



Ledouble

CASINO GUICHARD-PERRACHON

1, cours Antoine Guichard
42000 Saint-Étienne

ORDONNANCES DU 26 OCTOBRE 2023
DE MONSIEUR LE JUGE
AU TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS
ET JUGE-COMMISSAIRE
DES PROCÉDURES DE SAUVEGARDE ACCÉLÉRÉE

RAPPORT CONTINUITÉ
VALORISATION DANS UNE PERSPECTIVE DE
CONTINUITÉ D'EXPLOITATION

18 DÉCEMBRE 2023

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES	6
1. INTRODUCTION	13
1.1. Contexte de l'intervention de Ledouble	14
1.2. Indépendance de Ledouble	16
1.3. Diligences effectuées	17
1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission	18
1.5. Plan du Rapport Continuité	18
1.6. Conventions de présentation	19
2. CONTEXTE DE LA RESTRUCTURATION	20
2.1. Difficultés financières du Groupe	20
2.2. Structure d'endettement du Groupe au 30 juin 2023	23
2.3. Perte de confiance des marchés	30
2.4. Plan de redressement du Groupe	32
3. PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON ENVIRONNEMENT	36
3.1. Actionnariat de la Société	36
3.2. Activités du Groupe	36
3.3. Structure opérationnelle du Groupe	42
3.4. Caractéristiques sectorielles	43
4. ANALYSE HISTORIQUE DE LA PERFORMANCE DU GROUPE	48
4.1. Profitabilité opérationnelle du Groupe	49
4.2. Structure bilancielle du Groupe	59
4.3. Périmètre et bilan des sociétés du segment Retail France	69
4.4. Périmètre et bilan des sociétés du segment Latam Retail	78
4.5. Périmètre et bilan des sociétés du segment E-commerce	81
4.6. Réalisations du 3 ^{ème} trimestre 2023	83
4.7. Offres pour le rachat de magasins HM et SM	85
5. MATRICE SWOT	86

6.	<u>ÉLÉMENTS STRUCTURANT L'ÉVALUATION DE CASINO ET DES FILIALES</u>	87
6.1.	Caractéristiques comptables et financières	87
6.2.	Méthodes d'évaluation écartées	91
6.3.	Méthodes d'évaluation mises en œuvre	92
6.4.	Principales hypothèses du Plan d'Affaires	97
6.5.	Passage des Segments Opérationnels aux entités juridiques	105
7.	<u>ÉVALUATION BOURSIÈRE DU GROUPE</u>	107
7.1.	Analyse historique du cours de bourse	107
7.2.	Cours moyens pondérés par les volumes	108
7.3.	Cours cible des analystes	109
7.4.	Valeur de marché de la dette cotée	109
7.5.	Valeur d'Entreprise induite par les références boursières	110
8.	<u>ÉVALUATION DU PÉRIMÈTRE FRANCE RETAIL</u>	112
8.1.	Casino Finance	112
8.2.	Distribution Casino France	113
8.3.	Monoprix	116
8.4.	Quatrim	118
8.5.	Casino Participations France (hors Quatrim)	119
8.6.	CPF (y compris Quatrim)	120
8.7.	Autres	121
8.8.	Casino (activité de holding)	122
8.9.	Synthèse France Retail	124
9.	<u>ÉVALUATION DU PÉRIMÈTRE E-COMMERCE</u>	125
9.1.	Valeur d'Entreprise	125
9.2.	Valeur des Fonds Propres	128
10.	<u>ÉVALUATION DE SÉGISOR</u>	129
10.1.	Évaluation d'Éxito	129
10.2.	Évaluation de GPA	129
10.3.	Évaluation de Ségisor	134

11. ÉVALUATION DE CASINO	136
11.1. Synthèse de l'évaluation multicritère	136
11.2. Recoupement avec les références boursières	136
12. PLAN D'AFFAIRES CONSORTIUM	137
13. SYNTHÈSE DE L'ÉVALUATION EN CONTINUITÉ D'EXPLOITATION	139
13.1. Contexte de notre intervention	139
13.2. Éléments structurants de notre évaluation	139
13.3. Synthèse des valeurs	142
13.4. Plan d'Affaires du Consortium	143
13.5. Appréciation des valeurs	143
14. ANNEXES	145
14.1. Annexe 1. : ordonnances du 25 octobre 2023	145
14.2. Annexe 2. : principaux interlocuteurs de Ledouble	159
14.3. Annexe 3. : principales sources d'information exploitées	161
14.4. Annexe 4. : canaux de vente des produits alimentaires en France	164
14.5. Annexe 5. : parts de marché des acteurs de la grande distribution	165
14.6. Annexe 6. : croissance du secteur e-commerce	166
14.7. Annexe 7. : organigramme Groupe	167
14.8. Annexe 8. : organigramme DCF	168
14.9. Annexe 9. : organigramme Casino Participations France	169
14.10. Annexe 10. : autres participations détenues par CPF	170
14.11. Annexe 11. : organigramme Quatrim	171
14.12. Annexe 12. : organigramme Monoprix	172
14.13. Annexe 13. : organigramme des autres entités de Casino	173
14.14. Annexe 14. : organigramme Ségisor	174
14.15. Annexe 15. : organigramme E-commerce – Cnova	175
14.16. Annexe 16. : entités CPF opérationnellement rattachées à DCF	176
14.17. Annexe 17. : entités DCF opérationnellement rattachées à Autres	177
14.18. Annexe 18. : entités CPF opérationnellement rattachées à Autres	178
14.19. Annexe 19. : plans d'affaires communiqués le 22 novembre 2023	179
14.20. Annexe 20. : impact des ouvertures de magasins France Retail	182
14.21. Annexe 21. : taux de change BRL/EUR	183

14.22.	Annexe 22. : passage de la VE à la Valeur des Fonds Propres	184
14.23.	Annexe 23. : taux d'inflation prévisionnels	186
14.24.	Annexe 24. : Comparables Boursiers France Retail	189
14.25.	Annexe 25. : multiples issus des Comparables Boursiers France Retail	190
14.26.	Annexe 26. : multiples issus des Transactions Comparables France Retail	192
14.27.	Annexe 27. : Comparables Boursiers Latam Retail	193
14.28.	Annexe 28. : multiples issus des Comparables Boursiers Latam Retail	194
14.29.	Annexe 29. : multiples issus des Transactions Comparables Latam Retail	195
14.30.	Annexe 30. : Comparables Boursiers E-commerce	196
14.31.	Annexe 31. : multiples issus des Comparables Boursiers E-commerce	197
14.32.	Annexe 32. : multiples issus des Transactions Comparables E-commerce	198

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES¹

Accord de Lock-Up	Accord conclu le 5 octobre 2023 confirmant les modalités de l'Accord de Principe
Accord de Principe	Accord conclu le 27 juillet 2023 entre Casino, le Consortium et des créanciers détenant plus des deux tiers du TLB en vue de la restructuration financière du Groupe
Action(s)	Action(s) de Casino
Action(s) Cnova	Action(s) de Cnova
Action(s) Éxito	Action(s) d'Éxito
Action(s) GPA	Action(s) de GPA
Actionnaires	Détenteurs d'Actions Casino
Activité DCF	Activité de Distribution Casino France
Administrateurs Judiciaires	Thevenot Partners (Maître Aurélia Perderau), FHBX (Maître Hélène Bourbouloux) et Abitbol & Rousselet (Maître Frédéric Abitbol)
ADR	<i>American Depository Receipt</i>
Ajustements Comptables	Ajustements comptables prévus sur la Valeur d'Entreprise du Groupe au 30 juin 2023
Ajustements Comptables T3	Variation des Ajustements Comptables du Groupe du 3 ^{ème} trimestre 2023
Ajustements DFN	Ajustements de la Dette Financière Nette au 30 juin 2023
Ajustements DFN T3	Variation des Ajustements DFN du Groupe du 3 ^{ème} trimestre 2023
AKA	Augmentation de capital
AKA des Créanciers	Augmentation de capital de 275 M€ ouverte aux créanciers
AKA du Consortium	Augmentation de capital de 925 M€ réservée au Consortium
AMC	Société Achats Marchandises Casino
ANC	Actif net comptable
ANC Contributif	Comptes consolidés des Filiales estimés à partir de leur contribution aux comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2023, après prise en compte des Intercos et des TSSDI
ANCC	Actif net comptable corrigé
ANC GPA Ajusté	ANC part du groupe GPA au 30 juin 2023 post Spin-Off
APCO	Autres produits et charges opérationnels
Assaí	Société Sendas Distribuidora
Autres	Intègrent les activités France Retail hors du champ des Filiales et de l'activité holding de Casino
Autres Activités	Intègrent principalement les sociétés ExtenC, RelevanC, Bao, Leader Price et une activité holding

¹ La liste présentée recense l'ensemble des termes utilisés, pour tout ou partie, dans les rapports établis pour chacun des Volets de la Mission.

Autres Filiales	Sociétés ExtenC, Distribution Franprix, Geimex, RelevanC, Sédifrais et Franprix Leader Price Holding
Backstop BSA	BSA accordés au Consortium et aux créanciers ayant garanti l'AKA des Créanciers, en complément des Penny BSA
Backstop Group	Groupe de créanciers garantissant l'AKA des Créanciers
BFR	Besoin en fonds de roulement
BFR Financing	Financement exceptionnel du BFR
BFR Normatif	Besoin en fonds de roulement normatif
BSA	Bons de souscription d'actions
CA	Chiffre d'affaires
CAGR	Taux de croissance annuelle moyen
Casino	Société Casino Guichard-Perrachon
Casino Finance	Société Casino Finance
CBD	Société Companhia Brasileira de Distribuição ou GPA
Cdiscount	Société Cdiscount et ses filiales
Cession ITM	Cession à ITM d'un ensemble de points de vente constitués des Magasins A1, des Magasins A2 et des Magasins B
CF	Casino Finance
CGP	Société Casino Guichard-Perrachon
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Cnova	Société Cnova N.V. et ses filiales (Cdiscount et Cnova France)
CoC	<i>Cost of Capital</i>
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique par les multiples boursiers
Conciliateurs	Thévenot Partners (Maître Aurélia Perdereau) et BTSG (Maître Marc Sénéchal)
Conseils	Conseils juridiques (Weil, Gotshal & Manges et Gibson, Dunn & Crutcher) et financiers (Lazard et Rothschild & Co)
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Casino
Conseil Financier du Consortium	Messier & Associés
Consortium	EP Global Commerce a.s., Fimalac et Attestor
Consultants	Accuracy et Advancy
CPE	Contrats de performance énergétique
CPF	Société Casino Participations France
Créances Affectées	Créances des prêteurs financiers visées par l'Accord de Lock-Up
D&A	<i>Depreciation and amortization</i>
Date d'Entrée en Sauvegarde	Date d'ouverture de la Sauvegarde Accélérée (25 octobre 2023)
Date d'Évaluation	Date d'Entrée en Sauvegarde

DCF	Société Distribution Casino France
Décote Liquidative	Décote appliquée dans les Scénarios Liquidatifs
Dettes Financière Nette	Dettes financière nette
Dettes Non Sécurisée	Dettes du Groupe de 3,6 Md€ composée principalement d'emprunts obligataires pour 2,2 Md€ et de TSSDI pour 1,4 Md€
Dettes Sécurisée	Dettes de 4,0 Md€ composée d'obligations Quatrim pour 0,6 Md€, du TLB de 1,4 Md€ et du RCF de 2,0 Md€
Dettes LF	Dettes de location financement
Dettes Lock-Up	Dettes du Groupe visées par l'Accord de Lock-Up
DEU	Document d'enregistrement universel
DFN	Dettes Financière Nette au 30 juin 2023
DFN T3	Variation de la Dettes Financière Nette du Groupe du 3 ^{ème} trimestre 2023
Direction	Management de la Société
Distribution France	Activités de distribution en France, soit l'Activité DCF, Monoprix et Franprix
DPS	Droit Préférentiel de Souscription
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITA	<i>Earnings Before Interest, Taxes and Amortization</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EBITDA/CA	Taux de marge d'EBITDA
EBITDAR	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization and Rents</i>
E-commerce	Activités de Cnova et de ses filiales (Cdiscount, Cnova France)
EMTN	<i>Euro Medium Term Notes</i>
Entités du Périmètre de Sauvegarde	Casino et les Filiales
ETP	Équivalent temps plein
Éxito	Société Almacenes Éxito
FCF	<i>Free Cash Flow</i>
FCF/CA	Ratio de flux de trésorerie d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires
Filiales	CF, CPF, DCF, Quatrim, Monoprix et Ségisor
Filiales Cotées	Intexa, Cnova, GPA et Éxito
Flux Intercalaire	Flux d'exploitation couvrant la période entre le 1 ^{er} octobre 2023 et la Date d'Entrée en Sauvegarde
France Retail	Activités françaises du Groupe
Franprix	Société Franprix Leader Price Holding
g	Taux de croissance perpétuelle
GMV	<i>Gross Merchandise Value</i>

GPA	Société Grupo Pão de Açúcar ou Companhia Brasileira de Distribuição
Groupe	Périmètre consolidé constitué de Casino et de ses filiales
GSA	Grandes surfaces alimentaires
HM	Hypermarchés
HM/SM Cédés	HM/SM cédés dans les Scénarios Liquidatifs
HM/SM Liquidés	HM/SM fermés dans les Scénarios Liquidatifs
HY	<i>High yield</i>
IBR	<i>Independant Business Review</i> - Revue financière menée par un cabinet indépendant spécialisé en restructuration financière
ICA	<i>Intercreditor Agreement</i>
IDA	Impôt différé actif
IDP	Impôt différé passif
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IGC	Société Immobilière Groupe Casino
Intercos	Comptes courants et autres créances/dettes intragroupe annulés en consolidation au 30 juin 2023
Intercos T3	Variation des Intercos du 3 ^{ème} trimestre 2023
Intérêts Minoritaires	Intérêts des actionnaires minoritaires dans les capitaux propres des filiales au 30 juin 2023
Intérêts Minoritaires T3	Variation des Intérêts Minoritaires du 3 ^{ème} trimestre 2023
IS	Impôt sur les sociétés
ITM	Groupement Les Mousquetaires
Juge-commissaire	Juge-commissaire des procédures de Sauvegarde Accélérée (Maître Michel Teytu)
JV	Juste valeur
Latam Retail	Activités sud-américaines du Groupe
LC	Ligne de crédit
Ledouble	Ledouble SAS
Liste des Créances Affectées	Liste des créances de chacune des Parties Affectées, attestées par les commissaires aux comptes
LTM	<i>Last Twelve Months</i>
Magasins A1	Périmètre de 61 magasins cédés à ITM le 30 septembre 2023
Magasins A2	Périmètre de points de vente dont la cession à ITM est prévue (promesse de vente) dans un délai de trois ans
Magasins B	Périmètre complémentaire de points de vente faisant l'objet d'une promesse croisée d'achat/vente avec ITM exerçable sur une période trois ans
Magasins de Proximité Cédés	Magasins de proximité cédés dans les Scénarios Liquidatifs
Mandataires Judiciaires	MJA (Maître Valérie Leloup-Thomas), BTSG (Maître Marc Sénéchal) et FIDES (Maître Bernard Corre)

MDD	Marque de distributeur
Mission	Expertise financière indépendante de Ledouble réalisée conformément aux Ordonnances
Mission Conciliation	Expertise financière indépendante de Ledouble réalisée lors de la Période de Conciliation
Monoprix	Société Monoprix
Monoprix Exploitation	Société Monoprix Exploitation et ses filiales
NEU CP	<i>Negotiable European Commercial Paper</i>
ORA	Obligations remboursables en actions
Ordonnance	Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 12 juillet 2023 désignant Ledouble en qualité d'expert financier indépendant lors de la Période de Conciliation
Ordonnances	Ordonnances du Juge-commissaire en date du 26 octobre 2023 désignant Ledouble en qualité d'expert financier indépendant lors de la Sauvegarde Accélérée
Parties Affectées	Créanciers et détenteurs de capital de la Société en application de l'article L. 626-30 I du Code de commerce
Penny BSA	BSA accordés au Consortium et aux créanciers ayant garanti l'AKA des Créanciers, à un prix d'exercice considéré comme non significatif
Période de Conciliation	Procédure ouverte le 25 mai 2023 au bénéfice de Casino, des Filiales et d'autres entités du Groupe
Période Explicite	Période explicite des prévisions du Plan d'Affaires (2023-2028)
PGC	Produits de grande consommation
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi sur les Segments Opérationnels France Retail et E-commerce, approuvé par le Conseil d'Administration le 21 novembre 2023, et communiqué au marché le 22 novembre 2023
Plan d'Affaires Consortium	Plan d'affaires établi par le Consortium
Plan d'Affaires GPA	Plan d'affaires établi pour la société GPA
Plan d'Affaires Hors Ouvertures	Plan d'affaires du périmètre France Retail, déduction faite de la contribution des nouveaux magasins ouverts sur la Période Explicite communiquée par la Direction
Plan de Cession	Plan de cession d'actifs non stratégiques en France mis en œuvre à partir de mai 2018
Plan Stratégique	Plan de la Direction publié au marché le 26 juin 2023 censé contribuer au redressement du Groupe
Primes et Frais	Primes de remboursement des obligations et frais d'émission d'emprunts
Prime Liquidative	Majoration du taux d'actualisation pour refléter le contexte liquidatif
Prix de Cession E-commerce	Valeur de l'intégralité des fonds propres de Cnova ayant servi de base à la transaction entre le Groupe et GPA, soit 29,4 M€

Prix de Cession Éxito	Valeur de l'intégralité des fonds propres d'Éxito ayant servi de base à la transaction entre le Groupe et Grupo Calleja, soit 1,175 Md\$ ou 1,105 Md€ au taux de conversion de la Date d'Entrée en Sauvegarde
Proximité	Magasins de proximité
Quatrim	Société Quatrim
Rallye	Société Rallye, actionnaire principal de Casino
Rapport Continuité	Rapport présentant la valorisation selon le Scénario Continuité
Rapport Liquidation	Rapport présentant la valorisation selon les Scénarios Liquidatifs
Rapport Parties Affectées	Rapport présentant les produits susceptibles de revenir aux différentes Parties Affectées selon les Scénarios Liquidatifs
RCF	<i>Revolving Credit Facility</i>
RCS	Registre du Commerce et des Sociétés
RFS	Rapport financier semestriel du Groupe au 30 juin 2023
Restructuration	Restructuration financière de Casino
<i>Restructuring Memorandum</i>	Document obtenu des conseils juridiques de la Société intitulé « Description de la restructuration financière envisagée » du 22 novembre 2023
Sauvegarde Accélérée	Procédures de sauvegarde accélérées ouvertes à l'issue de la Période de Conciliation, soit le 25 octobre 2023, par le Tribunal de commerce de Paris
Scénario Continuité	Scénario de continuité d'exploitation
Scénarios Liquidatifs	Scénario Liquidation 1 et Scénario Liquidation 2
Scénario Liquidation 1	Cession de l'intégralité du Groupe à un repreneur
Scénario Liquidation 2	Cession des actifs pris isolément
Ségisor	Société Ségisor
Segments Opérationnels	Activités du Groupe organisées autour de trois segments opérationnels (France Retail, Latam Retail et E-commerce)
Sendas	Société Sendas Distribuidora SA
Situation Groupe 9M	Situation comptable du Groupe au 30 septembre 2023 non audité par les commissaires aux comptes
SM	Supermarchés
Société	Société Casino Guichard-Perrachon
SOTP	<i>Sum of the parts</i>
Spin-Off	Projet conduisant à la distribution d'environ 83% du capital d'Éxito aux actionnaires de GPA
T3	3 ^{ème} trimestre 2023
Taux d'IS Brésil	34%
Taux d'IS France	25,83%
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
TLB	<i>Term Loan B</i>

Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique par les multiples transactionnels
TSSDI	Titres Super Subordonnés à Durée Indéterminée
UGT	Unités génératrices de trésorerie
Valeur d'Entreprise	Valeur d'entreprise des activités opérationnelles du Groupe
Valeur d'Entreprise Ajustée	Valeur d'Entreprise après prise en compte des Ajustements Comptables et des Ajustements Comptables T3
Valeur des Fonds Propres	Valeur d'Entreprise Ajustée après prise en compte : <ul style="list-style-type: none"> - de la DFN majorée de la DFN T3 - des Ajustements DFN majorés des Ajustements DFN T3 - des Intercos majorés des Intercos T3 - des Intérêts Minoritaires majorés des Intérêts Minoritaires T3 - du Flux Intercalaire
Variation T3	Regroupe : <ul style="list-style-type: none"> - la DFN T3 - les Ajustements DFN T3 - les Ajustements Comptables T3 - les Intercos T3 - les Intérêts Minoritaires T3
VE	Valeur d'Entreprise ou valeur de l'actif économique
VNC	Valeur nette comptable
Volets de la Mission	Trois volets de la Mission visant à déterminer : <ul style="list-style-type: none"> - la valeur de l'entreprise dans le Scénario Continuité - la valeur liquidative dans les Scénarios Liquidatifs - la répartition entre les classes de Parties Affectées de la valeur de l'entreprise ressortant des Scénarios Liquidatifs

1. Introduction

Par ordonnances² de Monsieur le juge au Tribunal de commerce de Paris et juge-commissaire des procédures de sauvegarde accélérée, en date du 26 octobre 2023, Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné en qualité d'expert financier indépendant³, dans le cadre des procédures de sauvegarde accélérée des sociétés suivantes (ensemble, les « **Entités du Périmètres de Sauvegarde** ») :

- **Casino, Guichard-Perrachon**, société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (« **RCS** ») de Saint-Étienne sous le numéro 554 501 171 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **Casino** », la « **Société** » ou « **CGP** »)⁴ ;
- **Casino Finance**, société anonyme immatriculée au RCS de Saint-Étienne sous le numéro 538 812 405 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **Casino Finance** » ou « **CF** ») ;
- **Casino Participations France**, société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Saint-Étienne sous le numéro 812 269 884 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **CPF** ») ;
- **Distribution Casino France**, société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Saint-Étienne sous le numéro 428 268 023 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **DCF** ») ;
- **Monoprix**, société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Nanterre sous le numéro 552 018 020 et dont le siège social est situé au 14-16 Rue Marc Bloch, 92110 Clichy (« **Monoprix** ») ;
- **Quatrim**, société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Saint-Étienne sous le numéro 833 032 121 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **Quatrim** ») ;
- **Ségisor**, société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Saint-Étienne sous le numéro 423 944 677 et dont le siège social est situé au 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Étienne (« **Ségisor** »).

