

Le groupe Casino en pleine tourmente boursière

Endettement important et dégradation économique en Amérique latine pèsent sur l'action du distributeur, qui a perdu près de la moitié de sa valeur en un an. De quoi éveiller l'appétit de fonds opportunistes, mais aussi provoquer la vente des branches dynamiques de Casino pour renflouer ses comptes, et redresser la tête.

Les résultats de Casino du 9 mars vont être très écoutés, et pas uniquement sur la dynamique commerciale ou le parc de magasins. Car le titre du distributeur en Bourse est particulièrement chahuté. Fin janvier, il a atteint son point le plus bas depuis près de vingt ans, à près de 35 €, fruit d'une lente dégringolade entamée il y a des mois. En clair, les investisseurs sont dubitatifs quant au potentiel du groupe de Jean-Charles Naouri. L'une des raisons de cette chute (-49% en un an) tient à la dette élevée de la société holding de Casino. Elle s'élevait à 7,6 Mrds€ en 2014, ramenée à 5,9 Mrds€ l'été dernier après une tumultueuse réorganisation des filiales en Amérique latine, qui avait fait grincer les dents des minoritaires. Elle sera réduite de 3,3 Mrds€ supplémentaires une fois la cession de Big C Thaïlande (officialisée le 7 février) entérinée. «Le cœur du problème de Casino, c'est sa dette, décrypte Fabienne Caron, analyste chez Kepler Chevreux. Elle est en euros et se trouve au niveau du holding, en France. Il finance des actifs dans les pays émergents qui se déprécient en valeur, du fait de la baisse des monnaies locales, de la mauvaise performance opéra-

-49%

La baisse de l'action Casino depuis un an au 9 février 2016

Source: Euronext

LES PROBLÈMES DE CASINO

- **Un endettement très important**, à 5,9 Mrds€ au 10 février, avant la prise en compte de la baisse de 3,3 Mrds€ grâce à la vente de Big C Thaïlande.
- **Une dégradation forte** de l'activité au Brésil.
- **Une activité convalescente** en France.
- **L'obligation de générer des dividendes** pour rétribuer la maison mère Rallye, également endettée.

UNE SEULE ISSUE POSSIBLE

- **Se séparer des actifs valorisables le plus rapidement possible**, pour réduire au maximum l'endettement. Quitte à vendre des activités prometteuses.

tionnelle, et de la baisse de la valeur boursière, car ces actifs sont cotés (Brésil, Colombie). Il faut donc diminuer la dette en euros, pour réduire ce déséquilibre.»

Une activité distribution insuffisante

Si le distributeur a, certes, retrouvé des couleurs en France après avoir mangé son pain noir et lourdement investi dans la baisse des prix, il doit faire face à une situation économique très dégradée au Brésil, grevée par le fort ralentissement de l'équipement des ménages et par des effets monétaires négatifs. Autant dire que, pour réduire sa dette, Casino ne peut pas beaucoup compter sur les revenus issus de l'activité distribution, insuffisants pour combler cet énorme fossé dans un délai acceptable. La solution la plus rapide, mais aussi la plus douloureuse, est de mettre en vente des actifs «attractifs». C'est précisément la voie empruntée par le groupe (qui n'a pas souhaité s'exprimer).

«Vendre une partie de ses actifs, comme l'Asie, offrirait une grosse bouffée d'oxygène à Casino. Mais si le real brésilien voit sa valeur encore baisser fortement, les problèmes risquent de resurgir.»

Fabienne Caron, analyste chez Kepler Chevreux

UN AN DE BAISSSE QUASI ININTERROMPUE

Cours de l'action Casino Guichard Perrachon, en €, du 10 janvier 2015 au 9 janvier 2016

Source : Euronext

**30 juillet 2015**

Réorganisation des opérations en Amérique du Sud pour dégager des synergies et désendetter la société mère du groupe.

