça se passe comment ?**

Benoit Boussemart : Pour les stock-options, la valeur choisie dépend des fondamentaux ci-dessus, des prévisions d'évolution de la valeur, et des objectifs liés à la capacité de bénéficier des stock-options. Dans ce cadre :

- la valeur des stock-options doit refléter (ce qui ne veut pas dire égaler la valeur indiquée du titre Auchan dans Valauchan – voir les différences analysées) la valeur du groupe au moment où elle est accordée ;
- elle ne doit pas être trop en décalage avec les prévisions d'évolution de la valeur, car dans le cas contraire, elle perd sa raison d'être : permettre aux bénéficiaires d'obtenir un écart favorable entre la valeur de la stock-option accordée l'année n et la valeur dans n+3 ou n+4 ; et ainsi de bénéficier des plus-values ; il faut noter que de plus en plus de groupes sont passés des stock-options à l'attribution d'actions gratuites, la fiscalité de ces dernières étant plus favorable à leurs bénéficiaires.
- elle doit « stimuler » le bénéficiaire par rapport à ses objectifs propres dans la gestion du groupe. Les critères d'obtention des stock-options sont donc d'une manière ou d'une autre liés à la progression de la valeur du titre. Ils visent à faire progresser l'activité, et évidemment les divers niveaux de résultat. Ce sont des critères de performance.

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

Benoit 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 vraiment respectés.**