Notre lettre de mission en date du 7 novembre 2023, faisant suite à nos désignations, définit le champ de notre intervention (la « **Mission** »).

² Ordonnance individuelle reçue pour chacune des sociétés (ensemble, les « **Ordonnances** »), **Annexe 1**.

³ Conformément à l'article L. [621-9](#) du Code de commerce.

⁴ La valorisation de Casino correspond à celle du Groupe.

1.1. Contexte de l'intervention de Ledouble

1.1.1. Période de Conciliation

Compte tenu des difficultés financières auxquelles est confronté le groupe Casino (le « **Groupe** »), le Président du Tribunal de commerce de Paris a :

- › ouvert le 25 mai 2023, une période de conciliation (la « **Période de Conciliation** ») au bénéfice de Casino, des autres Entités du Périmètre de Sauvegarde⁵ et d'autres entités du Groupe⁶, pour une durée initiale de quatre mois⁷, éventuellement prorogeable d'un mois⁸ ; et
- › désigné Thévenot Partners⁹ et BTSG¹⁰ en qualité de conciliateurs (les « **Conciliateurs** »).

La Période de Conciliation, qui permettait au Groupe d'engager des discussions avec ses créanciers financiers dans un cadre juridiquement sécurisé :

- › avait pour objectif de parvenir, d'ici fin juillet 2023, à un accord de principe avec les principaux créanciers du Groupe sur la restructuration de sa dette financière (la « **Restructuration** ») portée par Casino, les Filiales et les Autres Filiales ;
- › ne devait avoir aucune incidence sur les relations du Groupe avec ses partenaires opérationnels, notamment ses fournisseurs et ses salariés.

Dans ce contexte :

- › le conseil d'administration du Groupe (le « **Conseil d'Administration** ») a mis en place un comité ad hoc composé d'administrateurs indépendants¹¹ et de membres du comité d'audit afin de suivre la procédure de conciliation, et d'examiner les propositions d'investisseurs potentiels qui devaient permettre au Groupe de disposer d'une structure de dette compatible avec la mise en œuvre de son plan d'affaires ;
- › Ledouble a été désigné par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce en date du 12 juillet 2023 en qualité d'expert financier indépendant, avec pour mission d'établir, lors de la Période de Conciliation, trois rapports de valorisation¹² des Entités du Périmètre de Sauvegarde, en application notamment des articles L. [626-31](#) et L. [626-32](#) du Code de commerce (la « **Mission Conciliation** ») ;

⁵ CF, CPF, DCF, Monoprix, Quatrim et Ségisor (ensemble, les « **Filiales** »).

⁶ ExtenC, Distribution Franprix, Geimex, RelevanC, Sédifrais et Franprix Leader Price Holding (ensemble les « **Autres Filiales** »).

⁷ Soit jusqu'au 25 septembre 2023.

⁸ Soit jusqu'au 25 octobre 2023 au plus tard ; dans les faits, cette extension de délai a été appliquée.

⁹ Maître Aurélia Perdereau.

¹⁰ Maître Marc Sénéchal.

¹¹ Mesdames Nathalie Andrieux, Béatrice Dumurgier et Christiane Féral-Schuhl, et Messieurs Thierry Billot et Frédéric Saint-Geours.

¹² L'un présentant la valorisation selon un scénario de continuité d'exploitation, l'autre selon des scénarios liquidatifs, et le dernier analysant les produits susceptibles de revenir aux différentes Parties Affectées selon les scénarios envisagés dans les deux premiers rapports.

- le Groupe a conclu, en vue du renforcement de ses fonds propres et de la restructuration de son endettement :
 - le 27 juillet 2023, un accord de principe (l'« **Accord de Principe** ») avec le Consortium¹³ et les principaux créanciers du Term Loan B (« **TLB** ») ;
 - le 5 octobre 2023, un accord ferme et engageant (l'« **Accord de Lock-Up** ») avec le Consortium, des créanciers détenant économiquement une part significative du TLB et du *Revolving Credit Facility* (« **RCF** »), et la majorité des porteurs des obligations émises par Quatrim ;
- le Groupe a obtenu le 17 octobre 2023, soit la date butoir pour adhérer à l'Accord de Lock-up, l'adhésion de créanciers et de porteurs représentant économiquement :
 - 98,6% du TLB ;
 - 90,0% du RCF ;
 - 78,0% des obligations Quatrim ;
 - 51,0% des dettes non sécurisées telles que les obligations *high yield*, les obligations EMTN¹⁴ et les titres négociables à court terme (« **NEU CP**¹⁵ ») ;
 - 44,3% des titres super subordonnés à durée indéterminée (« **TSSDI** »).

1.1.2. Procédures de Sauvegarde Accélérée

À l'issue de la Période de Conciliation, soit le 25 octobre 2023 (la « **Date d'Entrée en Sauvegarde** »), le Tribunal de commerce de Paris a ouvert des procédures de sauvegarde accélérée (la « **Sauvegarde Accélérée** »)¹⁶ au bénéfice des Entités du Périmètre de Sauvegarde afin de mettre en œuvre le plan de Restructuration du Groupe prévu dans l'Accord de Lock-Up.

Dans ce contexte, le Tribunal de commerce de Paris a désigné :

- Thévenot Partners¹⁷, FHBX¹⁸ et Abitbol & Rousselet¹⁹ en qualité d'administrateurs judiciaires (les « **Administrateurs Judiciaires** ») ;
- MJA²⁰, BTSG²¹ et FIDES²² en qualité de mandataires judiciaires (les « **Mandataires Judiciaires** ») ;
- le juge-commissaire aux procédures de sauvegarde accélérée²³ (le « **Juge-commissaire** »)²⁴.

¹³ EP Equity Investment III s.à r.l., une entité contrôlée par M. Daniel Křetínský, Fimalac et Attestor constituent ensemble le « **Consortium** ».

¹⁴ Euro Medium Term Notes.

¹⁵ Negotiable European Commercial Paper.

¹⁶ Pour une période initiale de deux mois, qui pourra être renouvelée pour deux mois supplémentaires sans excéder une durée totale de quatre mois.

¹⁷ Maître Aurélia Perdereau.

¹⁸ Maître Hélène Bourbouloux.

¹⁹ Maître Frédéric Abitbol.

²⁰ Maître Valérie Leloup-Thomas.

²¹ Maître Marc Sénéchal.

²² Maître Bernard Corre.

²³ Article L. 621-4 du Code de Commerce : « Dans le jugement d'ouverture, le tribunal désigne le juge-commissaire dont les fonctions sont définies à l'article L. 621-9 ».

²⁴ Maître Michel Teytu.

Conformément à l'article L. [621-9](#) du Code de commerce²⁵, Ledouble a été désigné par le Juge-commissaire en date du 26 octobre 2023, en qualité d'expert financier indépendant, avec pour mission d'établir pour chacune des Entités du Périmètre de Sauvegarde, lors de la Sauvegarde Accélérée, trois rapports distincts, soit un rapport par société pour chacun des volets de notre mission (les « **Volets de la Mission** ») :

- « le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation »²⁶ (le « **Scénario Continuité** ») ;
- « le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant ... un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur (le « **Scénario Liquidation 1** ») » et « un scénario de réalisation des actifs pris isolément (le « **Scénario Liquidation 2** ») » ;
- « le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs (les « **Scénarios Liquidatifs** »)²⁷ ».

Il a été convenu avec les Administrateurs Judiciaires de présenter, pour chacun des Volets de la Mission, nos travaux sur les Entités du Périmètre de Sauvegarde dans un rapport commun, conduisant *in fine* à l'établissement de trois rapports en réponse aux Ordonnances :

- un rapport présentant la valorisation des Entités du Périmètre de Sauvegarde selon le Scénario Continuité (le « **Rapport Continuité** ») ;
- un rapport présentant la valorisation des Entités du Périmètre de Sauvegarde selon les Scénarios Liquidatifs (le « **Rapport Liquidation** ») ;
- un rapport présentant les produits susceptibles de revenir aux différentes parties affectées²⁸ selon les Scénarios Liquidatifs (le « **Rapport Parties Affectées** »).

Nos travaux n'impliquant pas de procédure contradictoire, nos interlocuteurs²⁹ ont été les représentants de la Société et ses conseils. Nous n'avons pas eu de contact avec les créanciers et les détenteurs de capital de la Société.

1.2. Indépendance de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société et de ses conseils juridiques³⁰ et financiers³¹ (les « **Conseils** ») ainsi que de ses consultants³² (les « **Consultants** »).

²⁵ Article L. [621-9](#) du Code de Commerce : « Lorsque la désignation d'un technicien est nécessaire, seul le juge-commissaire peut y procéder en vue d'une mission qu'il détermine, sans préjudice de la faculté pour le tribunal prévue à l'article L. 621-4 de désigner un ou plusieurs experts ».

²⁶ Impliquant une évaluation de l'actif économique (« **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») et des capitaux propres (« **Valeur des Capitaux Propres** ») de chacune des Entités du Périmètre de Sauvegarde.

²⁷ Scénario Liquidation 1 et Scénario Liquidation 2.

²⁸ Il s'agit des créanciers dont les droits sont directement affectés par la Restructuration, ainsi que les détenteurs de capital dont les droits, participation au capital et statuts sont modifiés ou directement impactés par la Restructuration.

²⁹ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 2**.

³⁰ Weil, Gotshal & Manges et Gibson, Dunn & Crutcher.

³¹ Lazard et Rothschild & Co.

³² Accuracy et Advancy.

Nous avons été en mesure d'accomplir la Mission, qui s'inscrit dans le prolongement de la Mission Conciliation, en toute indépendance, et confirmons en particulier :

- l'absence de tout conflit d'intérêts et de toute situation susceptible de remettre en cause notre impartialité ;
- n'avoir préalablement³³ pas réalisé de mission pour le compte de la Société ou d'une filiale du Groupe³⁴, à l'exception de la Mission Conciliation.

Nous nous référons au Code de déontologie de notre profession, et veillons, au-delà des dispositions prévues en matière d'expertise indépendante et d'expertise judiciaire, à ne dépendre en fait ou en apparence d'aucun prescripteur.

Cette déclaration d'indépendance s'applique à tous les membres de l'équipe qui a été affectée à la réalisation de la Mission.

1.3. Diligences effectuées

Pour la réalisation de l'ensemble des Volets de la Mission, nos diligences ont impliqué notamment :

- des contacts et réunions avec les personnes en charge de la Mission au sein du Groupe, les Conseils, le conseil financier du Consortium³⁵ (le « **Conseil Financier du Consortium** ») ainsi qu'avec les Administrateurs Judiciaires ;
- l'exploitation des travaux réalisés et de la documentation obtenue lors de la Mission Conciliation ;
- l'examen des éléments postérieurs à la Mission Conciliation, tels que :
 - les derniers travaux réalisés par les Conseils et le Conseil Financier du Consortium pour les besoins de l'Opération ;
 - les informations récentes relatives aux marchés sur lesquels opèrent le Groupe et plus particulièrement les Entités du Périmètre de Sauvegarde, tant en France qu'à l'international ;
 - l'évolution de la situation concurrentielle des Entités du Périmètre de Sauvegarde ;
 - les performances opérationnelles du Groupe et des Entités du Périmètre de Sauvegarde sur le 3^{ème} trimestre 2023 ;
 - l'évolution de la structure financière du Groupe et de chacune des Entités du Périmètre de Sauvegarde sur le 3^{ème} trimestre 2023 ;
 - les derniers accords juridiques et financiers conclus ;
 - le plan d'affaires du Groupe établi par sa direction (la « **Direction** »), décliné entre ses différentes activités sur la période 2023 à 2028, et mis à jour des réalisations du 3^{ème} trimestre 2023 (le « **Plan d'Affaires** ») ;

³³ Au cours des deux dernières années.

³⁴ Comme indiqué dans notre proposition de mission et dans notre lettre de mission, nous avons établi en mai 2023 une note sur la situation financière d'un actionnaire du Groupe à partir d'informations exclusivement publiques. Cette mission, de courte durée et sans lien avec la Mission, n'est pas de nature à remettre en cause notre indépendance à l'égard du Groupe, de ses créanciers et de ses actionnaires.

³⁵ Messier & Associés.

- le plan d'affaires du Groupe établi par le Consortium (le « **Plan d'Affaires Consortium** »), sur la base du Plan d'Affaires ;
- l'évolution récente du parcours boursier des sociétés cotées du Groupe ;
- l'évaluation multicritère des Entités du Périmètre de Sauvegarde selon le Scénario Continuité et selon les Scénarios Liquidatifs ;
- l'examen de la liste des créances de chacune des Parties Affectées (les « **Créances Affectées** ») attestées par les commissaires aux comptes (la « **Liste des Créances Affectées** ») ;
- l'analyse des produits susceptibles de revenir aux Parties Affectées pour chacune des Entités du Périmètre de Sauvegarde selon les Scénarios Liquidatifs ;
- l'établissement du présent rapport.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 3**.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu confirmation, auprès de la Direction, des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, notamment par Casino et les Conseils, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

La Mission ne relève ni d'un audit ni d'un examen limité ; elle n'a pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes que nous avons exploités, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant notamment le respect du droit des sociétés, et ne saurait être assimilée à une mission de *due diligence* effectuée par un prêteur ou un acquéreur, dans la mesure où elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

1.5. Plan du Rapport Continuité

Nous présentons successivement, dans le présent Rapport Continuité, qui constitue l'un des Volets de la Mission :

- le contexte de la Restructuration (§ 2) ;
- les activités et l'environnement du Groupe (§ 3) ;
- les performances historiques du Groupe (§ 4) ;
- la matrice SWOT du Groupe (§ 5) ;
- les éléments structurant l'évaluation de Casino et des Filiales (§ 6) ;
- évaluation boursière du Groupe (§ 7)
- l'évaluation multicritère du périmètre France Retail (§ 8) ;

- l'évaluation multicritère du périmètre E-commerce (§ 9) ;
- l'évaluation multicritère de Ségisor (§ 10) ;
- l'évaluation de Casino (§ 11) ;
- analyse du Plan d'Affaires Consortium (§ 12) ;
- la synthèse de nos travaux (§ 13).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le présent rapport peuvent être exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros, de dollars américains, de reals brésiliens et de pesos colombiens (M€ / M\$ / MBRL / MCOP) ;
- milliards d'euros et de reals brésiliens (Md€ / MdBRL).

Les renvois entre parties et chapitres du présent rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe § ; les sources d'information sont rappelées en notes de bas de page.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

2. Contexte de la Restructuration

2.1. Difficultés financières du Groupe

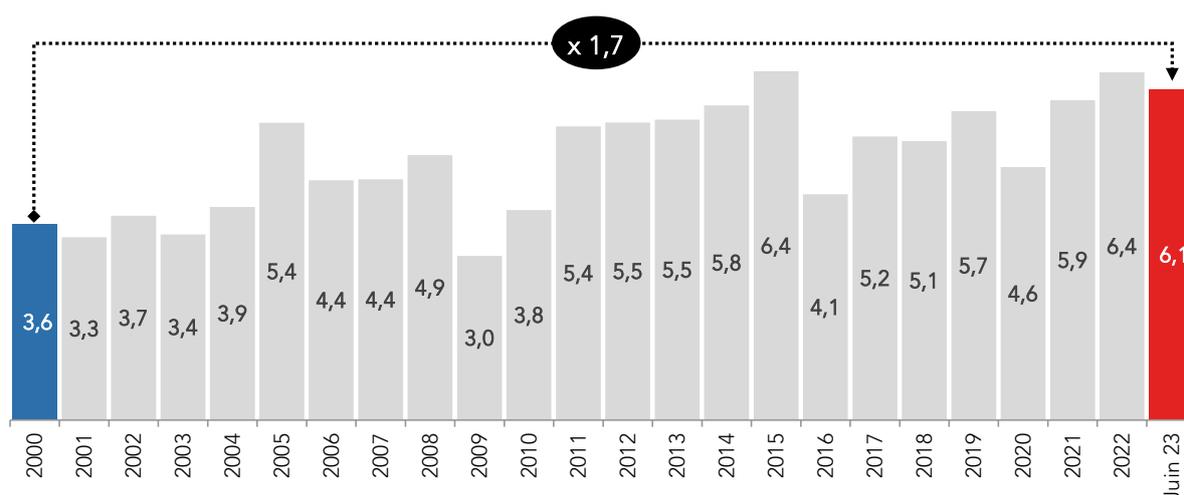
2.1.1. Endettement croissant

Le Groupe est confronté depuis plusieurs années à d'importantes difficultés financières dues à :

- › un endettement mis en place pour financer une stratégie de croissance externe visant l'acquisition d'enseignes, aussi bien en France³⁶ qu'à l'étranger³⁷ ;
- › un endettement élevé au niveau des holdings de contrôle du capital de Casino (les sociétés Rallye³⁸, Foncière Euris, Finatis et Euris) ayant conduit le Groupe à maintenir le versement de dividendes jusqu'en 2019, malgré un niveau de dette financière structurellement élevé ;
- › des difficultés opérationnelles en lien avec la remise en question, par les clients, du modèle traditionnel de la grande distribution, notamment celui des hypermarchés ;
- › une stratégie tarifaire proposant dans les enseignes du Groupe des prix de vente supérieurs à ceux de la concurrence, occasionnant la perte de parts de marché et impactant défavorablement la marge opérationnelle ;
- › la forte dépréciation du real brésilien par rapport à l'euro, qui a entraîné une diminution des flux de trésorerie générés par les participations brésiliennes du Groupe.

La dette financière nette du Groupe (la « **Dette Financière Nette** ») a ainsi presque doublé sur les 20 dernières années pour atteindre **6,1 Md€** (§ 2.2.1) au 30 juin 2023 (la « **DFN** »).

Évolution de la Dette Financière Nette depuis 2000 (Md€)



Source : Société, S&P Capital IQ, analyse Ledouble

³⁶ Monoprix, Franprix, Vival, Spar, Naturalia, Cdiscount ou Leader Price.

³⁷ Brésil, Uruguay, Argentine, Thaïlande ou Vietnam.

³⁸ « Rallye ».

Au 30 septembre 2023, la Dette Financière Nette du Groupe s'est stabilisée à **6,2 Md€**, les flux de trésorerie négatifs générés par l'activité opérationnelle du 3^{ème} trimestre 2023 (§ 4.6.2) étant compensés par le produit des cessions d'actifs du Groupe réalisées sur la période (§ 2.1.2 et § 4.6.2).

2.1.2. Insuffisance du Plan de Cession

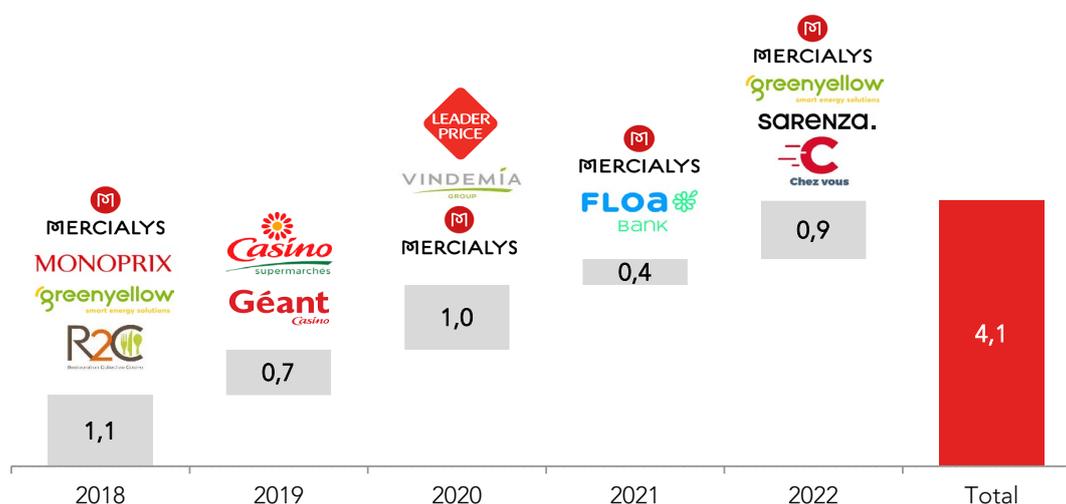
Pour faire face à ses difficultés, le Groupe a mis en œuvre, mi-2018, un plan de cession d'actifs non stratégiques localisés en France (le « **Plan de Cession** ») d'une enveloppe de 4,5 Md€.

Au 31 décembre 2021, 3,2 Md€ de cessions avaient déjà été réalisées.

En 2022, le Groupe a poursuivi ce Plan de Cession, avec notamment la vente de sa participation résiduelle dans le capital de Mercialys et d'une participation majoritaire dans GreenYellow.

Au 31 décembre 2022, les réalisations du Plan de Cession atteignaient **4,1 Md€**³⁹.

Réalisations du Plan de Cession entre 2018 et 2022 (Md€)



Source : Société, analyse Ledouble

L'analyse de l'évolution de la trésorerie des activités poursuivies du Groupe⁴⁰, au cours des vingt dernières années, révèle que l'activité opérationnelle courante du Groupe⁴¹ a généré **8,8 Md€** de flux de trésorerie cumulés, ne couvrant que partiellement les intérêts cumulés de **9,8 Md€** supportés par le Groupe du fait de son endettement.

Pour financer ses activités et rémunérer ses apporteurs de fonds (actionnaires et prêteurs financiers), le Groupe a eu recours à l'endettement et à l'apport de fonds propres⁴² et quasi-fonds propres⁴³.

³⁹ Source : DEU Casino 2022, p. 5. « Le plan de cession d'actifs non stratégiques d'un montant de 4,5 milliards d'euros sera bientôt achevé car nous avons d'ores et déjà réalisé la vente de plus de 4,1 milliards d'euros ».