15 décembre

Plan de désendettement de plus de 2 Mrds€ via la mise en vente de l'activité au Vietnam et l'entrée d'investisseurs dans l'immobilier commercial (Thaïlande et Colombie).

17 décembre

Le fonds activiste Muddy Waters sort un rapport au vitriol sur Casino, qu'il considère largement surévalué en Bourse.

21 décembre

Casino réplique, dans un document de 7 pages, aux «allégations inexactes et trompeuses» de Muddy Waters.

14 jan. 2016

Publication du T4 de Casino, et annonce de la mise en vente de la filiale thaïlandaise Big C.

17 janvier

Standard & Poor's met sous revue (négative) la notation de crédit du groupe Casino.

7 février

Casino annonce la signature d'un contrat de cession pour sa filiale thaïlandaise Big C, pour un montant de 3,1 Mrds€.

Elle s'est faite en deux temps, Casino a d'abord décidé de mettre en vente sa filiale vietnamienne et d'ouvrir le capital de son immobilier commercial en Thaïlande et en Colombie, le 15 décembre, pour initier un plan de désendettement de plus de 2 Mrds€, destiné à renforcer sa «flexibilité financière», une des «priorités principales du groupe» pour Antoine Giscard d'Estaing, son directeur financier.

Et un mois après cette première vente, le distributeur décidait même d'élargir le périmètre des cessions en Thaïlande devant les marques d'intérêt reçues. Finalement, c'est toute la filiale Big C qui a été mise sur le marché... pour trouver un premier preneur en trois semaines seulement. Le groupe TCC, important conglomérat du pays, souhaite se porter acquéreur de l'activité thaïlandaise pour la somme de 3,1 Mrds€, de quoi réduire l'endettement de Casino de 3,3 Mrds€ (en prenant en compte la dette financière). Cela ramène-

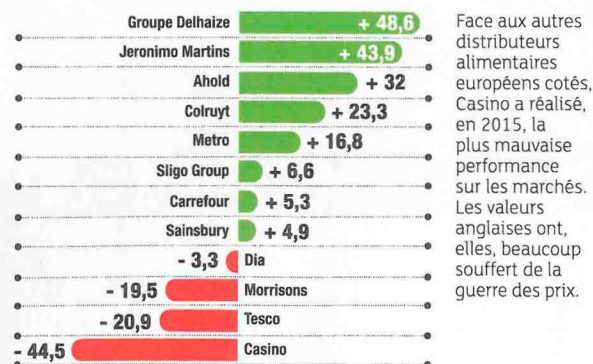
rait l'endettement à 2,6 Mrds€, une belle bouffée d'air pour le distributeur, alors que le feu couvait depuis quelques semaines, alimenté par une offensive venue d'outre-Atlantique.

Attaques en règle

Fragilisé en Bourse depuis des mois, Casino a en effet été attaqué mi-décembre par un rapport assassin du fonds activiste Muddy Waters Research. Spécialisé dans la vente à découvert (qui consiste à emprunter un titre, le vendre, puis parier sur sa baisse pour le racheter moins cher et le rendre à son prêteur en empochant la différence), ce fonds a jeté le trouble en fustigeant une structure financière présentée comme opaque, composée d'une cascade de holdings de contrôle «destinée à masquer la détérioration de l'activité», et pointant -évidemment- une dette très élevée. Suite à cette attaque en règle, le cours, déjà mal-

CASINO FERME LA MARCHÉ

Performances des actions des distributeurs alimentaires européens sur l'année 2015, en %
Source : Datastream



mené, a chuté. Casino a répliqué via un long document destiné à rassurer les marchés. Du redressement de la situation en France, avec une amélioration prévue des résultats, à la «très bonne liquidité» qui couvre tous les remboursements de dette, en passant par le plan de désendettement, tout y est passé pour effacer les «allégations inexactes et trompeuses» du fonds. Mais, dans le sillage de Muddy Waters, d'autres fonds ont spéculé à la baisse sur Casino. Un épisode de plus dans le chemin de croix boursier.