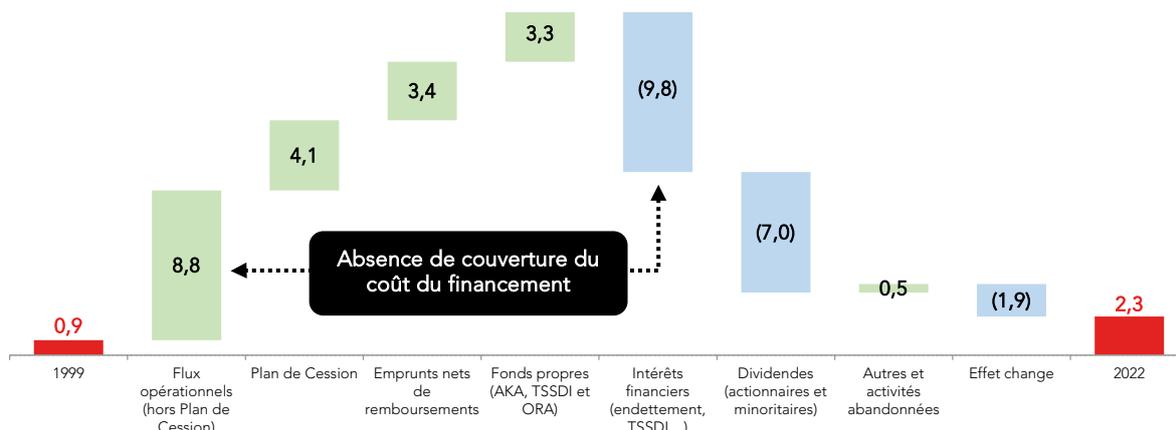
⁴⁰ Analyse réalisée notamment à partir des tableaux de flux de trésorerie consolidés du Groupe issus des rapports financiers annuels.

⁴¹ Hors Plan de Cession.

⁴² Augmentation de capital (« AKA »).

⁴³ TSSDI et obligations remboursables en actions (« ORA »).

Évolution de la trésorerie des activités poursuivies de 1999 à 2022 (Md€)



Source : Société, S&P Capital IQ, analyse Ledouble

En application du Plan de Cession, le Groupe a cédé :

- sur le 1^{er} semestre 2023, **1,0 Md€** d'actifs, dont sa participation résiduelle dans Sendas⁴⁴ pour **0,9 Md€**⁴⁵ et d'autres actifs pour moins de **0,1 Md€**⁴⁶ ;
- sur le 3^{ème} trimestre 2023, un premier périmètre de magasins au Groupement Les Mousquetaires (« ITM ») (§ 4.6.1).

La finalisation de la vente à Grupo Calleja de la participation du Groupe dans la société Almacenes Éxito (« Éxito ») est attendue au 1^{er} trimestre 2024 (§ 4.6.1).

2.1.3. Moratoire demandé par le Groupe

Pendant la Période de Conciliation, compte tenu de ses difficultés financières, le Groupe a obtenu :

- de ses créanciers financiers, la suspension du paiement par les Entités du Périmètre de Sauvegarde :
 - des intérêts et autres commissions dus, soit environ **130 M€** ;
 - des échéances en principal dues pendant cette période, soit environ **70 M€** ;
- de l'État français, un report du paiement⁴⁷ de ses charges fiscales et sociales dues entre mai et septembre 2023, dans la limite de **300 M€**, garanti par des sûretés et des nantissements de premier rang.

⁴⁴ Propriétaire du réseau de *cash-and-carry* Assaí.

⁴⁵ Sur le 1^{er} semestre 2023, le Groupe a cédé :

- en mars 2023, 18,8% du capital de Sendas pour un montant de **571 M€** après impôts, impact du change et frais ;
- en juin 2023, 11,7% du capital de Sendas pour un montant de **326 M€** après impôts, impact du change et frais.

⁴⁶ Soit **60 M€**.

⁴⁷ Jusqu'à la réalisation de la Restructuration.

2.2. Structure d'endettement du Groupe au 30 juin 2023

2.2.1. Dette Financière Nette

Au 30 juin 2023, la Dette Financière Nette du Groupe de **6,1 Md€** (§ 2.1.1) se compose d'une dette financière brute de **8,4 Md€** (§ 2.2.2), minorée d'une trésorerie brute de **2,1 Md€** (§ 2.2.3) et d'autres actifs financiers de **0,2 Md€** (§ 2.2.4).

Dette Financière Nette		
M€	juin-23	déc.-22
Dette financière brute	(8 431)	(9 204)
Trésorerie brute	2 125	2 504
Autres actifs financiers	247	330
Total	(6 059)	(6 370)

2.2.2. Dette financière brute

Au 30 juin 2023, la dette financière brute du Groupe de **8,4 Md€** (§ 2.2.1) intègre :

- des emprunts obligataires de **3,3 Md€** (§ 2.2.2.1) ;
- des emprunts bancaires et d'autres dettes financières de **5,0 Md€** (§ 2.2.2.2) ; et
- des positions créditrices d'instruments de couverture pour **0,1 Md€** (§ 2.2.2.3).

Dette financière brute		
M€	juin-23	déc.-22
Emprunts obligataires	(3 303)	(5 050)
Autres emprunts et dettes financières	(5 036)	(3 972)
Dérivés passifs créditeurs	(92)	(182)
Total	(8 431)	(9 204)

2.2.2.1. Emprunts obligataires

Au 30 juin 2023, l'encours obligataire du Groupe, d'une valeur nette comptable (« VNC ») de **3,3 Md€** (§ 2.2.2), se répartit entre les différentes sociétés émettrices françaises et sud-américaines.

Emprunts obligataires	VNC		Nominal	
	juin-23	déc.-22	juin-23	déc.-22
Casino	(2 053)	(2 151)	(2 241)	(2 287)
Quatrim	(551)	(648)	(553)	(653)
Monoprix Exploitation	(119)	-	(120)	-
Cdiscount	(20)	(13)	(20)	(13)
GPA	(560)	(437)	(568)	(443)
Sendas	-	(1 801)	-	(1 818)
Total	(3 303)	(5 050)	(3 502)	(5 214)

Avec principalement :

- > pour **Casino**, des emprunts obligataires cotés, non sécurisés, de **2,1 Md€** (§ 2.2.6), dont une partie est constituée d'obligations *high yield* à échéance 2026 et 2027 ;

Casino - Encours obligataire					30-juin-23		M€	
Code ISIN	Souche	Nature	Coupon	Maturité	VNC	Nominal		
FR0011765825	EMTN 2024	Non sécurisé	4,50%	2024		509		
FR0012369122	EMTN 2025	Non sécurisé	3,58%	2025		357		
FR0012074284	EMTN 2026	Non sécurisé	4,05%	2026		450		
XS2276596538	<i>High yield</i> 2026	Non sécurisé	6,63%	2026		400		
XS2328426445	<i>High yield</i> 2027	Non sécurisé	5,25%	2027		525		
Total					2 053	2 241		

- > pour **Quatrim**, un emprunt obligataire *high yield* coté de **0,6 Md€** (§ 2.2.6), sécurisé par les titres de sa filiale Immobilière Groupe Casino⁴⁸ (« IGC ») ;

Quatrim - Encours obligataire					30-juin-23		M€	
Code ISIN	Souche	Nature	Coupon	Maturité	VNC	Nominal		
XS2010039118	Obligations high yield	Sécurisé	5,875%	2024	551	553		
XS2010038490								
Total					551	553		

- > pour **Monoprix Exploitation**, un emprunt obligataire non sécurisé de **0,1 Md€**, émis en mars 2023 avec une maturité d'un an ;
- > pour **Grupo Pão de Açúcar** (« GPA »), un encours obligataire de **0,6 Md€** dont les échéances sont comprises entre 2025 et 2030.

GPA - Obligations			M€	
Souche	Maturité	VNC	Nominal	
GPA - 2025	2025		188	
GPA - 2026	2026		188	
GPA - 2027	2027		49	
GPA - 2028	2028		121	
GPA - 2029	2029		-	
GPA - 2030	2030		23	
Total			560	568

2.2.2.2. *Autres emprunts et dettes financières*

Au 30 juin 2023, les autres emprunts et dettes financières du Groupe de **5,0 Md€** (§ 2.2.2) se composent principalement du TLB, du RCF, des NEU CP et des emprunts souscrits par les sociétés sud-américaines.

⁴⁸ Dont Quatrim détient la totalité du capital.

Autres emprunts	VNC	
M€	juin-23	déc.-22
TLB - Casino	(1 421)	(1 418)
RCF - Casino Finance	(2 045)	(50)
LC - Monoprix Exploitation	(170)	(170)
Financement - GreenYellow	(0)	(90)
NEU CP	(5)	(59)
Prêt garanti par l'Etat - Cdiscount	(60)	(60)
Autres	(65)	(63)
Emprunts France	(3 765)	(1 910)
GPA	(478)	(518)
Sendas	-	(835)
Éxito	(386)	(149)
Emprunts International	(864)	(1 502)
Concours bancaires courants	(179)	(239)
Intérêts courus	(227)	(321)
Autres	(407)	(560)
Total	(5 036)	(3 972)

Avec :

- pour **Casino**, le TLB coté sécurisé de **1,4 Md€** (§ 2.2.6), bénéficiant de sûretés sur la quasi-intégralité du Groupe⁴⁹ (§ 2.2.7) ;

Casino - TLB	30-juin-23			M€	
Souche	Nature	Coupon	Maturité	VNC	Nominal
TLB	Sécurisé	Euribor + 4%	2025	1 421	1 425
Total				1 421	1 425

- pour **Casino Finance**, le RCF sécurisé de **2,0 Md€**, tiré en deux tranches, avec des sûretés sur la quasi-intégralité des actifs du Groupe⁵⁰ (§ 2.2.7) ;

Casino Finance - RCF	30-juin-23			M€	
Souche	Nature	Coupon	Maturité	VNC	Nominal
RCF - tirage 1	Sécurisé	Variable	2023	252	252
RCF - tirage 2	Sécurisé	Variable	2026	2 045	1 799
Total				2 045	2 051

- pour **Monoprix Exploitation**, un tirage de lignes de crédit (« LC ») syndiqué de **0,2 Md€** ;
- pour **Cnova**⁵¹, le solde d'un prêt garanti par l'État pour moins de **0,1 Md€** ;
- pour les sociétés sud-américaines, des emprunts bancaires de **0,9 Md€** ;
- des découverts bancaires de **0,2 Md€** ;
- les intérêts courus associés aux différents financements pour **0,2 Md€**.

⁴⁹ Il s'agit des titres, des comptes bancaires et des créances intragroupe des principales filiales opérationnelles et holdings françaises du Groupe, détentrices elles-mêmes des participations du Groupe en Amérique latine.

⁵⁰ Comme pour Casino.

⁵¹ Cnova N.V. et ses filiales Cdiscount et Cnova France (« **Cnova** »).

2.2.2.3. Dérivés passifs créditeurs

Au 30 juin 2023, les dérivés passifs créditeurs de **0,1 Md€** (§ 2.2.2) correspondent à la juste valeur négative des instruments financiers de couverture de taux⁵² et de change du Groupe, dont la gestion est assurée par Casino Finance.

2.2.3. Trésorerie brute

Au 30 juin 2023, la trésorerie brute de **2,1 Md€** (§ 2.2.1) se compose des liquidités et des placements à court terme réalisés par le Groupe.

La Direction nous a confirmé que la part de trésorerie de **0,2 Md€⁵³**, mentionnée comme non disponible dans la communication financière au 30 juin 2023, était bien utilisable à court terme.

2.2.4. Autres actifs financiers

Au 30 juin 2023, les autres actifs financiers de **0,2 Md€** (§ 2.2.1) se détaillent comme suit :

Autres actifs financiers		
M€	juin-23	déc.-22
Dérivés actifs débiteurs	54	90
Comptes séquestres et en garanties	105	124
Autres actifs financiers	87	116
Total	247	330

Ils se composent de :

- **0,05 Md€** de juste valeur positive des instruments financiers de couverture de taux et de change ;
- **0,1 Md€** de comptes séquestres et de retenues de garanties associées aux opérations de mobilisation de créances ;
- **0,1 Md€** d'autres actifs financiers composés principalement de créances sur cessions d'actifs.

2.2.5. Quasi-fonds propres

En complément des éléments constitutifs de la dette financière brute (§ 2.2.2), Casino a émis des TSSDI cotés, classés comptablement dans les capitaux propres pour un montant de **1,4 Md€** (§ 2.2.6) :

Casino - TSSDI		30-juin-23			M€	
Code ISIN	Souche	Nature	Coupon	Maturité	VNC	Nominal
FR0010154385	TSSDI (émission 2005)	Sécurisé	7,50%	Perpétuelle	600	600
FR0011606169	TSSDI (émission 2013)	Sécurisé	4,87%	Perpétuelle	750	750
Total					1 350	1 350

⁵² Nette du risque de crédit des dérivés.

⁵³ Source : communiqué du 27 juillet 2023 des résultats du Groupe du 1^{er} semestre 2023.

Avec :

- **0,6 Md€** émis en 2005, dont le remboursement est à l'initiative du Groupe et la rémunération subordonnée au versement d'un dividende aux actions ordinaires de Casino au cours des 12 derniers mois ;
- **0,8 Md€** émis en 2013, dont le remboursement reste également à l'initiative du Groupe, avec une première option non exercée le 31 janvier 2019, la suivante étant prévue le 31 janvier 2024.

2.2.6. Part cotée de l'endettement du Groupe

Au 30 juin 2023, la Dette Financière Nette du Groupe de **6,1 Md€** (§ 2.2.1), majorée des TSSDI de **1,4 Md€** (§ 2.2.5), représentant un total de **7,4 Md€**, comprend **5,4 Md€** de dette cotée en France, soit :

- les obligations émises par Casino de **2,1 Md€** (§ 2.2.2.1) ;
- les obligations émises par Quatrim de **0,6 Md€** (§ 2.2.2.1) ;
- le TLB souscrit par Casino Finance de **1,4 Md€** (§ 2.2.2.2) ;
- les TSSDI émis par Casino de **1,4 Md€** (§ 2.2.5).

2.2.7. Dette sécurisée et garanties associées

Au 30 juin 2023, les instruments financiers émis par Casino, Casino Finance et Quatrim ont une VNC de **7,4 Md€**.

<u>Principaux éléments de dette financière</u>	<u>juin-23</u>		
	<u>M€</u>	<u>VNC</u>	<u>Nominal</u>
Obligations - Quatrim		551	553
TLB - Casino		1 421	1 425
RCF - Casino Finance		2 045	2 051
<i>Dette Sécurisée</i>		<i>4 017</i>	<i>4 029</i>
Obligations - Casino		2 053	2 241
TSSDI - Casino		1 350	1 350
Titres de créances NEU CP		5	5
<i>Dette Non Sécurisée</i>		<i>3 408</i>	<i>3 596</i>
Total		7 425	7 625

Leur valeur nominale de **7,6 Md€** se répartit entre :

- une dette sécurisée de **4,0 Md€** (la « **Dette Sécurisée** ») incluant :
 - les obligations Quatrim de **0,6 M€** (§ 2.2.2.1) ;
 - le TLB de **1,4 Md€** (§ 2.2.2.2) ;
 - le RCF de **2,1 Md€** (§ 2.2.2.2) ;
- une dette non sécurisée de **3,6 Md€** (la « **Dette Non Sécurisée** ») qui intègre :
 - les emprunts obligataires émis par Casino pour **2,2 Md€**⁵⁴ (§ 2.2.2.1) ;
 - les TSSDI pour **1,4 Md€** (§ 2.2.5) ;

⁵⁴ La valeur nominale est de 2,2 Md€ contre une VNC de 2,1 Md€ (§ 2.2.2.1).

- dans une moindre mesure des NEU CP (§ 2.2.2.2).

2.2.7.1. Garanties RCF et TLB

Contractuellement, les emprunts RCF et TLB sont garantis par :

- Casino et les Filiales ;
- des nantissements de 1^{er} rang et de 3^{ème} troisième rang (pour le RCF) et de 2nd rang (pour le TLB) sur les titres des principales filiales du Groupe ;
- des sûretés sur les comptes bancaires et créances intragroupe des principales filiales.

Garanties et rangs associés - RCF et TLB

M€			RCF 1	RCF 2	TLB	
Capacité			1 799	252	1 425	
Montant tiré (valeur nominale)			1 799	252	1 425	
Total tiré			2 051		1 425	
Garants	Actifs donnés en garantie	%	Rang		Rang	
Casino	Titres Casino Participations France	100%	1 et 3		2	
	Titres Distribution Casino France	99,99%	1 et 3		2	
	Titres Casino Finance	100%	1 et 3		2	
	Titres Monoprix	100%	1 et 3		2	
	Titres Tévir	100%	1 et 3		2	
	Titres Ségisor	100%	3		2	
	Créances intragroupe			1		
	TLB Proceeds Loans		2		1	
	Créances intragroupe hors TLB Proceeds Loans		3		2	
	Comptes bancaires français			1 et 3		2
	SA* et SSA**			1 et 3		2
SA* et SSA** avec contrat ***			1 et 4		3	
Distribution Casino France	Titres Franprix Leader Price Holding	100%	1 et 3		2	
	Créances intragroupe		1 et 3		2	
	Comptes bancaires français		1 et 3		2	
Monoprix	Titres Monoprix Exploitation	42,66%	1 et 3		2	
	Titres Monoprix Holding	100%	1 et 3		2	
	Créances intragroupe		1 et 3		2	
	Comptes bancaires français		1 et 3		2	
Casino Finance	Créances intragroupe		1 et 3		2	
	Comptes bancaires français		1 et 3		2	
Ségisor	Créances intragroupe		3		2	
	Comptes bancaires français		3		2	

* Segregated Account(s) et Senior Secured Segregated Account(s)

** Senior Secured Segregated Account(s)

*** Pursuant to a securities account pledge agreement

2.2.7.2. Garanties Quatrim

Conformément au prospectus d'émission, les obligations émises par Quatrim ont été garanties lors de leur émission par :

- des nantissements de 1^{er} rang sur les titres IGC ;

- › des sûretés sur ses comptes bancaires et ses créances intragroupe.

Garanties et rangs associés - Obligations Quatrim			
M€		Quatrim	
Date de souscription		20-nov.-19	
Nominal		553	
Garant	Actifs donnés en garantie	%	Rang
Quatrim	Titres Immobilière Groupe Casino	100%	1
	Créances intragroupe		1
	Comptes bancaires		1
	<i>Bond Segregated Account</i>		1

2.2.8. Filiales emprunteuses, garantes ou mises en garantie

Les Filiales, qui correspondent aux sociétés du Groupe porteuses d'un endettement, garantes ou mises en garantie des financements (§ 2.2.7), sont détenues en intégralité par Casino et exercent les activités suivantes au sein du Groupe :

- › **Casino Finance**, centrale de trésorerie des sociétés françaises du Groupe :
 - se finance auprès d'établissements bancaires (emprunts, lignes de crédit syndiquées), des marchés financiers et de sociétés du Groupe afin d'octroyer des prêts aux différentes filiales du Groupe ;
 - gère la convention de trésorerie du Groupe ainsi que le risque de taux et de change de l'activité France du Groupe.
- › **DCF** porte, avec Monoprix, l'activité opérationnelle du Groupe en France, et :
 - a la charge de la vente de produits alimentaires et non alimentaires dans les hypermarchés (« **HM** »), supermarchés (« **SM** ») et magasins de proximité (« **Proximité** ») du Groupe, qu'elle exploite en propre ou en franchise ;
 - détient l'intégralité du capital de la société Franprix Leader Price Holding (« **Franprix** ») qui est sa principale filiale.
- › **CPF** est une holding gérant un portefeuille de titres de participation qui détient :
 - l'intégralité du capital de Quatrim, holding immobilière du Groupe (hors Monoprix et Franprix) ;
 - 11,81% du capital de GreenYellow Holding⁵⁵ à la suite d'une cession d'une participation majoritaire le 18 octobre 2022⁵⁶ ;
 - un ensemble de filiales hébergeant les nouvelles activités du Groupe.
- › **Monoprix** est une holding qui détient directement et indirectement⁵⁷ :
 - la société opérationnelle Monoprix Exploitation ;
 - la société de logistique alimentaire Samada ;
 - d'autres sociétés opérationnelles telles que Naturalia (alimentation biologique), Monop (commerce de proximité), Monoprix One Line (achats internet) et Aux Galeries de la Croisette (gestion de magasins Monoprix) ;

⁵⁵ Cette filiale est spécialisée dans la production solaire photovoltaïque et les projets d'efficacité énergétique.

⁵⁶ La cession de la participation résiduelle de CPF dans GreenYellow est prévue en 2024.

⁵⁷ Notamment via la société Monoprix Holding.

- les filiales propriétaires de l’immobilier exploité par Monoprix Exploitation et plusieurs SCI.
- **Ségisor** est la holding gérant les participations sud-américaines du Groupe, et contrôlant directement 36,88% de GPA. Ségisor détenait également 30,70%⁵⁸ d’Éxito (§ 3.3.3) qui font l’objet d’une cession (§ 4.6.1).

Nous notons que les titres de la société **Tévir**, holding détentrice de Géant Holding BV et disposant d’une trésorerie nette issue de la cession de certaines de ses participations, ont également été donnés en garantie du RCF et du TLB par Casino (§ 2.2.7.1).

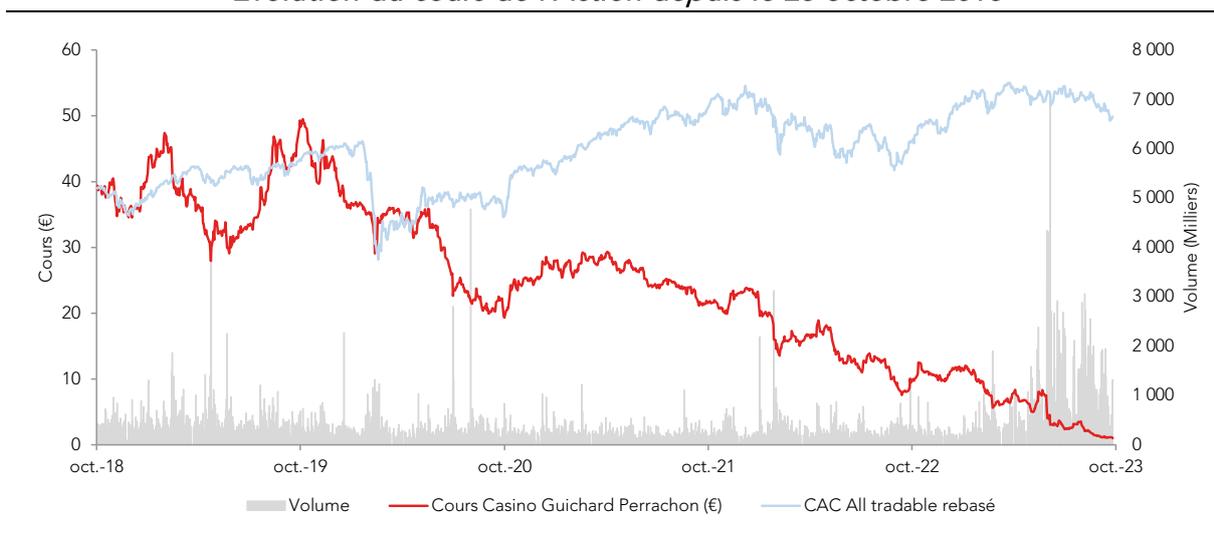
2.3. Perte de confiance des marchés

Les marchés financiers ont fortement sanctionné les difficultés financières rencontrées par le Groupe ; la cotation de la Société, le cours cible des analystes et la notation des instruments financiers émis ont ainsi été fortement dégradés.

2.3.1. Baisse du cours de l’Action

Le cours de l’action Casino (l’« **Action** ») a enregistré une baisse significative.

Évolution du cours de l’Action depuis le 25 octobre 2018



Source : Bloomberg

2.3.2. Baisse de la cotation des dettes du Groupe

Compte tenu du risque de défaut du Groupe, la notation des instruments de dettes cotés émis par le Groupe a été fortement dégradée par les agences de notation⁵⁹ ; la dette long terme de Casino est ainsi actuellement qualifiée :

- **RD**⁶⁰ par Fitch Ratings ;

⁵⁸ Postérieurement au Spin-Off.

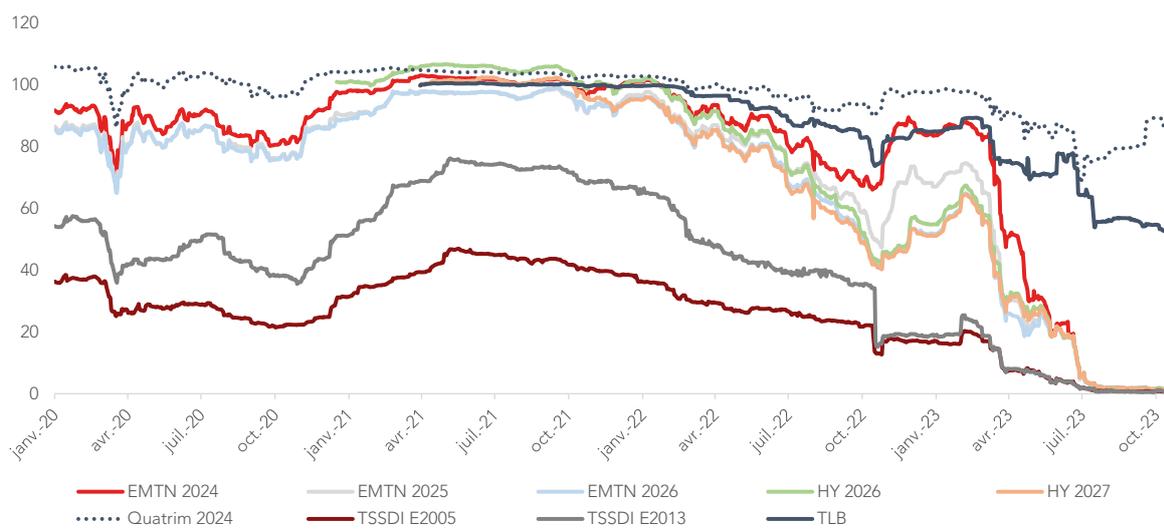
⁵⁹ Fitch Ratings, Moody's, Scope Ratings et Standard & Poor's.

⁶⁰ Pour *Restricted Default*. Source : www.fitchratings.com

- > LD⁶¹ par Moody's Investors Service⁶² ;
- > D⁶³ par Standard & Poor's⁶⁴ ;
- > C/Negative par Scope Ratings⁶⁵.

Le cours des instruments de dettes cotés de Casino (§ 2.2.6) a baissé sur les trois dernières années. Les obligations émises par sa filiale immobilière Quatrim ont également été affectées, mais dans une moindre mesure.

Cotation de la dette Casino et Quatrim depuis 2020



Source : Bloomberg

En raison d'une cotation de sa dette inférieure à son nominal, le Groupe a poursuivi sa politique de rachats de ses obligations sur les marchés financiers ou par le biais d'offres publiques.

Ces rachats et remboursements ont notamment porté, entre le 1^{er} janvier 2022 et le 30 juin 2023, sur un nominal de **0,8 Md€**⁶⁶.

Casino - Remboursements et rachats d'obligations

M€	2022	S1 2023	Total
EMTN 2022	314	-	314
EMTN 2023	184	36	220
EMTN 2024	29	20	49
Quatrim 2024	147	100	246
EMTN 2026	-	11	11
Total	673	166	839

⁶¹ Pour *Limited Default*. Source : www.moodys.com

⁶² Moody's Investors Service ne suit plus les instruments de dettes du Groupe depuis le 30 octobre 2023.

⁶³ Pour *Default*. Source : <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

⁶⁴ Standard & Poor's ne suit plus les instruments de dettes du Groupe depuis le 31 juillet 2023.

⁶⁵ <https://www.scooperatings.com/>

⁶⁶ Aucun autre rachat d'obligations n'a été réalisé depuis le 30 juin 2023.

2.4. Plan de redressement du Groupe

Pour retrouver une structure financière pérenne et améliorer sa profitabilité opérationnelle, le Groupe s'appuie sur un plan de redressement qui combine la recherche d'un accord de principe avec ses différents créanciers pour la restructuration de son endettement et la mise en œuvre d'un plan stratégique communiqué au marché le 26 juin 2023 (le « **Plan Stratégique** »)⁶⁷.

2.4.1. Modalités de l'Accord de Principe

2.4.1.1. Dispositions attendues par le Groupe

Pour assurer sa pérennité, le Groupe souhaitait, conformément au communiqué de presse du 28 juin 2023⁶⁸, obtenir un accord de principe qui lui permette de :

- disposer d'un apport en fonds propres de **0,9 Md€**, nécessaire à la mise en œuvre du Plan Stratégique ;
- restructurer sa Dette Financière Nette afin de la rendre compatible avec la génération de trésorerie prévue dans le Plan d'Affaires, en convertissant en capital :
 - l'intégralité de la Dette Non Sécurisée d'une valeur nominale de **3,6 Md€** (§ 2.2.7) ;
 - entre **1 Md€** et **1,5 Md€** de la Dette Sécurisée hors Quatrim de **3,4 Md€**⁶⁹ ;
- rééchelonner les échéances des obligations émises par Quatrim, d'un montant de **0,6 Md€** (§ 2.2.2.1), leur remboursement devant s'opérer par la cession des actifs immobiliers donnés en garantie.

2.4.1.2. Dispositions définitives de l'Accord de Principe

Dans ce contexte, le Groupe a reçu :

- le 4 juillet 2023, une proposition de EP Global Commerce a.s. et Fimalac, ainsi qu'une proposition de 3F Holding ;
- le 15 juillet 2023, une offre révisée de la part du Consortium, 3F Holding ayant renoncé à revoir son offre.

Le Conseil d'Administration a décidé de retenir l'offre du Consortium et de poursuivre les négociations avec lui et les créanciers du Groupe.

Le 27 juillet 2023, le Groupe a conclu l'Accord de Principe en vue du renforcement de ses fonds propres et de la restructuration de son endettement financier.

⁶⁷ [Plan stratégique et current trading](#), juin 2023.

⁶⁸ Casino, communiqué de presse du [28 juin 2023](#) « Propositions du groupe Casino aux parties prenantes de la conciliation ».

⁶⁹ Dette Sécurisée de **4,0 Md€** (§ 2.2.7) minorée des obligations Quatrim de **0,6 Md€** (§ 2.2.7).

Cet accord énonce les principaux termes de la Restructuration, qui ont été acceptés par les groupes bancaires français⁷⁰ finançant le Groupe, parmi lesquels :

- l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée au mois d'octobre 2023 et la réalisation effective de toutes les étapes de la Restructuration au cours du 1^{er} trimestre 2024 ;
- une dilution massive des actionnaires de Casino entraînant la perte de contrôle de Rallye à l'issue de la Restructuration.

L'Accord de Principe prévoit une réduction de l'endettement net du Groupe de **6,1 Md€**, en ce compris les TSSDI, via :

- un apport en fonds propres de **1,2 Md€**, dont :
 - **0,9 Md€** via une augmentation de capital réservée au Consortium (l'« **AKA du Consortium** ») ;
 - **0,3 Md€** via une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (« **DPS** ») ouverte par ordre de priorité aux créanciers sécurisés (RCF et TLB), aux créanciers non sécurisés, aux porteurs de TSSDI, et enfin, le cas échéant, aux actionnaires existants, et ce à un prix d'émission incluant une prime de 6% par rapport au prix de l'AKA du Consortium (l'« **AKA des Créanciers** ») ;
- une conversion en fonds propres de **4,9 Md€**⁷¹ de dettes, soit :
 - l'intégralité de la Dette Non Sécurisée de **3,6 Md€** (§ 2.2.7), déduction faite des titres rachetés par la Société sur le 1^{er} semestre 2023 mais qui n'étaient pas encore annulés au 30 juin 2023 ;

Dette Non Sécurisée convertie - Nominal			juin-23
M€	juin-23	Annul.	Closing
EMTN 2024	509	-	509
EMTN 2025	357	-	357
EMTN 2026	450	(35)	415
High yield 2026	400	(29)	371
High yield 2027	525	(9)	516
Obligations - Casino	2 241	(73)	2 168
TSSDI - Casino	1 350	-	1 350
NEU CP	5	-	5
Total	3 596	(73)	3 523

- une partie⁷² de la Dette Sécurisée hors Quatrim (§ 2.2.7), à hauteur de **1,3 Md€**⁷³, avec, pour tout créancier sécurisé, une conversion de sa dette (i) au prix de l'AKA des Créanciers, si celui-ci y participe, ou (ii) au prix de l'AKA des Créanciers, assorti d'une décote de 20%, si celui-ci n'y participe pas.

⁷⁰ Détenant, ensemble avec certains des créanciers, plus des deux tiers du RCF.

⁷¹ Y compris principal et intérêts différés et intérêts courus jusqu'au *closing*.

⁷² La Dette Sécurisée non convertie sera réinstallée.

⁷³ Soit la partie du TLB et du RCF détenue par des prêteurs qui ne sont pas des fournisseurs de financements opérationnels.

Pour la dette résiduelle, l'Accord de Principe prévoit :

- une réinstallation et un rééchelonnement de la Dette Sécurisée non convertie de **2,7 Md€**⁷⁴, soit :
 - **0,7 Md€** de RCF réinstallé au niveau de Monoprix avec une maturité 4 ans ;
 - **0,6 Md€** d'obligations Quatrim sur 4 ans ;
 - **1,4 Md€** de Term Loan de maturité 3 ans ;
- le remboursement des obligations émises par Monoprix Exploitation de **0,1 Md€** (§ 2.2.2.1) à la date du *closing* ;
- le maintien des autres lignes confirmées pour une durée de deux ans, prolongée éventuellement d'une année.

À l'issue de la Restructuration :

- le Consortium et les créanciers ayant garanti l'AKA des Créanciers se verront octroyer chacun 50% de bons de souscription d'actions (« **BSA** ») donnant accès à près de **6,3%** du capital dilué de Casino à la date de la Restructuration, sous la forme de *penny BSA* (les « **Penny BSA**⁷⁵ ») et de *backstop BSA* (les « **Backstop BSA** ») ;
- le Consortium détiendra **53,7%** du capital de Casino (avant effet dilutif des BSA).

2.4.2. Modalités du Plan Stratégique

Le Groupe prévoyait dans le Plan Stratégique :

- la poursuite du Plan de Cession, avec :
 - la cession à ITM d'un ensemble de 133 points de vente issus du périmètre Casino France (HM, SM et Proximité) représentant **1,1 Md€**⁷⁶ de chiffre d'affaires hors taxes⁷⁷ sur l'exercice 2022, dont :
 - un premier périmètre de 61 magasins (les « **Magasins A1** »)⁷⁸ qui a été cédé le 30 septembre 2023 (§ 4.6.1) ;
 - un second périmètre de 72 magasins (les « **Magasins A2** »)⁷⁹ qui devrait être cédé dans un délai de 3 ans, selon un calendrier à définir par le Groupe ;
 - la conclusion d'une promesse croisée d'achat/vente, exerçable sur une période de trois ans, au titre de laquelle ITM s'engage à acquérir auprès du Groupe, si celui-ci en fait la demande, 62 magasins (les « **Magasins B** ») ayant réalisé **0,5 Md€** de chiffre d'affaires hors taxes⁸⁰ sur l'exercice 2022 ;
 - la cession de sa participation dans ses enseignes sud-américaines GPA et Éxito⁸¹ ;
 - la cession de sa participation résiduelle dans Green Yellow (§ 4.2.8) à horizon 2024 ;

⁷⁴ Dette Sécurisée de **4,0 Md€** (§ 2.2.7) minorée de la part convertie de **1,3 Md€** (§ 2.4.1.2).

⁷⁵ Prix d'exercice considéré comme non significatif.

⁷⁶ Casino, communiqué de presse du [26 mai 2023](#) « Le Groupement Les Mousquetaires et le groupe Casino signent un protocole pour étendre le champ de leurs partenariats et optimiser leurs réseaux respectifs ».

⁷⁷ Hors ventes de carburants.

⁷⁸ Représentant un chiffre d'affaires de **0,6 Md€** hors taxes.

⁷⁹ Représentant un chiffre d'affaires de **0,5 Md€** hors taxes.

⁸⁰ Hors ventes de carburants.

⁸¹ Dans un communiqué de presse du [16 octobre 2023](#), le Groupe a annoncé la signature d'un accord préalable avec Grupo Calleja, le 13 octobre 2023, pour la vente de la totalité de la participation du Groupe dans Éxito.

- la cession d'actifs immobiliers ;
- › la réalisation d'un plan d'économies de coûts annuels de **0,4 Md€** ;
- › une réduction de l'exposition du Groupe aux enseignes de grands formats en les transformant en enseignes de taille plus restreinte.

2.4.3. Modalités de l'Accord de Lock-Up

Dans la continuité de l'Accord de Principe, le Groupe a poursuivi les discussions sur la Restructuration avec l'ensemble des parties prenantes, et a conclu, le 5 octobre 2023, l'Accord de Lock-Up, confirmant les modalités de l'Accord de Principe (§ 2.4.1.2) soit :

- › une réduction de l'endettement net du Groupe de **6,1 Md€** via :
 - un apport de fonds propres de **1,2 Md€**, dont **0,9 Md€**⁸² seront souscrits par le Consortium, et **0,3 Md€**⁸³ seront garantis par un groupe de créanciers (le « **Backstop Group** ») ;
 - une conversion en fonds propres de **4,9 Md€** de dette, incluant les TSSDI ;
- › la prise de contrôle du Groupe par le Consortium, avec la détention à l'issue de la Restructuration de **53,7%** du capital de Casino, avant exercice des BSA.

2.4.4. Mise en œuvre de l'Accord de Lock-Up

Le Groupe a annoncé qu'au 25 octobre 2023, date butoir pour s'engager à souscrire à l'AKA des Créanciers, des engagements de **0,2 Md€**⁸⁴ ont été reçus.

Conformément à l'Accord de Lock-Up, le Backstop Group a décidé de mettre en œuvre immédiatement la garantie pour le montant de **0,1 Md€**⁸⁵ non souscrit.

⁸² 925 M€.

⁸³ 275 M€.

⁸⁴ 195 M€.

⁸⁵ AKA des Créanciers de 275 M€ minorée des engagements de souscription de 195 M€, soit **80 M€**.

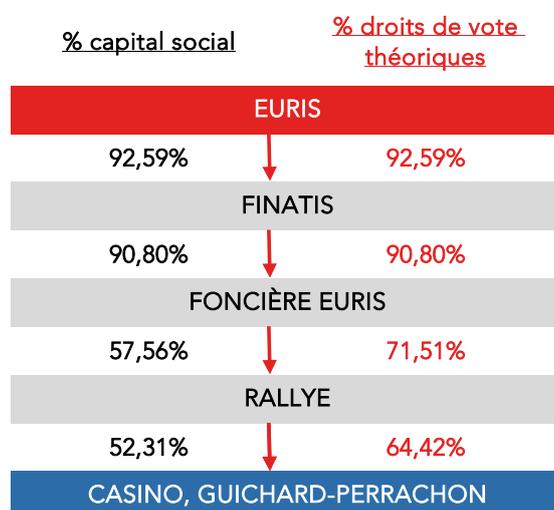
3. Présentation du Groupe et de son environnement

3.1. Actionnariat de la Société

Casino est une société anonyme au capital de 165.892.132 €, divisé en 108.426.230 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1,53 €. Les actions de Casino sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris⁸⁶.

Au 28 février 2023 :

- Rallye détient 52,31%⁸⁷ du capital et 64,42% des droits de vote, comprenant les 11,74% du capital de Casino placés en fiducies-sûretés (8,14% en droits de vote théoriques)⁸⁸ ;
- la structure capitalistique du Groupe⁸⁹ pris dans son ensemble peut se résumer comme suit :



3.2. Activités du Groupe

Acteur historique du commerce de détail, le Groupe bénéficie d'une expérience de plus d'un siècle dans le secteur de la grande distribution à dominance alimentaire.

Il détient un parc immobilier commercial conséquent et a diversifié progressivement ses activités à l'international et dans le e-commerce.

Après s'être définitivement désengagé du continent asiatique en 2016 avec la cession de ses filiales au Vietnam et en Thaïlande, les marchés de la grande distribution, à dominance alimentaire, concentrent l'essentiel des activités du Groupe en France et en Amérique latine.

⁸⁶ Code ISIN FR0000125585 ; mnémonique : CO.

⁸⁷ À la date la plus récente, Rallye ne détient plus que 41,9% du capital de Casino.

⁸⁸ Source : DEU Casino 2022, p. 495.

⁸⁹ La société Euris est contrôlée par la société Euris Holding, laquelle est contrôlée par M. Jean-Charles Naouri.

Compte tenu de l'organisation interne de ses activités et du suivi de leur performance par la Direction, le Groupe fonde la communication de son information sectorielle, requise par IFRS 8 « Secteurs opérationnels », sur les secteurs de reporting (les « **Segments Opérationnels** ») suivants :

- « **France Retail** » regroupe les activités de distribution en France, soit :
 - **DCF** qui couvre principalement l'activité historique de distribution des enseignes Casino, en hypermarchés, supermarchés et magasins de proximité (l'« **Activité DCF** ») ;
 - **Monoprix** qui fait référence à l'exploitation des enseignes du groupe Monoprix ;
 - **Franprix** qui intègre les activités des enseignes Franprix ;
 - la section « **Autres** » incluant notamment l'activité immobilière du Groupe (hors Monoprix), de la centrale d'achats et d'autres activités plus marginales (Intexa, RelevanC...);
- « **Latam⁹⁰ Retail** » qui regroupe la distribution alimentaire des enseignes de GPA au Brésil, à la suite de la cession par le Groupe de :
 - sa participation résiduelle dans Assaí en juin 2023 (§ 2.1.2) ;
 - sa participation dans Éxito avec la signature d'un accord préalable sur le 4^{ème} trimestre 2023 (§ 4.6.1) ;
- « **E-commerce** » qui correspond aux activités de Cnova et de ses filiales Cdiscount et Cnova France.

Sur l'exercice 2022, les activités du Groupe, hors Assaí, ont généré **23,6 Md€** de chiffre d'affaires (« **CA** ») et **1,8 Md€** d'EBITDA, après application de l'IFRS 16 « Contrats de location » (« **EBITDAR⁹¹** »).

Réalisations au 31 décembre 2022			
M€	CA	EBITDAR	%EBITDAR
France Retail	14 205	1 268	8,9%
Latam Retail - hors Assaí	7 768	497	6,4%
E-commerce	1 620	54	3,3%
Groupe - hors Assaí	23 593	1 819	7,7%
Latam Retail - Assaí	10 016	689	6,9%
Total	33 609	2 508	7,5%

⁹⁰ Latin America.

⁹¹ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortisation and Rents.

3.2.1. France Retail

Avec plus de 9.000⁹² magasins, dont plus des trois-quarts exploités en franchise, le Groupe fait partie des principaux acteurs du secteur de la grande distribution en France où il déploie un modèle multiformat, multienseigne et multicanal, ayant généré 14,2 Md€ de CA et 1,3 Md€ d'EBITDAR en 2022

France Retail - 31 décembre 2022		Performances IFRS 16			Magasins		
Activités	Principales enseignes	CA (M€)	EBITDAR (M€)	% EBITDAR	Nombre	% affiliés / franchisés	
Activité DCF	Hypermarchés	 	2 927	49	1,7%	77	
	Supermarchés		2 920	157	5,4%	474	
	Proximité	    	1 420	108	7,6%	6 313	
	Activités annexes	  	662	82	12,4%	287	
	Monoprix	  	4 394	478	10,9%	858	
	Franprix	 	1 476	173	11,7%	1 098	
	Autres	 	405	221	54,6%	n.a.	n.a.
Total		14 205	1 268	8,9%	9 107	76%	

Proximité/Franprix


Source : Société

En France, l'activité du Groupe se caractérise par :

- une exposition réduite aux grands formats d'hypermarchés et de supermarchés, comparativement aux autres leaders du secteur (Leclerc, Auchan et Carrefour), et limitée à des régions stratégiques ; l'offre de produits frais et régionaux a été renforcée pour répondre aux nouvelles attentes des consommateurs ;
- un réseau important de magasins de proximité, exploités à plus de 85% en franchise, dont le groupe Franprix qui occupe une présence centrale à Paris et dans les zones urbaines ;

⁹² 9.107 au 31 décembre 2022 et 9.140 au 30 septembre 2023 (après retraitement des points de vente cédés à ITM).

- > un positionnement premium avec le groupe Monoprix, enseigne de référence disposant d'une image haut de gamme s'appuyant sur un portefeuille de marques propres, et d'une reconnaissance dans les domaines de la maison et du textile ainsi que dans la vente de produits bios avec Naturalia ;
- > une position centrale dans la grande distribution en Corse via sa filiale **Codim 2** ;
- > une proposition de services logistiques à destination de clients externes via sa filiale **Retail Extended Logistics** ;
- > un accent mis sur le e-commerce de produits de grande consommation, avec le déploiement d'une offre de services cross-canal intégrant des prestations de *drive* et de livraison à domicile, ainsi que des solutions de *quick-commerce* novatrices via ses partenariats avec Amazon et Getir ;
- > la mise en œuvre de partenariats industriels structurants dans l'achat avec ITM, et dans la logistique avec Ocado ;
- > une diversification de ses activités avec le développement de nouveaux métiers autour des données, notamment via sa filiale **RelevanC** qui propose aux marques et aux distributeurs des solutions de recrutement et de fidélisation des clients, fondées sur le ciblage et la mesure de performance.