Repli vers la France et le Brésil

Avec la vente partielle de ses activités en Asie, Casino a de quoi temporiser : juste après l'annonce de la cession de la Thaïlande, l'action reprenait un peu d'allant. Mais l'arrivée d'argent frais le déleste de deux pépites, certes peu contributrices en chiffre d'affaires (l'Asie représente 8,6 % des ventes groupe), mais plus rentables en proportion et, surtout, prometteuses en matière de développement. En coupant ce bras, le groupe réduit la voilure, tout comme ses velléités de conquête de l'international.

«Avec la vente de Big C Thaïlande, nous avons réalisé 80 % de notre plan de cessions d'actifs [calibré à 4 Mrds € pour 2016, NDLR]. Cela nous conforte dans le fait qu'on sera dans le haut de la fourchette. On a confiance, on va sans doute le dépasser.»

Antoine Giscard d'Estaing, directeur financier du groupe Casino (déclaration à Reuters, le 7 février)



La branche e-commerce, Cnova, chahutée en Bourse

Casino semble décidément fâché avec la Bourse.

L'introduction de la filiale de commerce électronique Cnova (dont fait partie Cdiscount) en novembre 2014 ne s'est pas déroulée dans les conditions espérées. Initialement prévue entre 12,5 \$ et 14 \$ par action, elle s'est finalement opérée autour des 7 \$. Et, aujourd'hui, elle vaut à peine plus de 2,4 \$. Cerise sur le gâteau, si l'on peut dire, une class action est en cours aux États-Unis. Des avocats d'investisseurs estiment que les documents d'introduction de Cnova étaient trompeurs, car ils ne mentionnaient pas le ralentissement des opérations de la société, et d'autres problèmes rencontrés au Brésil. Rien n'indique que la procédure ira à son terme, mais Casino se serait bien passé de cette publicité.

«Jean-Charles Naouri est victime de ce qui a fait son succès, le rachat par endettement massif. Il y a quelques années, on imaginait même que Casino serait un groupe présent à l'international uniquement, et abandonnerait la France, trop peu dynamique. Aujourd'hui, c'est plutôt le contraire qui se passe», note un ancien proche collaborateur de celui qui est souvent présenté comme un génie de la finance. Les cessions n'ont pas changé la position de l'agence de notation Standard & Poor's, qui a placé sous surveillance négative les notes de crédit du groupe le 18 janvier, toujours pour les mêmes raisons : Brésil et endettement. Ce processus de revue doit durer quatre-vingt-dix jours, délai durant lequel tout sera épluché. Dans les colonnes du *Financial Times*, Raam Natnam, analyste crédit pour Standard & Poor's, notait, le 3 février, que «le groupe Casino est inhabituel, car sa maison mère Rallye est également très endettée, et dépend donc des dividendes de Casino. Là où Tesco et Carrefour sont capables de réduire leurs dividendes lorsque l'activité est sous pression, Casino n'a pas ce luxe».

Malgré le plan de désendettement, de bonne augure pour l'avenir, la situation reste précaire. «Vendre une partie de ses actifs, comme l'Asie, offrirait une grosse bouffée d'oxygène à Casino. Mais si le real brésilien voit sa valeur encore baisser fortement, les problèmes risquent de resurgir», souligne Fabienne Caron. Casino n'est pas le seul à être implanté dans les pays émergents, dont les retournements peuvent être spectaculaires. «Carrefour s'en sort mieux au Brésil, mais la Chine pourrait lui coûter cher en cas de dégradation continue de la situation économique. Toutefois, Carrefour n'a pas de problème d'endettement», poursuit l'analyste. Un problème de dette qui semble en partie résolu pour Casino. Reste à résoudre l'équation, bien complexe, qui permettrait de retrouver les sommets des marchés.