Comme de nombreux acteurs du secteur, le Groupe a adopté une gestion centralisée :

- > des **services logistiques** : la filiale **Easydis** couvre toute la chaîne logistique de la plupart des enseignes françaises du Groupe, soit l'entreposage des marchandises, la préparation de commandes et la livraison en magasins ;
- > des **achats de marchandises** : la filiale Achats Marchandises Casino (« **AMC** ») est la centrale d'achat du Groupe ;
- > de **son immobilier** : profitant des synergies existantes entre distribution et activité immobilière, le Groupe s'est constitué au fil du temps un patrimoine commercial⁹³ conséquent détenu :
 - pour les magasins du Groupe hors Monoprix, par :
 - la holding immobilière Quatrim et ses filiales, dont principalement **IGC**, propriétaire de la majeure partie de l'immobilier commercial qu'elle donne en location aux sociétés opérationnelles du Groupe ;
 - la holding **CPF** qui détient dans son portefeuille de participations des sociétés immobilières propriétaires de biens commerciaux, donnés en location aux sociétés opérationnelles du Groupe ;
 - pour les magasins Monoprix, par les filiales du sous-groupe Monoprix ; ces biens sont ensuite donnés en location à la société opérationnelle Monoprix Exploitation (« **Monoprix Exploitation** »).

⁹³ Magasins, galeries commerciales, entrepôts, parkings et stations-services.

Dans sa stratégie, le Groupe :

- > a adopté depuis plusieurs années un modèle de développement *asset light* afin de renforcer sa flexibilité opérationnelle avec, d'une part, une réduction de son parc immobilier *via* des opérations de *sale & leaseback* des murs de ses magasins et, d'autre part, le développement de son réseau de magasins en franchise ;
- > prévoit de se repositionner sur des formats de magasins et des zones géographiques offrant des perspectives de croissance et de marge plus élevées avec la volonté :
 - d'asseoir sa position dominante dans la distribution de proximité, avec l'ouverture de nouveaux magasins franchisés ;
 - de concentrer ses magasins dans les régions les plus densément peuplées disposant d'un pouvoir d'achat supérieur à la moyenne nationale.

3.2.2. Latam Retail

En 2022, le Groupe a été un acteur important de la grande distribution en Amérique latine *via* ses filiales locales qui ont généré, hors Assaí, **7,8 Md€** de CA et **0,5 Md€** d'EBITDAR.

Latam Retail - 31 décembre 2022		Performances IFRS 16			Magasins
Activités	Principales enseignes	CA (M€)	EBITDAR (M€)	% EBITDAR	Nombre
GPA		3 344	135	4,0%	732
Grupo Éxito		4 424	362	8,2%	2 284
Total hors Assaí		7 768	497	6,4%	3 016
Assaí		10 016	689	6,9%	266
Total yc Assaí		17 784	1 186	6,7%	3 282

Source : Société

Au 30 juin 2023, le Groupe était encore présent :

- > au Brésil, par l'intermédiaire de **GPA** opérant un ensemble de supermarchés urbains haut de gamme, bénéficiant d'une localisation centrale ;
- > en Colombie, avec **Éxito**, numéro un local de la distribution de produits alimentaires et non alimentaires disposant d'un important réseau d'hypermarchés, de supermarchés et de magasins de proximité ;
- > en Argentine, avec **Libertad** (réseau d'hypermarchés) et en Uruguay avec **Devoto** (points de vente de proximité), **Disco** (réseau de supermarchés et hypermarchés) et **Géant** (réseau d'hypermarchés), ces enseignes étant détenues par Éxito.

Après la cession de sa participation dans Éxito, le Groupe ne détiendra plus qu'une participation dans GPA, qu'il prévoit également de céder (§ 2.4.2).

3.2.3. E-commerce

Dans un contexte d'essor de la vente en ligne de biens de consommation courante, le Groupe est entré au capital de Cdiscount en 2000 jusqu'à en détenir progressivement la quasi-intégralité via sa filiale Cnova (« **Cnova** »).

L'activité E-commerce a contribué, aux bornes du Groupe en 2022, à **1,6 Md€** de CA et moins de **0,1 Md€** d'EBITDAR.

E-commerce - 31 décembre 2022		Performances IFRS 16		
Activités	Principales enseignes	CA (M€)	EBITDAR (M€)	% EBITDAR
Cdiscount		1 620	54	3,3%

Source : Société

Cdiscount, acteur majeur du e-commerce en France, juste derrière Amazon, se positionne sur deux activités :

- la vente en ligne *BtoC* de produits d'équipement et d'autres biens de consommation multimarques, activité historique du cybermarchand qui souffre ces dernières années de la concurrence renforcée des grandes enseignes et des sites mono-marques ;
- un service de *marketplace* proposant la mise en relation de vendeurs professionnels avec sa communauté de cyberacheteurs, marché qui connaît une croissance soutenue et sur lequel le Groupe souhaite se renforcer.

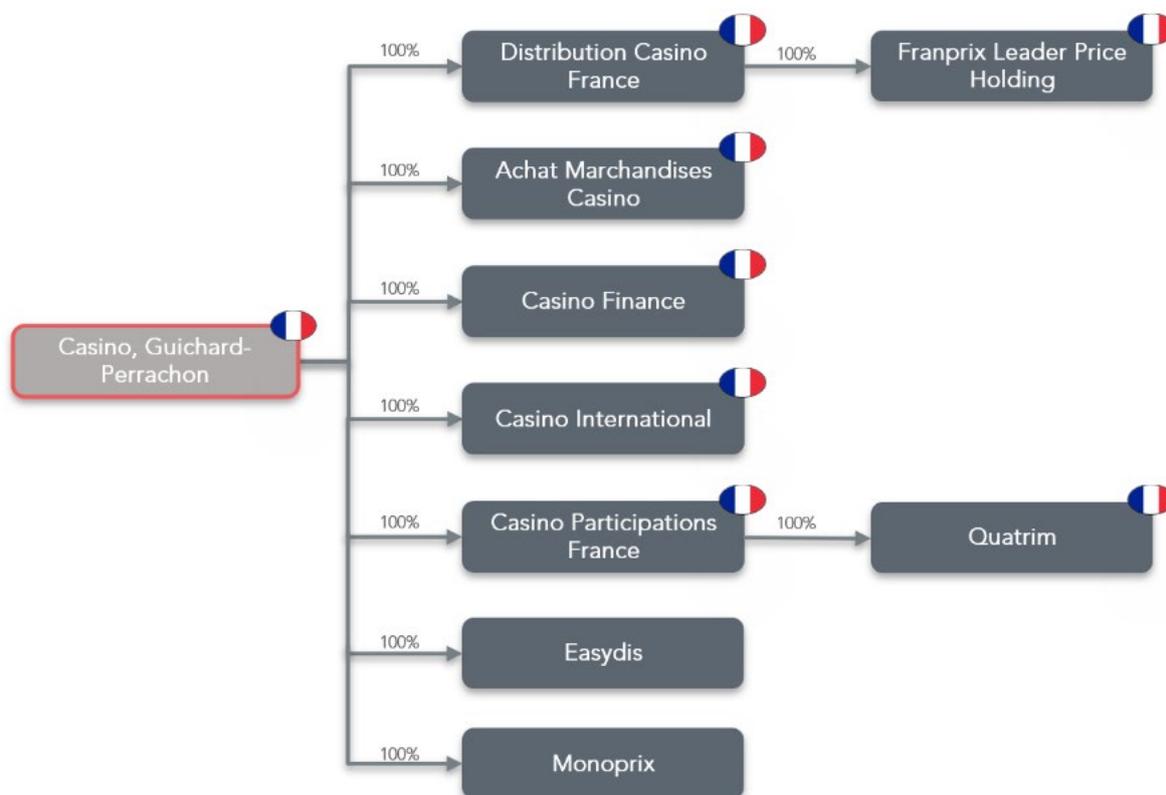
En parallèle, Cdiscount :

- a lancé en 2021 **Octopia**, sa nouvelle filiale *BtoB* spécialisée dans la conception de *marketplaces* pour le compte de tiers, qui réalise actuellement plus de la moitié de son CA à l'international ;
- avec sa filiale **C-Logistics**, propose des services de logistique aux distributeurs physiques et aux e-commerçants.

3.3. Structure opérationnelle du Groupe

3.3.1. Organigramme simplifié

Au 30 juin 2023, l'organigramme simplifié du Groupe⁹⁴ est le suivant :



3.3.2. Filiales cotées

À la suite de la finalisation de la cession de sa participation résiduelle dans Sendas Distribuidora SA (« **Sendas** » ou « **Assaí** »)⁹⁵, annoncée le 22 juin 2023⁹⁶, le Groupe disposait au 30 juin 2023 de quatre filiales cotées (les « **Filiales Cotées** ») :

- › **Intexa** en France, société spécialisée dans l'exploitation de centrales photovoltaïques mais dont l'activité est marginale ;
- › **Cnova** aux Pays-Bas⁹⁷ ;
- › **Companhia Brasileira de Distribuição** (« **CBD** ») au Brésil⁹⁸ ou GPA ;
- › **Éxito**⁹⁹ en Colombie¹⁰⁰.

⁹⁴ Version détaillée en **Annexe 7**.

⁹⁵ Cotée au Brésil, depuis le 1^{er} mars 2021 à la bourse de São Paulo sur le Novo Mercado, et au NYSE (États-Unis) à travers un programme d'American Depositary Receipt (« **ADR** ») de niveau 3.

⁹⁶ Casino, communiqué de presse du [23 juin 2023](#) « Prix de cession du solde de la participation de Casino dans Assaí ».

⁹⁷ Cotée sur Euronext Paris depuis le 23 janvier 2015.

⁹⁸ Cotée depuis le 2 mars 2020 à la bourse de São Paulo sur le Novo Mercado et au NYSE (États-Unis) à travers un programme d'ADR de niveau 3.

3.3.3. Détention de GPA et Éxito

Afin de faciliter la monétisation des actifs détenus par le Groupe en Amérique latine, un projet de *spin-off* d'Éxito a été approuvé par l'assemblée générale de GPA le 14 février 2023. Celui-ci a été finalisé en octobre 2023 avec la distribution d'environ 83% du capital d'Éxito aux actionnaires de GPA¹⁰¹ (le « Spin-Off »).

Depuis le Spin-Off, les liens de détention entre Casino, GPA et Éxito sont les suivants.

Casino dans GPA - post Spin-Off

Détention		Palier 1	Palier 2	Palier 3	Chaine de détention
Indirecte	36,88%	100%	36,88%		Ségisor
Par Ségisor	36,88%	100%	36,88%		
Indirecte	3,80%	100%	3,80%		Tévir puis GIBV
Indirecte	0,22%	100%	0,22%		Tévir puis Helicco
Par Tévir	4,02%	100%	4,02%		
Total	40,90%				

GPA dans Éxito - post Spin-Off

Détention	
Directe	13,31%
Total	13,31%

Casino dans Éxito - post Spin-Off

Détention		Palier 1	Palier 2	Palier 3	Chaine de détention
Indirecte	30,70%	100%	30,70%		Ségisor
Par Ségisor	30,70%	100%	30,70%		
Indirecte	3,17%	100%	3,17%		Tévir puis GIBV
Indirecte	0,18%	100%	0,18%		Tévir puis Helicco
Par Tévir	3,35%	100%	3,35%		
Indirecte	4,91%	100%	36,88%	13,31%	Ségisor puis GPA
Indirecte	0,51%	100%	3,80%	13,31%	Tévir puis GIBV puis GPA
Indirecte	0,03%	100%	0,22%	13,31%	Tévir puis Helicco puis GPA
Par GPA	5,44%	100%	40,90%	13,31%	
Total	39,49%				

L'accord conclu avec Grupo Calleja prévoit la vente de la totalité de la participation du Groupe dans Éxito (§ 4.6.1).

3.4. Caractéristiques sectorielles¹⁰²

Le Groupe intervient aujourd'hui sur une grande partie des formats de la grande distribution en France et en Amérique latine. Il occupe une position de premier plan dans le commerce électronique.

⁹⁹ Cession en cours (§ 2.4.2).

¹⁰⁰ Cotée depuis le 12 novembre 2004 à la Bolsa de Valores de Colombia.

¹⁰¹ Sous la forme de BDR (Brazilian Depository Receipts) et d'ADR (American Depository Receipts).

¹⁰² Source : documentation sectorielle recensée en **Annexe 3**.

3.4.1. Marché de la grande distribution alimentaire

Le secteur de la distribution alimentaire rassemble l'ensemble des commerces non spécialisés à dominance alimentaire proposant une offre de produits de grande consommation (« PGC ») via différents canaux (ventes physiques et e-commerce)¹⁰³ et types de magasins (hypermarchés¹⁰⁴, supermarchés¹⁰⁵, magasins *discount* ou magasins de proximité¹⁰⁶).

Le secteur de la grande distribution alimentaire est principalement tiré par :

- **la situation économique et financière des ménages** : toute évolution du pouvoir d'achat des consommateurs impacte directement leurs comportements d'achat¹⁰⁷ ;
- **la croissance démographique et les tendances sociétales** : la diminution de la taille des ménages, le vieillissement de la population, la recherche de gain de temps et l'évolution des comportements alimentaires¹⁰⁸ impactent directement le degré de fréquentation des enseignes alimentaires et le choix du format de magasin ;
- **le prix des PGC** : l'activité des grandes surfaces alimentaires dépend directement de leur capacité à proposer des tarifs attractifs en s'appuyant sur le pouvoir de négociation des centrales d'achats ;
- **le maillage territorial** : une implantation locale conséquente, renforcée par la présence de *drives*, améliore la visibilité d'une enseigne et dynamise sa fréquentation.

3.4.1.1. Le marché de la grande distribution en France

En France, le marché de la distribution de produits alimentaires se caractérise notamment par :

- une part prépondérante des ventes réalisées en grandes surfaces alimentaires (« GSA »¹⁰⁹). La contribution des GSA est néanmoins en baisse constante depuis plusieurs années ; les consommateurs sensibles à la qualité et l'origine des produits et aux gains de temps se sont réorientés progressivement vers les commerces de proximité, les circuits courts et la vente à distance ;
- une concentration des acteurs, signe d'un marché oligopolistique dominé par un nombre limité de leaders (Carrefour, Auchan, E. Leclerc Casino, Les Mousquetaires et Système U) qui se partagent l'essentiel du marché¹¹⁰ ;
- une part significative du marché occupé par des groupements d'indépendants (E. Leclerc, Les Mousquetaires et Système U) ;
- une concurrence intra-sectorielle axée sur les prix, avec la montée en puissance des enseignes *discount* qui pèse sur les marges des leaders du secteur ;

¹⁰³ Cf. **Annexe 4**.

¹⁰⁴ Points de vente d'une surface supérieure à 2.500 m².

¹⁰⁵ Points de vente dont la surface est comprise entre 400 et 2 500 m².

¹⁰⁶ Points de vente d'une surface inférieure à 400 m².

¹⁰⁷ En période de tension budgétaire, les consommateurs ont tendance à se reporter sur les articles les moins onéreux et à descendre en gamme ; en cas de desserrement des contraintes budgétaires, ils peuvent privilégier des produits plus chers, de meilleure qualité, et se tourner notamment vers les produits bio.

¹⁰⁸ Arbitrage entre repas pris à domicile et repas pris hors foyer.

¹⁰⁹ L'activité des GSA porte sur la distribution de produits alimentaires et non alimentaires, à savoir la vente au détail de PGC et de produits frais en libre-service (épicerie, crèmerie, frais, liquides, entretien, hygiène, etc.).

¹¹⁰ Cf. **Annexe 5**.

- un arbitrage de consommation favorable aux enseignes *discount* et aux produits de marque de distributeur (« MDD »), au détriment des produits haut de gamme ou bio¹¹¹, surtout en période d'inflation ;
- la multiplication des offres promotionnelles et des formules d'abonnement proposées par les grandes enseignes afin d'afficher des prix attractifs et de stimuler le trafic dans leurs points de vente ;
- la préoccupation des consommateurs à l'égard de la qualité, de la traçabilité et de l'empreinte carbone de leur alimentation, qui se traduit par une augmentation de la consommation de produits frais ou labélisés, et des achats en vrac dont la proportion dans les rayons des GSA a été réglementée par la loi Climat et Résilience¹¹² ;
- une accélération des ventes en ligne de PGC conduisant à la baisse des ventes physiques de produits d'équipement de la maison par les grandes surfaces, déjà largement pénalisées par la concurrence des *pure players* du e-commerce¹¹³ ;
- un renforcement des alliances entre les leaders sur les achats face au renforcement de la protection des fournisseurs¹¹⁴.

Dans un contexte concurrentiel, les enseignes de grande distribution ont dû diversifier et adapter leur offre aux nouveaux modes de consommation, avec la multiplication des formats de magasins, le développement de nouvelles gammes de produits¹¹⁵ et le renforcement des services.

3.4.1.2. Le marché de la grande distribution en Amérique latine

Le marché de la grande distribution en Amérique latine se différencie du marché français par :

- une plus grande fragmentation du marché entre différents acteurs ;
- une moindre maturité des réseaux d'approvisionnement, défavorable au modèle d'affaires des GSA, et qui profite encore aux réseaux de commerces traditionnels et de proximité, dont la proportion reste plus élevée qu'en France¹¹⁶ ;
- une réglementation moins stricte, autorisant par exemple les grandes surfaces à vendre des médicaments sans ordonnance.

Il se caractérise également par une intensification de la concurrence sur les prix¹¹⁷ dans un contexte inflationniste et de dévaluation des principales monnaies sud-américaines par rapport au dollar.

¹¹¹ Le marché des produits alimentaires bio, qui a connu une croissance soutenue lors de la dernière décennie, fait face à un retournement des tendances de consommation dans un contexte de baisse du pouvoir d'achat des ménages.

¹¹² La loi Climat et Résilience fixe l'objectif, d'ici 2030, de 20% de surface dédiée à la vente de produits sans emballage, et notamment au vrac.

¹¹³ Tels qu'Amazon et Alibaba.

¹¹⁴ Lois EGalim 1, 2 et 3 votées entre 2019 et 2023.

¹¹⁵ Produits locaux, biologiques, ou responsables.

¹¹⁶ Néanmoins, la tendance est à la concentration progressive du secteur sous l'effet d'investissements de grands groupes internationaux tels que Carrefour, Walmart ou encore Casino.

¹¹⁷ En atteste notamment l'excellente dynamique des magasins de *cash & carry* au Brésil, principal marché du continent.

3.4.2. E-commerce grand public

3.4.2.1. La typologie des acteurs et leur modèle d'affaires

Le e-commerce grand public regroupe deux grands profils d'acteurs :

- › les *pure players*, acteurs spécialisés dans le commerce en ligne ; pour déployer leur activité, ces cybermarchands développent généralement :
 - des sites internet multimarques privilégiant la vente directe en *BtoC* ; ils se rémunèrent alors sur chaque vente bipartite de la même manière qu'un commerçant physique, et sont payés au comptant ; ou
 - des *marketplaces* dont le modèle économique tripartite repose sur la mise en relation d'un ensemble de vendeurs indépendants avec une communauté d'acheteurs numériques et la perception d'une commission sur chaque transaction ;
- › les *click & mortar* qui sont des enseignes de vente traditionnelles disposant d'un site *web* marchand leur permettant d'être présentes sur les deux canaux ; il s'agit le plus souvent d'une simple déclinaison numérique du commerce physique *via* la création d'un site mono-marque¹¹⁸ voire multi-marque¹¹⁹.

3.4.2.2. Une dynamique forte à l'échelle mondiale

Marqué par une évolution technologique permanente, le marché mondial du e-commerce grand public a été en croissance au cours des dernières années¹²⁰, avec :

- › la progression de l'accès à internet¹²¹ et la démocratisation de son usage dans les principales économies mondiales ;
- › l'émergence des smartphones, devenus le premier support de la vente en ligne, et le renforcement des réseaux mobiles lié à l'essor de la 4G et de la 5G ;
- › l'élargissement de l'offre permis par le développement des *marketplaces* et la multiplication des initiatives des *majors* de la grande distribution alimentaire pour renforcer leurs ventes en ligne de PGC ;
- › les diverses mesures mises en place pour tenter d'enrayer la pandémie de Covid 19, entraînant un report massif de la consommation vers la vente en ligne et une modification des habitudes de consommation.

Après un léger ralentissement en 2022, conséquence directe de la réouverture des canaux de vente physique après la fin de la crise sanitaire, la croissance du secteur devrait rester soutenue jusqu'en 2026, avec une croissance annuelle moyenne anticipée de l'ordre de 10%¹²².

¹¹⁸ Cas des vendeurs en marque propre.

¹¹⁹ Cas des *e-shops* mis en place par les enseignes de la grande distribution notamment.

¹²⁰ Cf. **Annexe 6**.

¹²¹ À la fois en termes d'extension géographique mais aussi en termes de renforcement du maillage des réseaux existants, avec l'essor des technologies de la 4G et de la 5G. Près de deux tiers de la population mondiale a aujourd'hui accès à internet, selon les données de l'International Telecommunication Union.

¹²² Source : eMarketer « Worldwide Ecommerce Forecast Update 2022 ».

3.4.2.3. Le e-commerce grand public en France

À l'instar du marché mondial, le marché de la vente en ligne est dominé en France par les *pure players*¹²³ du secteur.

Le secteur du e-commerce, qui a bénéficié de l'effet des confinements successifs depuis 2020, maintient sa dynamique d'innovation, avec :

- l'accélération de la transition digitale des enseignes nationales qui proposent désormais des parcours d'achat multi-canaux¹²⁴ ;
- la vente en ligne de PGC soutenue par les investissements des GSA dans le développement de parcs de *drives* et dans la livraison à domicile ;
- les promesses du *quick commerce*¹²⁵ ;
- les partenariats entre les cybermarchands et les grandes enseignes qui veulent bénéficier de la visibilité d'une *marketplace* ;
- une croissance des ventes des *marketplaces* supérieure à celle des autres canaux de e-commerce, dans la mesure où elles proposent une offre élargie de produits, tout en facilitant la comparaison des prix.

Dans ce contexte favorable, les acteurs du e-commerce doivent néanmoins faire face à la hausse du coût des emballages et du transport, et mettre en place des mesures pour préserver leurs marges.

¹²³ Tels qu'Amazon, Leboncoin et Cdiscount.

¹²⁴ *E-shopping*, *click & collect* et *drives*.

¹²⁵ Le *quick commerce* désigne les activités commerciales et logistiques basées sur la promesse d'une livraison effectuée dans un délai très court, généralement compris entre 10 et 15 minutes.

4. Analyse historique de la performance du Groupe

La performance du Groupe de 2018 à juin 2023, en termes d'activité et de rentabilité (§ 4.1), ainsi que sa structure bilancielle à fin juin 2023 (§ 4.2) sont présentées ci-après.

Pour rappel :

- les comptes semestriels du Groupe au 30 juin 2023, établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS, ont retenu le principe de continuité d'exploitation, qui repose sur l'appréciation du risque de liquidité au regard des prévisions de trésorerie 2023 revues par un conseil externe¹²⁶, et sur l'exécution satisfaisante de la Restructuration du Groupe¹²⁷ ;
- le Groupe applique depuis le 1^{er} janvier 2019 la norme IFRS 16 « Contrats de location », qui supprime la distinction entre location simple et location financière, et requiert, pour presque tous les contrats de location, de (i) reconnaître au bilan un actif représentatif du droit d'utilisation des biens loués pendant la durée du contrat, en contrepartie d'une dette au titre de l'obligation de paiement des loyers, et (ii) substituer à la charge de loyers, l'amortissement du droit d'utilisation (§ 4.1.2) et une charge financière (§ 4.1.5).

Compte de résultat

M€	déc-18	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	juin-22	juin-23
Chiffre d'affaires	34 329	34 645	31 912	30 549	33 610	11 450	10 964
<i>Variation</i>	<i>(8,4%)</i>	<i>0,9%</i>	<i>(7,9%)</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>10,0%</i>		<i>(4,2%)</i>
Autres revenus	533	665	598	504	394	223	123
Achats et variation de stocks	(24 502)	(25 102)	(22 880)	(22 065)	(24 664)	(7 967)	(7 750)
Frais de personnel	(4 302)	(4 160)	(3 730)	(3 431)	(3 573)	(1 474)	(1 460)
Autres charges courantes	(3 389)	(3 409)	(3 161)	(3 041)	(3 259)	(1 451)	(1 508)
EBITDAR	2 669	2 640	2 738	2 516	2 508	781	369
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,4%</i>
Dotations aux amortissements courants	(1 305)	(1 318)	(1 316)	(1 329)	(1 391)	(615)	(602)
Résultat opérationnel courant	1 364	1 321	1 422	1 186	1 117	166	(233)
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>1,4%</i>	<i>(2,1%)</i>
Autres produits/(charges) opérationnels	(401)	(713)	(799)	(656)	(511)	(235)	(1 665)
Coût de l'endettement financier net	(320)	(356)	(357)	(422)	(581)	(184)	(204)
Autres produits/(charges) financiers nets	(356)	(450)	(390)	(391)	(358)	(185)	(252)
Résultat avant impôt	286	(198)	(125)	(283)	(334)	(439)	(2 355)
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>0,8%</i>	<i>(0,6%)</i>	<i>(0,4%)</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>(3,8%)</i>	<i>(21,5%)</i>
Produit/(charge) d'impôt	(188)	(131)	(80)	86	9	110	(481)
Quote-part de résultat MEE	60	46	50	49	10	2	(1)
Résultat net des activités abandonnées	(32)	(1 054)	(508)	(255)	(31)	50	(83)
Intérêts ne donnant pas le contrôle	(244)	(106)	(225)	(132)	29	17	689
Résultat net part du Groupe	(117)	(1 444)	(890)	(534)	(316)	(259)	(2 231)
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>(0,3%)</i>	<i>(4,2%)</i>	<i>(2,8%)</i>	<i>(1,7%)</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(2,3%)</i>	<i>(20,3%)</i>

Source : Société

¹²⁶ Accuracy.

¹²⁷ La Restructuration doit permettre au Groupe de disposer des moyens de financement suffisants pour faire face à ses besoins de liquidités sur les douze prochains mois.

4.1. Profitabilité opérationnelle du Groupe

4.1.1. Chiffre d'affaires et EBITDAR

La profitabilité opérationnelle du Groupe, appréciée par référence à l'agrégat d'EBITDAR, indicateur publié par le Groupe sous le nom d'EBITDA, se répartit comme suit entre les Segments Opérationnels.

EBITDAR							
M€	déc-18	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	juin-22	juin-23
France Retail	16 786	16 322	15 219	14 071	14 205	6 935	6 590
Latam Retail	15 577	16 358	14 656	14 447	17 784	3 720	3 771
E-commerce	1 965	1 966	2 037	2 031	1 620	795	603
Chiffre d'affaires	34 329	34 645	31 912	30 549	33 610	11 450	10 964
<i>Variation</i>	<i>(8,4%)</i>	<i>0,9%</i>	<i>(7,9%)</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>10,0%</i>		<i>(4,2%)</i>
France Retail	1 413	1 467	1 447	1 351	1 268	539	102
Latam Retail	1 217	1 104	1 161	1 060	1 186	226	235
E-commerce	39	69	129	105	54	15	32
EBITDAR	2 669	2 640	2 738	2 516	2 508	781	369
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,4%</i>

Source : Société, analyse Ledouble

4.1.1.1. Segment France Retail

Sur la période 2018-2022, le segment France Retail a été marqué par une baisse de chiffre d'affaires associée à une amélioration de sa profitabilité opérationnelle¹²⁸, avec une évolution différenciée suivant les activités.

France Retail						18-22		22/23	
M€	2018	2019	2020	2021	2022	juin-22	juin-23	CAGR	Var. S1
Activité DCF	9 300	9 013	8 322	7 836	8 000	3 853	3 484	(3,7%)	(9,6%)
Monoprix	4 519	4 548	4 537	4 408	4 393	2 175	2 158	(0,7%)	(0,8%)
Franprix	1 604	1 525	1 579	1 438	1 477	743	777	(2,0%)	4,6%
Autres	519	425	376	389	335	164	171	(10,4%)	4,3%
Périmètre cédé	844	811	405	-	-				
Chiffre d'affaires	16 786	16 322	15 219	14 071	14 205	6 935	6 590	(4,1%)	(5,0%)
EBITDAR	1 413	1 467	1 447	1 351	1 268	539	102		
%EBITDAR	8,4%	9,0%	9,5%	9,6%	8,9%	7,8%	1,5%		

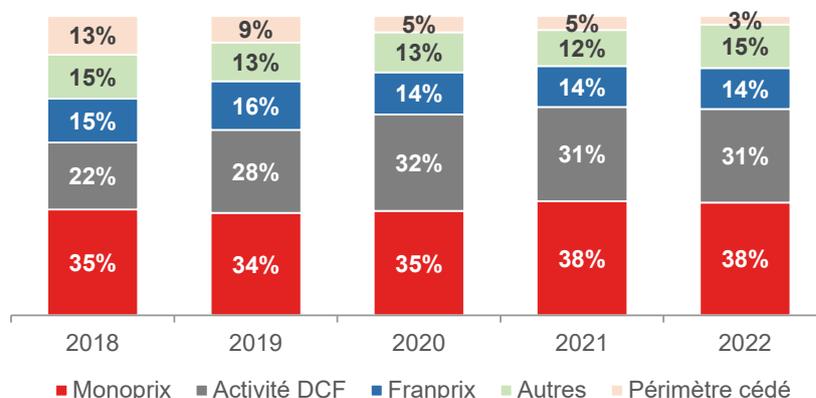
Source : Société, analyse Ledouble

¹²⁸ Appréciée par le ratio d'EBITDAR/chiffre d'affaires.

L'activité du segment France Retail se caractérise sur la période 2018-2022 par :

- la contribution principale de Monoprix et de l'Activité DCF à l'EBITDAR du segment France Retail, avec un poids respectif de près de **40%** et **30%** ;

Contribution à l'EBITDAR France Retail 2018-2022



Source : Société, analyse Ledouble

- des difficultés persistantes du Groupe sur les formats HM et SM (§ 4.1.1.1 (a)) dans un contexte de concurrence sur les prix, conduisant à la cession ou la fermeture de plusieurs magasins et la conversion d'HM en structures de plus petite taille ;
- une activité à la hausse sur les formats de Proximité (§ 4.1.1.1 (a)), soutenue par une conjoncture démographique et sectorielle favorable, ainsi que l'ouverture de nouveaux magasins de proximité en franchise ;
- les manifestations des gilets jaunes (2018-2019) et la crise sanitaire de Covid 19 (2020-2021) qui ont pénalisé le commerce physique de détail dans les zones urbaines, porté par Monoprix (§ 4.1.1.1 (b)) et Franprix (§ 4.1.1.1 (c)), avec la fermeture temporaire de rayons ou de points de vente¹²⁹, et la fuite de la clientèle touristique ;
- une baisse de la profitabilité opérationnelle en 2022 en raison de l'inflation des coûts d'achat des marchandises et du prix de l'énergie.

Sur le 1^{er} semestre 2023 :

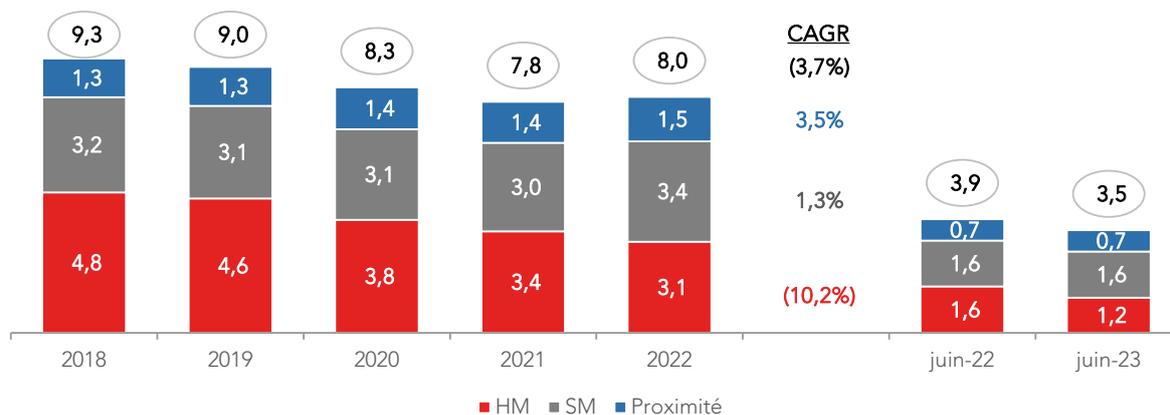
- les enseignes parisiennes et de proximité sont en légère progression par rapport aux réalisations du 1^{er} semestre 2022 ;
- les HM et SM ont bénéficié d'un réajustement tarifaire ; la baisse de leurs prix a impacté favorablement le trafic clients et les volumes, mais reste néanmoins pénalisante à court terme sur le chiffre d'affaires et les marges.

¹²⁹ Fermeture des commerces non essentiels et des rayons de produits non alimentaires dans les grandes surfaces.

(a) Activité DCF

L'Activité DCF a vu son chiffre d'affaires baisser entre 2018 et 2022, avec une décroissance annuelle moyenne (« CAGR »¹³⁰) de l'ordre de **4%**. Celle-ci est principalement due aux HM, particulièrement affectés par la concurrence sur les prix et la stratégie du Groupe en France qui s'oriente vers des formats de magasins de taille plus restreinte.

Chiffre d'affaires 2018-2022 de l'Activité DCF (Md€)

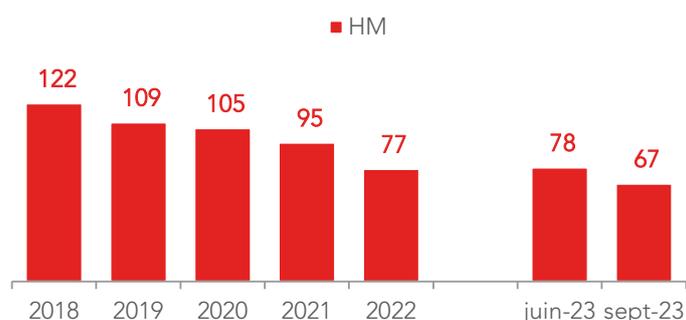


Source : Société, analyse Ledouble

Sur la période 2018-2022, le chiffre d'affaires des HM a baissé en moyenne de **10%** par an consécutivement :

- au plan de rationalisation du parc de magasins grands formats du Groupe entraînant la fermeture d'HM non rentables ou leur conversion en SM¹³¹ ;

Nombre d'hypermarchés* 2018-2023



Source : Société, analyse Ledouble
* Incluant les HM franchisés

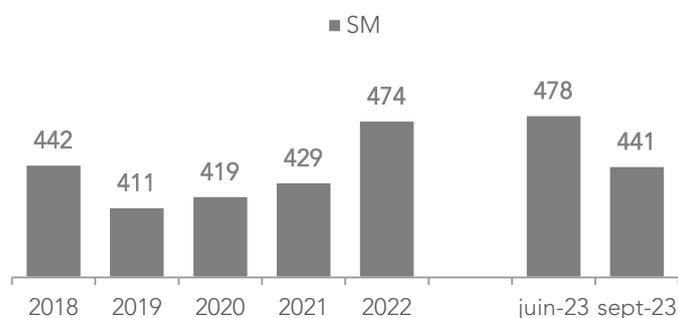
- à la diminution de la fréquentation des magasins du Groupe à partir du second semestre 2022 dans un contexte inflationniste où le manque de compétitivité des enseignes Casino sur les prix a pénalisé la dynamique des ventes.

¹³⁰ Compounded Annual Growth Rate.

¹³¹ Le parc de magasins en France au 30 septembre 2023 intègre l'impact de la cession des Magasins A1 à ITM.

La rationalisation du parc de magasins vers des formats de taille plus restreinte a été favorable à l'activité des SM dont le chiffre d'affaires a augmenté en moyenne de **1%** sur la période 2018-2022, avec une croissance plus marquée entre 2021 et 2022 en lien avec le programme de conversion de magasins¹³².

Nombre de supermarchés* 2018-2023

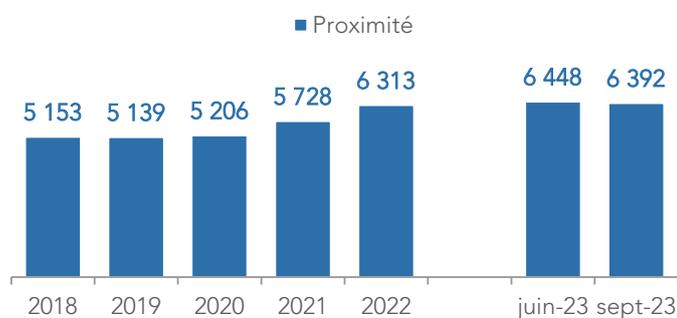


Source : Société, analyse Ledouble
* Incluant les SM franchisés

Avec une croissance moyenne de plus de **3%** sur la période 2018-2022, l'activité des magasins de proximité a également bénéficié de la stratégie du Groupe qui vise à :

- > renforcer sa position de leader en France dans le commerce de Proximité, avec un plan d'expansion qui s'est concrétisé par l'ouverture de nombreux magasins de proximité en 2022 et en 2023, essentiellement en franchise ;

Nombre de magasins de proximité* 2018-2023



Source : Société, analyse Ledouble
* Incluant les commerces de Proximité franchisés

- > se concentrer sur l'ouverture de magasins dans des régions pouvant offrir des niveaux de marges élevés grâce à des facteurs macroéconomiques favorables¹³³.

La rentabilité opérationnelle du segment France Retail a atteint près de **9%** en 2022, du fait d'un mix favorable porté par :

- > la fermeture ou la conversion des HM non rentables ;

¹³² Le parc de magasins en France au 30 septembre 2023 intègre l'impact de la cession des Magasins A1 à ITM.

¹³³ Densité de population, pouvoir d'achat des ménages et habitudes locales de consommation.

- › la performance des magasins de proximité et le développement des magasins en franchise, modèle plus profitable que la détention en propre.

(b) Monoprix

Implanté dans les centres-villes de la plupart des grandes agglomérations françaises, **Monoprix**, via ses différentes enseignes, est l'un des principaux acteurs français du commerce de proximité en zone urbaine. Bien connu du grand public pour ses magasins multi-commerces¹³⁴, Monoprix se différencie des autres enseignes par un positionnement qualitatif et haut de gamme.

Forte de son image de marque et de sa notoriété, l'enseigne Monoprix axe aujourd'hui son développement sur :

- › l'expansion de son parc de magasins de proximité en franchise, avec de nombreuses ouvertures depuis 2022, principalement sous l'enseigne Monop' ;

Nombre de magasins Monoprix 2018-2023



Source : Société, analyse Ledouble

- › le e-commerce alimentaire, avec son site de ventes en ligne Monoprix Plus, en collaboration avec Ocado, et ses partenariats dans la livraison à domicile¹³⁵ ;
- › la vente de produits alimentaires d'origine biologique, avec le rachat et l'extension du parc de magasins Naturalia ;
- › de nouveaux *concept stores* comme Monoprix Maison¹³⁶, BlackBox¹³⁷ ou encore « Monoprix, Cliquez et Retirez »¹³⁸.

Malgré une progression du nombre de points de vente, l'activité Monoprix a connu une légère baisse de son chiffre d'affaires sur la période 2018-2022, avec un CAGR négatif de près de **1%**, en raison de :

- › la crise sanitaire et ses effets négatifs sur la dynamique des enseignes :
 - Monoprix, avec la fermeture des rayons de vente de biens non essentiels et la perturbation des fêtes de fin d'année ;

¹³⁴ Désigne un magasin de détail non spécialisé dont l'offre englobe des produits allant de l'alimentaire aux biens d'équipement de la personne (prêts à porter, papeterie, beauté...) et de la maison.

¹³⁵ Amazon, Getir, Uber Eats, Deliveroo et Shopopop.

¹³⁶ Offre axée sur les biens d'équipement de la maison.

¹³⁷ Magasin intégralement automatisé.

¹³⁸ Point de retrait piéton et vélo à Paris.

- Monop', avec le ralentissement de l'activité dans les zones de forte affluence, de bureaux et de passage ;
- la fermeture et le transfert de certains magasins exploités en propre au profit de franchisés ;
- l'inflation et son impact défavorable sur les ventes de produits bio¹³⁹.

Un plan d'économies, visant notamment l'automatisation du parcours en caisse et la digitalisation de processus et services, a néanmoins permis à Monoprix de conserver une rentabilité opérationnelle de l'ordre de **11%**.

(c) Franprix

Sur la période 2018-2022, Franprix a poursuivi son évolution par des ouvertures de magasins en franchise, et a poursuivi cette dynamique en 2023.

Nombre de magasins Franprix 2018-2023



Source : Société, analyse Ledouble

Malgré une progression du nombre de points de vente, l'activité Franprix a connu une légère baisse de son chiffre d'affaires sur la période 2018-2022, avec un CAGR négatif de près de **2%** en raison de :

- la part croissante des magasins franchisés ;
- la crise sanitaire et ses effets sur (i) l'activité touristique, (ii) la démocratisation du travail à distance et, plus généralement, (iii) le dynamisme du commerce physique dans les zones urbaines à forte densité de population comme Paris.

La progression du chiffre d'affaires de plus de **4%** entre les 1^{er} semestres 2022 et 2023 confirme néanmoins un retournement progressif de la tendance.

Cette évolution positive, associée à un plan d'économies résultant de l'automatisation du parcours en caisse et la digitalisation de processus, a permis à Franprix de conserver une rentabilité opérationnelle de près de **12%**.

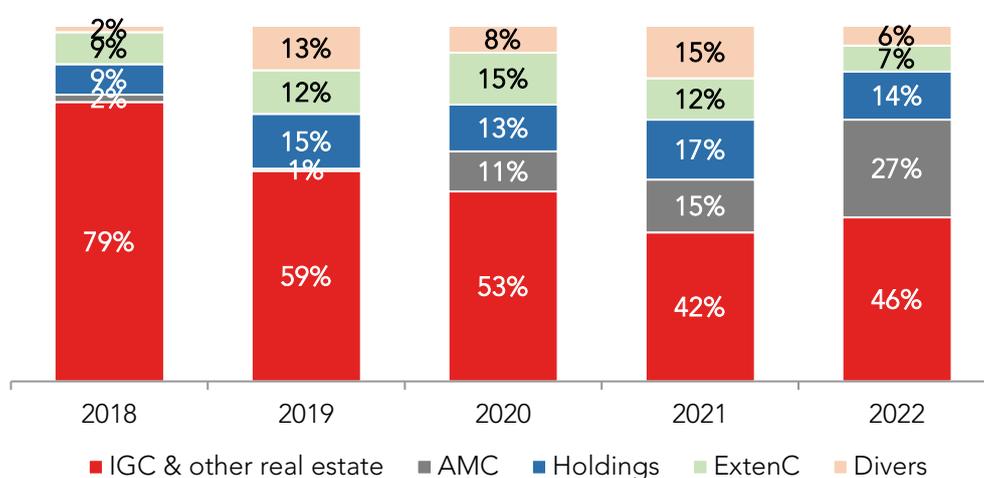
¹³⁹ Dans un contexte de crise du pouvoir d'achat des ménages.

(d) Autres

L'activité Autres, qui contribue à près de **15%** (§ 4.1.1.1) à l'EBITDAR du segment France Retail, se compose majoritairement de la contribution :

- des **holdings immobilières**, dont IGC, qui facturent des loyers aux activités opérationnelles ;
- d'**AMC**, la centrale d'achats du Groupe ;
- des **holdings**, qui refacturent leurs frais aux différentes entités opérationnelles ;
- d'**ExtenC**, société en charge du développement des activités du Groupe à l'étranger.

Contribution à l'EBITDAR 2018-2022 de l'activité Autres



Source : Société, analyse Ledouble

4.1.1.2. Segment Latam Retail

Latam Retail								18-22	22/23
M€	2018	2019	2020	2021	2022	juin-22	juin-23	CAGR	Var. T1
Chiffre d'affaires	15 577	16 358	14 656	14 447	17 784	3 720	3 771	3,4%	1,4%
EBITDAR	1 217	1 104	1 161	1 060	1 186	226	235	(0,6%)	4,0%
EBITDAR (%)	7,8%	6,7%	7,9%	7,3%	6,7%	6,1%	6,2%	(3,9%)	2,6%

Source : Société, analyse Ledouble

En Amérique latine, les activités du Groupe ont connu une croissance annuelle moyenne de près de **3,4%** sur la période 2018-2022, marquée par :

- un ralentissement de l'activité en 2020 et 2021, en raison de la crise sanitaire et l'impact des effets de change suite à la dépréciation du real brésilien et du peso argentin face à l'euro ;

- la croissance significative des ventes en *cash & carry* de l'enseigne Assaí au Brésil en 2022, portée par l'ouverture de magasins et la prise de parts de marché ;
- le recentrage stratégique de GPA sur le *cash & carry*, le secteur *premium*, la Proximité et le e-commerce, avec l'abandon progressif des hypermarchés, convertis en magasins de *cash & carry* ou en supermarchés proposant une offre *premium* ;
- les efforts d'Éxito en matière d'innovation et de ventes omnicanales¹⁴⁰ afin de renforcer son *leadership* dans la distribution alimentaire en Colombie.

La tendance positive s'est poursuivie sur le 1^{er} semestre 2023, avec :

- pour GPA, une pénétration du marché dans la catégorie des produits périssables ;
- pour Éxito, le développement de l'omnicanal.

La rentabilité opérationnelle du segment Latam Retail a été fluctuante sur la période 2018-2022, mais termine en retrait par rapport à 2018 sous l'effet :

- d'un format *cash & carry* en croissance, avec des taux de marge moyens inférieurs à ceux de l'activité traditionnelle ;
- des coûts de réorganisation de l'activité¹⁴¹ ayant entraîné des périodes de déstockage préalables à la cession de magasins ;
- d'opérations promotionnelles en 2022 pour combler la baisse de la demande consécutive à l'inflation, avec pour conséquence une contraction de la marge commerciale.

La rentabilité opérationnelle du 1^{er} semestre 2023 est en ligne avec celle du 1^{er} semestre 2022, autour de **6%**, malgré la cession d'Assaí.

4.1.1.3. Segment E-commerce

E-commerce								18-22	22/23
M€	2018	2019	2020	2021	2022	juin-22	juin-23	CAGR	Var. T1
Chiffre d'affaires	1 965	1 966	2 037	2 031	1 620	795	603	(4,7%)	(24,2%)
EBITDAR	39	69	129	105	54	15	32	8,4%	113,3%
EBITDAR (%)	2,0%	3,5%	6,4%	5,2%	3,3%	1,9%	5,3%	13,8%	181,4%

Source : Société, analyse Ledouble

Le chiffre d'affaires *E-commerce* est resté relativement stable sur la période 2018-2021 grâce aux nouvelles offres de services¹⁴² et à l'effet positif de la crise sanitaire¹⁴³ (§ 3.4.2.2). La baisse d'activité de 2022 s'explique par la réouverture des magasins physiques.

Cette baisse du volume d'affaires s'est poursuivie sur le 1^{er} semestre 2023 avec celle des ventes directes ; la quote-part de la *marketplace* bénéficie quant à elle d'une tendance plus favorable.

¹⁴⁰ L'omnicanalité consiste à pouvoir s'adresser à ses clients sur plusieurs canaux.

¹⁴¹ Visant la fermeture ou la conversion des hypermarchés.

¹⁴² Dont notamment le lancement d'Octopia en 2021, l'élargissement de l'offre de services pour y inclure des forfaits vacances et voyages, ou encore le développement des activités de *retail media* avec Cdiscount Ads Retail Solution.

¹⁴³ Pendant la période 2020-2021, la crise sanitaire a conduit à la fermeture de nombreux points de vente physiques et à des restrictions de déplacement.

Favorisée par les effets de la crise sanitaire, la profitabilité opérationnelle du segment E-commerce a été contrastée sur la période 2018-2022, avec :

- un pic en 2020, tiré par un contexte de marché favorable et une dynamique des ventes ;
- une baisse en 2022, en raison du retournement de la tendance post Covid 19, associée à une hausse des coûts d'expédition due à une inflation du coût du transport et des emballages.

Le 1^{er} semestre 2023 est marqué par une hausse de la profitabilité portée par les performances de l'activité *marketplace* d'Octopia et un plan d'économies visant à recalibrer la structure des coûts opérationnels et les investissements.

4.1.2. Dotations aux amortissements courants

Les dotations aux amortissements courants intègrent l'amortissement des immobilisations incorporelles et corporelles du Groupe, ainsi que des droits d'utilisation des biens loués comptabilisés conformément à la norme IFRS 16.

Dotations aux amortissements courants							
M€	déc-18	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	juin-22	juin-23
Immobilisations incorporelles	(160)	(177)	(198)	(219)	(241)	(115)	(128)
Immobilisations corporelles	(518)	(476)	(443)	(440)	(459)	(227)	(208)
Immeubles de placement	(8)	(14)	(12)	(13)	(11)	(4)	(9)
Droits d'utilisation	(691)	(720)	(663)	(667)	(681)	(343)	(310)
Part reclassée en activités abandonnées	72	70	-	9	1	74	52
Total	(1 305)	(1 318)	(1 316)	(1 329)	(1 391)	(615)	(602)

4.1.3. Autres produits/charges opérationnels

Les autres produits et charges opérationnels se détaillent comme suit :

Autres produits/(charges) opérationnels							
M€	déc-18	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	juin-22	juin-23
Résultat de cession d'actifs	255	(7)	89	133	41	20	18
Pertes nettes de valeur des actifs	(204)	(158)	(303)	(111)	(296)	(63)	(1 459)
Changement de périmètre	(146)	(198)	(245)	(302)	89	(84)	(47)
Provisions et charges - restructuration	(216)	(206)	(221)	(270)	(240)	(82)	(131)
Provisions et charges - litiges et risques	(80)	(95)	(100)	(54)	(96)	(21)	(27)
Autres	(12)	(50)	(19)	(51)	(9)	(6)	(20)
Total	(401)	(713)	(799)	(656)	(511)	(235)	(1 665)

Ils intègrent principalement au 30 juin 2023 :

- la dépréciation d'actifs non courants ou « pertes nettes de valeur des actifs », pour **1,5 Md€** portant sur une dépréciation du *goodwill* de **1,1 Md€** (§ 4.2.1) et d'immobilisations incorporelles (marques) de **0,3 Md€** (§ 4.2.2) ;
- une charge de restructuration du secteur France Retail de **0,1 Md€** associée à la rationalisation du parc de magasins.

4.1.4. Coût de l'endettement financier net

Le coût de l'endettement financier net est essentiellement constitué des charges d'intérêts dues par le Groupe, en hausse ces dernières années en raison de l'accroissement du niveau d'endettement du Groupe et de la hausse des taux d'intérêt.

4.1.5. Autres produits/charges financiers nets

Ce poste se compose principalement des intérêts financiers sur les passifs de loyers comptabilisés en application de la norme IFRS 16 et d'autres frais financiers tels que le coût de non-tirage des lignes de financement ou de mobilisation de créances.

Autres produits/(charges) financiers nets							
M€	déc-18	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	juin-22	juin-23
Gains/(Pertes) nets de change	(10)	(11)	(8)	(11)	-	(2)	(39)
Variation JV - dérivés	(44)	(31)	(73)	11	13	-	(10)
Variation JV - actifs financiers	(1)	(9)	(5)	(6)	(11)	(1)	(2)
Intérêts financiers sur passifs de loyers	(218)	(324)	(320)	(313)	(343)	(142)	(143)
Coûts de non tirages, mobilisation	(81)	(77)	(60)	(88)	(108)	(46)	(40)
Impact de l'hyperinflation argentine	(13)	(10)	(7)	(10)	(23)	(17)	(5)
Autres	11	12	82	28	115	22	(13)
Total	(356)	(450)	(390)	(391)	(358)	(185)	(252)

4.1.6. Impôts

Au 30 juin 2023, la charge d'impôt de **0,5 Md€** intègre principalement une dépréciation de crédits d'impôts et d'impôts différés actifs sur les déficits fiscaux reportables, consécutive à la révision de leurs plans de consommation par le Groupe.

4.1.7. Résultat net des activités abandonnées

Au 30 juin 2023, le résultat net après impôts des activités cédées ou en cours de cession intègre principalement la contribution d'Assaí jusqu'à sa cession en mars 2023, ainsi que le résultat de cession de cette enseigne.

4.1.8. Intérêts ne donnant pas le contrôle

Les intérêts ne donnant pas le contrôle enregistrent la part du résultat net de sociétés consolidées globalement par Casino, mais dont le Groupe ne détient pas l'intégralité du capital ; il s'agit principalement de GPA et d'Éxito.

4.2. Structure bilancielle du Groupe

Au 30 juin 2023, l'actif net comptable (« ANC ») part du Groupe s'élève à **1,1 Md€**, soit **(0,3) Md€** après prise en compte de l'impact des TSSDI de **(1,4) Md€** classés en fonds propres dans les comptes consolidés du Groupe (§ 4.2.18).

Bilan						
M€	France Retail	Latam Retail	E-com.	juin-23	déc-22	Var.
Goodwill	4 048	536	58	4 642	6 933	(2 291)
Immobilisations incorporelles	971	526	228	1 725	2 065	(340)
Immobilisations corporelles	1 613	1 626	19	3 258	5 319	(2 061)
Immeubles de placement	81	370	-	451	403	48
Stocks de nature immobilière	36	0	-	36	43	(6)
BFR	(989)	(447)	(172)	(1 608)	(3 270)	1 662
Actif économique	5 761	2 611	133	8 505	11 492	(2 987)
Droits d'utilisation	2 291	1 068	98	3 457	4 889	(1 433)
Dettes de loyers IFRS 16	(2 439)	(1 115)	(120)	(3 673)	(5 190)	1 516
Impact IFRS 16	(148)	(47)	(21)	(216)	(300)	84
Participations dans les entreprises associées	219	115	3	337	382	(44)
Actifs nets de passifs destinés à la vente	211	13	-	223	98	125
Provisions pour risques et charges	(447)	(538)	(12)	(997)	(973)	(24)
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	0	130	-	130	145	(14)
Intérêts minoritaires	15	(1 688)	155	(1 518)	(2 947)	1 429
Puts sur minoritaires	(29)	(124)	(1)	(154)	(161)	7
Impôts différés nets	69	142	21	232	987	(755)
Créances fiscales et sociales brésiliennes	-	538	-	538	659	(121)
Autres actifs	192	182	7	381	393	(12)
Autres passifs	(240)	(46)	(30)	(317)	(613)	296
Autres	(12)	(1 276)	143	(1 144)	(2 031)	887
Dettes Financière Nette	(5 441)	(541)	(78)	(6 059)	(6 370)	311
ANC part du Groupe	160	748	177	1 085	2 791	(1 706)
TSSDI	(1 350)	-	-	(1 350)	(1 350)	-
Actif net après TSSDI	(1 190)	748	177	(265)	1 441	1 641

Source : Société, analyse Ledouble

L'ANC du Groupe, dont le segment Latam Retail est le principal contributeur, se compose :

- des écarts d'acquisition ou *goodwill* comptabilisés lors des opérations de croissance externe menées par le Groupe pour assurer son développement, principalement en France ;
- d'actifs incorporels, tels que les marques acquises lors des opérations de croissance externe ;
- de l'immobilier commercial du Groupe comprenant des magasins et galeries marchandes ;
- d'un besoin en fonds de roulement (« BFR ») négatif caractéristique de l'activité de grande distribution ;

- › de provisions pour litiges, risques¹⁴⁴ et charges¹⁴⁵ ;
- › des intérêts minoritaires ;
- › de la Dette Financière Nette.

4.2.1. Goodwill

Au 30 juin 2023, le *goodwill*, d'un montant net de **4,6 Md€**, se répartit comme suit entre les activités et secteurs géographiques du Groupe :

Goodwill			
M€	juin-23	déc-22	Variation
Magasins HM/SM et Proximité	1 276	1 594	(318)
Franprix	1 452	1 456	(5)
Monoprix	1 315	1 319	(4)
Divers	6	6	-
France Retail	4 048	4 375	(327)
E-commerce	58	58	-
Argentine - Libertad	93	88	5
Brésil - GPA	-	636	(636)
Brésil - Assaí	-	1 154	(1 154)
Colombie - Éxito	172	363	(191)
Uruguay - Grupo Disco et Devoto	270	259	11
Latam Retail	536	2 500	(1 964)
Total	4 642	6 933	(2 291)

Source : Société

La baisse du *goodwill* de **2,3 Md€** sur le 1^{er} semestre 2023 résulte de :

- › la sortie du *goodwill* d'Assaí pour **1,2 Md€** à la suite de la cession de la participation résiduelle dans cette société (§ 2.1.2) ;
- › la comptabilisation d'une perte de valeur du *goodwill* global de **1,1 Md€**¹⁴⁶ (§ 4.1.3) observée lors des tests de dépréciation effectués au 30 juin 2023 sur les unités génératrices de trésorerie (« UGT ») françaises Casino France, Monoprix et Franprix, et sur les activités sud-américaines.

4.2.2. Immobilisations incorporelles

Au 30 juin 2023, les immobilisations incorporelles, d'un montant net de **1,7 Md€**, se composent :

- › de marques acquises¹⁴⁷ pour **0,9 Md€**, dont :
 - **0,6 Md€** pour Monoprix ;

¹⁴⁴ Risques fiscaux, salariaux et civils.

¹⁴⁵ Coûts de restructuration, engagements de retraite et médailles du travail.

¹⁴⁶ Dépréciation du *goodwill* de Casino France, de GPA et du groupe Éxito respectivement de 221 M€, 655 M€ et 219 M€ (avant effet change).

¹⁴⁷ Seules les marques acquises, notamment dans le cadre d'une opération de regroupement d'entreprises, sont comptabilisées au bilan, les marques créées et développées en interne par le Groupe n'étant pas reconnues comptablement.

- **0,3 Md€** sur le segment Latam Retail, impacté sur le 1^{er} semestre 2023 par la sortie de la marque Assaí à la suite de la cession par le Groupe de sa participation résiduelle dans cette société (§ 2.1.2), et la comptabilisation d'une perte de valeur de **0,3 Md€** sur GPA à l'issue des tests dépréciation (§ 4.1.3) ;

Marques			
M€	juin-23	déc-22	Variation
Casino France	1	1	-
Monoprix	566	566	-
France Retail	567	567	-
E-commerce	9	9	-
Brésil - GPA	136	415	(279)
Brésil - Assaí	-	90	(90)
Colombie - Éxito	130	113	17
Uruguay - Grupo Disco et Devoto	26	25	1
Latam Retail	292	643	(351)
Total	868	1 219	(351)

Source : Société

- › de logiciels acquis ou développés en interne pour **0,6 Md€** ;
- › d'autres immobilisations incorporelles pour **0,2 Md€**.

4.2.3. Immobilisations corporelles

Au 30 juin 2023, les immobilisations corporelles dédiées à l'exploitation, d'un montant net de **3,3 Md€**, sont constituées :

- › de terrains et agencements pour **0,7 Md€** ;
- › de constructions et aménagements pour **1,0 Md€** ;
- › d'installations de matériels et d'équipements pour **1,6 Md€**.

Le Groupe fait évaluer annuellement la majorité de ses biens immobiliers par des experts indépendants, et apprécie la recouvrabilité de ses actifs selon différents critères¹⁴⁸ ; une dépréciation est constatée en présence d'un indice de perte de valeur.

La baisse des immobilisations corporelles de **2,1 Md€** sur le 1^{er} semestre 2023 est principalement due à la cession d'Assaí (§ 2.1.2).

4.2.4. Immeubles de placement

Au 30 juin 2023, les immeubles de placement, d'un montant net de **0,5 Md€** :

- › correspondent aux biens immobiliers détenus ou pris en location par le Groupe afin d'en retirer des loyers et/ou de valoriser le capital, tels que les galeries marchandes ;

¹⁴⁸ Les indices de perte de valeur utilisés par le Groupe sont (i) pour les actifs immobiliers (terrains et constructions), la perte de loyer ou résiliation de bail, (ii) pour les actifs d'exploitation liés aux fonds de commerce, le ratio VNC des immobilisations du magasin par rapport au chiffre d'affaires TTC lorsqu'il dépasse un seuil déterminé par magasin, (iii) pour les actifs affectés aux activités de support (siège et entrepôts), l'arrêt d'exploitation ou l'obsolescence de l'outil de production utilisé par le site.

- › sont principalement localisés en Amérique latine, notamment dans la filiale Éxito ;
- › sont évalués au coût amorti diminué du cumul des amortissements et des pertes de valeur éventuelles.

La plupart des immeubles de placement sont évalués annuellement par des experts indépendants.

Au 31 décembre 2022, la juste valeur des immeubles de placement¹⁴⁹ était estimée par ces experts à **0,7 Md€**¹⁵⁰. La Direction nous a confirmé qu'il n'existait pas d'élément pouvant modifier significativement cette estimation à la date du présent rapport.

4.2.5. Stocks de nature immobilière

Les actifs en cours sur l'activité de promotion immobilière et de marchand de biens ont une VNC inférieure à **0,1 Md€**. Ils portent sur des projets de centres commerciaux qui ont été dépréciés pour tout ou partie.

La Direction nous a confirmé que ces actifs n'avaient pas de valeur de marché supérieure à leur VNC à la date du présent rapport.

4.2.6. Besoin en fonds de roulement

Au 30 juin 2023, le BFR du Groupe est négatif¹⁵¹ à concurrence de **1,6 Md€**, dont **1,0 Md€** pour le segment **France Retail**.

BFR

M€	France Retail	Latam Retail	E-com.	juin-23	déc-22	Variation
Stocks de marchandises	1 359	979	115	2 452	3 597	(1 145)
Créances clients	532	146	49	727	767	(40)
Dettes fournisseurs	(2 475)	(1 173)	(212)	(3 860)	(6 522)	2 662
Créances fiscales et sociales	296	503	60	859	749	110
Dettes fiscales et sociales	(857)	(621)	(78)	(1 555)	(1 423)	(131)
Autres créances	283	162	29	474	693	(220)
Autres dettes	(141)	(414)	(116)	(671)	(995)	324
Charges constatées d'avance	84	62	14	160	124	36
Produits constatés d'avance	(46)	(50)	4	(93)	(143)	50
Passifs sur contrats - part courante	(23)	(41)	(38)	(102)	(117)	16
Total	(989)	(447)	(172)	(1 608)	(3 270)	1 662

Source : Société

4.2.6.1. Créances clients

Le Groupe recourt à l'affacturage de créances clients, nées principalement de ses relations commerciales avec ses franchisés.

Au 30 juin 2023, le montant factorisé, déconsolidé du bilan du Groupe, s'élève à **0,2 Md€** (§ 4.2.6.5) sur les segments France Retail et E-commerce.

¹⁴⁹ Les flux associés à ces actifs sont intégrés dans le Plan d'Affaires.

¹⁵⁰ DEU Casino 2022, p.137.

¹⁵¹ Le BFR négatif caractérise les activités de la grande distribution.

4.2.6.2. Dettes fournisseurs

Plusieurs filiales du Groupe ont conclu des accords d'affacturage inversé ou *reverse factoring* avec des institutions financières, qui permettent à certains fournisseurs de recevoir par anticipation le paiement de leurs créances.

Comptablement :

- › les dettes fournisseurs qui ne sont pas substantiellement modifiées¹⁵² sont maintenues en dettes fournisseurs ;
- › dans le cas contraire, elles s'apparentent à une opération de financement, et sont présentées dans la composante « dettes fournisseurs conventionnés » des dettes financières.

Au 30 juin 2023, sur les **2,5 Md€** de dettes fournisseurs des segments France Retail et E-commerce :

- › **0,2 Md€** ont fait l'objet d'un programme de *reverse factoring* (§ 4.2.6.5) ;
- › **0,4 Md€** affichent des délais de règlement supérieurs aux pratiques habituelles (§ 4.2.6.5).

4.2.6.3. Dettes fiscales et sociales

Pendant la Période de Conciliation, le Groupe a obtenu de l'État français un report du paiement des charges fiscales et sociales en échange de l'octroi de sûretés, notamment des nantissements de premier rang.

Au 30 juin 2023, le montant reporté s'élève à **0,2 Md€** (§ 4.2.6.5) sur les segments France Retail et E-commerce.

4.2.6.4. Passifs sur contrats – part courante

Le Groupe propose à ses clients des programmes de fidélité qui leur permettent de bénéficier de rabais ou d'autres avantages lors d'achats futurs. Les avantages cumulés par les clients dans le cadre de ces programmes de fidélité sont comptabilisés dans un compte de passifs sur contrats, et s'élèvent au 30 juin 2023, pour la part courante, à **0,1 Md€**.

4.2.6.5. Financement exceptionnel du BFR

Dans le cadre de son activité, le Groupe bénéficie de conditions de financement de son BFR qui diffèrent de conditions normales ; au 30 juin 2023, celles-ci lui permettent de bénéficier d'une avance de trésorerie, sur les segments France Retail et E-commerce, de **0,9 Md€** au titre :

- › des sommes encaissées par le Groupe suite à l'affacturage de certaines de ses créances clients (§ 4.2.6.1) ;
- › des crédits fournisseurs spécifiques accordés au Groupe dans le cadre du *reverse factoring* et de l'octroi de délais de règlement étendus (§ 4.2.6.2) ;

¹⁵² En termes de durée, d'échéance, de contrepartie et de valeur faciale.

- › des crédits accordés par l'État français suite au report du paiement des charges fiscales et sociales (§ 4.2.6.3).

Financement exceptionnel du BFR

M€	CF	Monoprix	Franprix	Cdiscount	Total
Factoring	(102)	(20)	(23)	(15)	(160)
Reverse factoring	(61)	(92)	-	-	(153)
Retards fournisseurs	(201)	(74)	(38)	(45)	(358)
Crédit sur stocks	(18)	-	-	(20)	(38)
Report charges fiscales et sociales	(110)	(28)	(3)	-	(142)
Total	(492)	(214)	(65)	(80)	(851)

Source : Société, analyse Ledouble

4.2.7. Droits d'utilisation des actifs et engagements locatifs

Au 30 juin 2023, le Groupe a comptabilisé sur les contrats de location en cours :

- › un actif de **3,5 Md€** représentatif du droit d'utilisation des actifs loués pendant la durée du contrat ;
- › une dette de **3,7 Md€** au titre de l'obligation de paiement des loyers sur cette même durée.

4.2.8. Participations dans les entreprises associées

Les participations dans les entreprises associées sont comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence, le Groupe n'exerçant qu'une influence notable sur l'orientation des politiques opérationnelles et financières de ces sociétés.

Au 30 juin 2023, le solde de **0,3 Md€** se répartit entre les participations suivantes :

Entreprises associées et coentreprises			
M€	juin-23	déc-22	Variation
GreenYellow	133	147	(15)
Tuya	65	58	7
FIC	50	46	4
Perspecteev	49	49	-
Autres	40	35	5
Assaí	-	46	(46)
Total	337	382	(44)

Source : Société

Il se compose :

- › d'une participation résiduelle dans GreenYellow consécutive au réinvestissement de **0,1 Md€** effectué par le Groupe à l'issue de sa cession de GreenYellow à Ardan le 18 octobre 2022 ;

- de participations de **0,1 Md€** dans les sociétés sud-américaines :
 - Tuya¹⁵³ (Colombie), via Éxito, à la suite de son entrée au capital en octobre 2016 ;
 - FIC¹⁵⁴ (Brésil) via GPA ;
- de participations de **0,1 Md€** dans d'autres sociétés, dont la société Perspectivev spécialisée dans le développement de solutions de paiement.

La Direction nous a confirmé que ces actifs n'avaient pas de valeur de marché significativement différente de leur VNC.

4.2.9. Actifs nets détenus en vue de la vente et passifs associés

Au 30 juin 2023, les actifs nets de passifs détenus en vue de la vente, d'un montant de **0,2 Md€**, correspondent pour l'essentiel aux Magasins A1 cédés à ITM au 3^{ème} trimestre 2023 (§ 2.4.2).

Actifs nets de passifs destinés à la vente			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
France Retail	211	80	131
Latam Retail	13	18	(5)
Total	223	98	125

Source : Société

4.2.10. Provisions et dépôts judiciaires brésiliens

Au 30 juin 2023, les provisions pour risques et charges de **1,0 Md€** se détaillent comme suit :

Provisions pour risques et charges			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
Litiges Brésil - GPA	521	456	65
Litiges Brésil - Sendas	-	29	(29)
Litiges autres	50	52	(2)
Retraites et engagements assimilés	215	228	(13)
Divers risques et charges	115	103	12
Restructuration	95	104	(8)
Total	997	973	24

Source : Société

¹⁵³ Tuya est un partenariat bancaire entre Éxito et Bancolombia destiné à gérer des services bancaires proposés aux clients des magasins en Colombie, notamment la souscription de cartes bancaires en magasin.

¹⁵⁴ FIC finance les achats des clients de GPA et Sendas. Cette entité résulte d'un partenariat entre Banco Itaú Unibanco S.A., GPA et Sendas, et est consolidée par le Groupe selon la méthode de la mise en équivalence, GPA et Sendas n'exerçant qu'une influence notable sur l'orientation des politiques opérationnelles et financières.

Les provisions concernent :

- des litiges fiscaux et sociaux pour **0,6 Md€** en cours sur la zone Latam Retail, GPA contestant le paiement de certains impôts, cotisations et obligations salariales ; dans l'attente des décisions définitives des tribunaux administratifs, ces contestations ont donné lieu à des dépôts judiciaires pour **0,1 Md€** complétés de l'octroi de garanties bancaires et de la mise sous garantie d'actifs immobilisés ;
- des engagements au personnel de **0,2 Md€**, principalement en France, dans le cadre du régime de retraite à prestations définies¹⁵⁵ ;
- des coûts de restructuration pour **0,1 Md€** ;
- des risques et charges divers pour **0,1 Md€**.

Le décaissement de ces provisions entraînera la constatation d'une charge fiscalement déductible¹⁵⁶.

4.2.11. Intérêts ne donnant pas le contrôle

Au 30 juin 2023, les intérêts ne donnant pas le contrôle de **1,5 Md€** sont constitués des intérêts minoritaires sur Éxito et GPA¹⁵⁷.

Intérêts minoritaires			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
GPA	354	860	(506)
Sendas	-	886	(886)
Grupo Éxito	1 260	1 284	(24)
Autres	(96)	(83)	(13)
Total	1 518	2 947	(1 429)

Source : Société

La baisse de la valeur comptable des intérêts minoritaires sur le 1^{er} semestre 2023 résulte essentiellement de la cession de la participation résiduelle dans Assaí (§ 2.1.2).

¹⁵⁵ Les sociétés du Groupe participent, selon les lois et usages de chaque pays, à la constitution de différents types d'avantages au personnel pour leurs salariés.

¹⁵⁶ Les provisions ont donné lieu à la comptabilisation d'un impôt différé actif dans les comptes du Groupe au 30 juin 2023.

¹⁵⁷ Les intérêts minoritaires présentés dans le rapport financier semestriel du Groupe au 30 juin 2023 (« RFS ») sont relatifs pour :

- GPA, au groupe GPA hors Éxito, l'Uruguay et l'Argentine ;
- Éxito, au groupe Éxito y compris l'Uruguay et l'Argentine.

4.2.12. Puts sur minoritaires

Le Groupe a consenti des engagements de rachat de participations aux actionnaires minoritaires de certaines de ses filiales. Les accords prévoient un prix d'exercice fixe ou variable selon une formule de calcul prédéfinie. Ces puts sur minoritaires sont valorisés au 30 juin 2023 à **0,2 Md€**¹⁵⁸.

Puts sur minoritaires			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
Franprix	29	32	(3)
Éxito (Disco)	124	127	(3)
Autres	1	2	(1)
Total	154	161	(7)

Source : Société

Les engagements de rachats donnés aux minoritaires concernent principalement la filiale Disco, détenue par Éxito.

4.2.13. Impôts différés nets

Au 30 juin 2023, les impôts différés nets de **0,2 Md€** se composent de **0,3 Md€** d'actifs d'impôts différés, constatés sur les déficits reportables des entités sud-américaines, minorés de **0,1 Md€** de passifs d'impôts différés.

Impôts différés nets			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
Impôts différés actifs	320	1 490	(1 170)
Impôts différés passifs	(88)	(503)	415
Total	232	987	(755)

Source : Société

La baisse du solde des impôts différés nets sur le 1^{er} semestre 2023 résulte principalement de la dépréciation, d'une part, des actifs d'impôts différés¹⁵⁹ sur les reports déficitaires du groupe d'intégration fiscale de Casino et, d'autre part, des crédits d'impôts.

4.2.14. Créances fiscales et sociales brésiliennes

Les sociétés du segment Latam Retail détiennent des créances fiscales et sociales¹⁶⁰ dont la part recouvrable à plus d'un an s'élève à **0,5 Md€**.

¹⁵⁸ Conformément à la norme IAS 32 « Instruments financiers : Présentation », les engagements d'achat donnés aux filiales consolidées par intégration globale sont comptabilisés en passifs financiers ; ceux à prix fixes sont comptabilisés pour leur valeur actualisée, et ceux à prix variables pour la valeur actualisée du prix d'exercice estimé. À ce titre, leur VNC est représentative d'une valeur de marché.

¹⁵⁹ Leur solde s'élevait à **1,0 Md€** au 31 décembre 2022.

¹⁶⁰ ICMS (Impôt sur la Circulation des Marchandises et les Services), PIS (Programme d'Insertion Sociale), COFINS (Contribution pour le Financement de la Sécurité Sociale) et INSS (*Instituto Nacional do Seguro Social* ou cotisations patronales liées au régime de protection sociale).

4.2.15. Autres actifs

Au 30 juin 2023, les autres actifs de **0,4 Md€** se composent principalement de créances relatives au segment Latam Retail, de prêts financiers, d'immobilisations financières, dont les dépôts de garantie versés pour des baux, et de créances sur cessions d'immobilisations.

Autres actifs			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
Autres	180	218	(38)
Prêts	81	87	(6)
Immobilisations financières	67	70	(3)
Créances sur immobilisations	51	16	34
Intérêts courus	2	1	0
Total	381	393	(12)

Source : Société

La Direction nous a confirmé que la valeur de recouvrement de ces actifs ne différerait pas de leur VNC.

4.2.16. Autres passifs

Au 30 juin 2023, les autres passifs de **0,3 Md€** se composent principalement de dettes sur immobilisations, de dépôts et cautionnements reçus au titre des fonds en location gérance sur le réseau Proximité et de la part non courante des avantages octroyés aux clients dans les programmes de fidélité.

Autres passifs			
M€	juin-23	déc.-22	Variation
Dettes sur immobilisations	(224)	(472)	248
Dépôts et cautionnements	(62)	(61)	(1)
Passif sur contrats	(27)	(28)	0
Dividendes	(2)	(16)	14
Comptes courants	(1)	(37)	36
Total	(317)	(613)	296

Source : Société

4.2.17. Dette Financière Nette

Au 30 juin 2023, la Dette Financière Nette s'établit à **6,1 Md€** (§ 2.2.1).

4.2.18. TSSDI

Casino a émis des TSSDI cotés pour un montant total de **1,4 Md€** (§ 2.2.5), qui sont classés comptablement dans les capitaux propres du Groupe.

4.3. Périmètre et bilan des sociétés du segment Retail France

Pour les besoins de la valorisation des Filiales, et en l'absence de comptes consolidés aux bornes de chacune d'entre elles, nous avons estimé leur situation nette comptable (l'« **ANC Contributif** »), à partir de leur contribution aux comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2023, après :

- réintégration des comptes courants et autres créances/dettes intragroupe annulés en consolidation (« **Intercos** ») ;
- prise en compte des TSSDI classés comptablement en capitaux propres dans les comptes consolidés (§ 4.2.18).

Au 30 juin 2023, l'ANC part du Groupe du périmètre France Retail de **(1,3) Md€**, après réintégration des Intercos et reclassement en dettes des TSSDI, se répartit comme suit entre les différents sous-paliers de consolidation :

France Retail								
M€	CGP	CF	DCF	Quatrim	CPF hors Quatrim	Monoprix	Autres	juin-23
Goodwill	62	-	2 488	1	31	1 315	151	4 048
Immobilisations incorporelles	1	-	230	-	22	698	20	971
Immobilisations corporelles	9	-	669	348	32	497	57	1 613
Immeubles de placement	-	-	-	67	-	-	15	81
Stocks de nature immobilière	-	-	2	3	0	3	28	36
BFR	(2)	5	(541)	(11)	(10)	(275)	(156)	(989)
Actif économique	70	5	2 848	407	76	2 239	115	5 761
Droits d'utilisation	93	-	876	33	7	1 138	144	2 291
Dettes de loyers IFRS 16	(103)	-	(1 032)	(39)	(7)	(1 070)	(186)	(2 439)
Impact IFRS 16	(11)	-	(156)	(6)	(1)	68	(42)	(148)
Participations entreprises associées	-	-	11	41	145	2	20	219
Actifs/passifs destinés à la vente	-	-	131	56	9	15	0	211
Provisions pour risques et charges	(15)	-	(271)	(14)	(15)	(98)	(32)	(447)
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	-	-	-	-	-	-	0	0
Intérêts minoritaires	-	-	3	0	12	(0)	(0)	15
Puts sur minoritaires	(0)	-	(29)	-	-	(1)	-	(29)
Impôts différés nets	(1 555)	41	1 418	117	60	(29)	16	69
Créances fiscales/sociales brésiliennes	-	-	-	-	-	-	-	-
Autres actifs	1	(0)	113	4	3	24	46	192
Autres passifs	(0)	11	(185)	(5)	(2)	(57)	(2)	(240)
Autres	(1 570)	52	1 191	199	212	(144)	48	(12)
Dettes Financière Nette	(3 520)	(1 212)	118	(536)	15	(327)	22	(5 441)
ANC part du Groupe	(5 031)	(1 154)	4 001	64	302	1 835	144	160
TSSDI	(1 350)	-	-	-	-	-	-	(1 350)
Actif net après TSSDI	(6 381)	(1 154)	4 001	64	302	1 835	144	(1 190)
Comptes courants	(3 198)	3 905	(2 865)	(279)	1 277	109	433	(618)
Créances/dettes intragroupe	468	(1 880)	(1 874)	1 120	(26)	90	2 629	527
Intercos	(2 730)	2 025	(4 739)	841	1 252	199	3 062	(90)
Actif net après TSSDI et Intercos	(9 110)	871	(738)	905	1 553	2 034	3 205	(1 280)

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.1. Casino

Casino est la holding faitière du Groupe, dont l'organigramme simplifié est présenté *supra* (§ 3.3.1).

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de Casino négatif de **9,1 Md€** se compose principalement de :

- **(1,6) Md€** relatifs à la dépréciation d'impôts différés actifs, liés à l'activation de déficits reportables (§ 4.2.13) ;
- **(3,5) Md€** au titre des financements contractés par Casino, soit :
 - **(2,1) Md€** d'emprunts obligataires cotés, non sécurisés (§ 2.2.2.1) ;
 - **(1,4) Md€** de tirages sur le TLB sécurisé (§ 2.2.2.2) ;
- **(1,4) Md€** de TSSDI (§ 2.2.5) ;
- **(2,7) Md€** d'Interco, Casino se finançant pour partie en interne auprès de Casino Finance, centrale de trésorerie du Groupe, et octroyant des prêts à certaines filiales opérationnelles du Groupe.

Interco - Casino			
M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
CF	(3 644)	(312)	(3 956)
Cnova	(3)	1	(2)
Principaux soldes créditeurs	(3 646)	(311)	(3 958)
DCF	96	422	518
Monoprix	(1)	308	306
Segisor	236	57	293
Principaux soldes débiteurs	331	787	1 118
Autres	118	(7)	110
Total	(3 198)	468	(2 730)

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.2. Casino Finance

Casino Finance, filiale intégralement détenue par Casino, est la centrale de trésorerie des sociétés françaises du Groupe.

Cette société :

- ne détient pas de filiales ;
- se finance auprès d'établissements bancaires, des marchés financiers ou bien d'autres sociétés du Groupe afin d'octroyer des prêts aux différentes filiales françaises du Groupe, et assure la gestion du risque de taux et de change de l'activité France du Groupe ;
- refacture, aux différentes sociétés du Groupe qu'elle finance, les frais bancaires supportés, tels que les commissions de non utilisation et les frais de renégociation des crédits.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de Casino Finance de **0,9 Md€** intègre :

- **(1,2) Md€** de Dette Financière Nette, soit **(2,1) Md€** de tirages du RCF majorés des intérêts courus non échus (§ 2.2.2.2), déduction faite de **0,9 Md€** de trésorerie et équivalents de trésorerie ;
- **2,0 Md€** d'Intercos, Casino Finance centralisant les fonds remontés par les filiales, notamment à la suite des différentes cessions d'activités¹⁶¹, avant de les redistribuer aux filiales opérationnelles, dont principalement DCF.

Intercos - Casino Finance			
M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Autres	(485)	(2 453)	(2 938)
CPF	(1 288)	31	(1 257)
Ségisor	(1 005)	106	(899)
Monoprix	(107)	(557)	(664)
Quatrim	279	(711)	(432)
Principaux soldes créditeurs	(2 605)	(3 584)	(6 189)
Casino	3 644	312	3 956
DCF	2 721	1 086	3 807
Cnova	145	306	451
Principaux soldes débiteurs	6 510	1 704	8 214
Autres	-	-	-
Total	3 905	(1 880)	2 025

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.3. Distribution Casino France

Contrôlée directement et intégralement par Casino, **DCF**, dont l'organigramme simplifié est présenté en **Annexe 8**, est la principale structure opérationnelle du Groupe en France. Avec ses filiales, elle porte l'essentiel des activités historiques de distribution des enseignes Casino¹⁶², en HM, SM et magasins de proximité.

À ce titre, elle exploite en propre ou en franchise un important réseau de magasins et d'enseignes (§ 3.2.1) dont les principales sont :

- « **Casino Hyper Frais** »¹⁶³ et « **Casino Supermarchés** », chaînes d'hypermarchés grand public et moyennes surfaces alimentaires dont les magasins sont majoritairement détenus en propre ;
- « **Vival** », « **Spar** », « **Sherpa** » et « **Le Petit Casino** », réseaux de commerces implantés dans les zones rurales, les zones touristiques, en haute montagne et dans les cœurs de ville, et essentiellement opérés par des franchisés.

¹⁶¹ Tévyr a réalisé la cession des activités en Thaïlande et au Vietnam, et Casino Participations France celle de différentes participations, telles que récemment GreenYellow.

¹⁶² Les enseignes Monoprix sont gérées de manière autonome par Monoprix.

¹⁶³ Anciennement « **Géant Casino** ».

Dans le cadre de ses activités de holding, DCF contrôle également :

- **Franprix Leader Price Holding**, holding du réseau de magasins Franprix, qui porte les activités résiduelles de la marque Leader Price¹⁶⁴ ;
- **Floréal** et **Casino Carburants**, sociétés qui organisent les activités de ventes de carburants du Groupe ;
- **ExtenC**, société en charge, avec ses filiales, des activités du Groupe en Afrique¹⁶⁵ et au Moyen-Orient.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de DCF de **(0,7) Md€** se compose principalement de :

- **2,5 Md€** de goodwill associé à la prise de contrôle par DCF du groupe Franprix Leader Price¹⁶⁶ ainsi qu'aux acquisitions multiples d'hypermarchés et de supermarchés ;
- **0,9 Md€** d'immobilisations incorporelles et corporelles, représentatives des aménagements et équipements des magasins ;
- **(0,5) Md€** de BFR négatif ;
- **0,1 Md€** d'actifs nets de passifs destinés à la vente relatifs aux Magasins A1 cédés à ITM au 3^{ème} trimestre 2023 (§ 2.4.2) ;
- **(0,3) Md€** de provisions pour risques et charges relatives aux engagements retraite ;
- **1,4 Md€** d'impôts différés actifs à la suite de l'activation de reports déficitaires dont la dépréciation a été comptabilisée dans les comptes consolidés par Casino (§ 4.3.1), tête du périmètre d'intégration fiscale française ;
- **0,1 Md€** de trésorerie nette et **(4,7) Md€** d'Intercos, DCF finançant principalement son activité auprès de Casino Finance.

Intercos - Distribution Casino France

M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
CF	(2 721)	(1 086)	(3 807)
Casino	(96)	(422)	(518)
Autres	(51)	(119)	(170)
Quatrim	(0)	(167)	(167)
Principaux soldes créditeurs	(2 868)	(1 794)	(4 663)
CPF	4	(3)	1
Exito	(0)	1	1
Principaux soldes débiteurs	4	(2)	2
Autres	(0)	(77)	(78)
Total	(2 865)	(1 874)	(4 739)

Source : Société, analyse Ledouble

¹⁶⁴ À la suite de la cession du réseau de magasins Leader Price à Aldi en 2020, le Groupe a conservé la propriété de la marque Leader Price, qu'il peut exploiter en France et à l'international.

¹⁶⁵ En particulier au Cameroun via sa filiale **3C Cameroun**.

¹⁶⁶ Le Groupe est entré au capital de l'enseigne en 1997 et a augmenté sa participation d'année en année, jusqu'à détenir la totalité des parts en 2007.

4.3.4. Quatrim

Filiale de Casino Participations France, **Quatrim**, dont l'organigramme simplifié est présenté en **Annexe 11**, est la principale holding immobilière du Groupe. Par l'intermédiaire de sa filiale IGC, elle détient et gère des biens immobiliers du périmètre France¹⁶⁷.

Cette société :

- > a la charge de l'administration et de la valorisation du patrimoine immobilier du Groupe ainsi que de la conduite de ses projets de promotion immobilière ;
- > met en œuvre la politique du Groupe en matière d'investissements et de cessions d'actifs immobiliers ;
- > loue aux filiales du Groupe son patrimoine immobilier, dont la valeur est estimée à **0,8 Md€** sur la base des dernières expertises immobilières ;
- > supporte, directement ou par l'intermédiaire de ses filiales, l'ensemble des charges d'entretien, de maintenance, d'honoraires et de promotion afférentes à la sauvegarde, au développement et à la rationalisation du patrimoine immobilier du périmètre France.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de Quatrim de **0,9 Md€** se compose de :

- > **0,3 Md€** d'immobilisations corporelles relatives aux actifs immobiliers d'exploitation, propriété d'IGC ou de ses filiales, et mis en location au sein du Groupe ;
- > **0,1 Md€** d'immeubles de placement acquis dans une perspective d'investissement ; il s'agit essentiellement de galeries marchandes ;
- > **0,1 Md€** d'actifs nets détenus en vue de leur vente relatifs aux Magasins A1 cédés à ITM au 3^{ème} trimestre 2023 (§ 2.4.2) ;
- > **0,1 Md€** d'impôts différés ;
- > **(0,5) Md€** de Dette Financière Nette représentative de la dette obligataire émise par Quatrim (§ 2.2.2.1) ;
- > **0,8 Md€** d'Intercos, Quatrim détenant une créance sur Casino et des entités opérationnelles telles que Monoprix et DCF.

¹⁶⁷ Les actifs immobiliers France non gérés par Quatrim concernent :

- le patrimoine immobilier de Monoprix ;
- un magasin détenu et exploité en direct par Franprix ;
- 16 actifs (magasins, stations-services et parkings) détenus par des filiales de CPF et exploités principalement par DCF.

Intercos - Quatrim

M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Casino	(7)	0	(7)
Autres	(2)	(5)	(7)
Principaux soldes créditeurs	(9)	(5)	(14)
CF	(279)	711	432
Monoprix	-	208	208
DCF	0	167	167
Principaux soldes débiteurs	(279)	1 086	807
Autres	8	39	49
Total	(279)	1 120	841

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.5. Casino Participations France

CPF, structure d'investissement du Groupe, dont l'organigramme simplifié est présenté en **Annexe 9**, gère un portefeuille de participations, dont les principales sont¹⁶⁸ :

- **Quatrim** (100 %), principale holding immobilière du Groupe ;
- **RelevanC¹⁶⁹** (100%), filiale de *retail media* qui propose des services de mesure et d'optimisation de l'influence des campagnes publicitaires digitales sur les ventes réelles en magasin et en ligne ;
- **Perspecteev** (39,65%), *fintech* proposant des solutions de gestion de trésorerie pour les professionnels et les particuliers ;
- **GreenYellow** (11,81%), réinvestissement effectué par le Groupe à l'issue de la transaction réalisée avec Ardian (§ 4.2.8) ;
- **Retail Extended Logistics** (50%), joint-venture avec le groupe Perrenot, spécialisée dans l'organisation du transport et de la *supply chain* des industriels clients de la grande distribution.

CPF détient également des participations dans les sociétés recensées en **Annexe 10**.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de CPF hors Quatrim de **1,6 Md€** intègre notamment les actifs suivants :

- **0,1 Md€** de participations dans des entreprises associées telles que Perspecteev et GreenYellow (§ 4.2.8) ;

¹⁶⁸ Les pourcentages entre parenthèses représentent la part du capital des sociétés détenue par le Groupe.

¹⁶⁹ RelevanC détient elle-même des participations dans Infinity Advertising (50%), joint-venture créée avec Intermarché, et Inlead (91,31%), start-up spécialisée dans le marketing digital.

- 1,3 Md€ d'Intercos composés essentiellement d'une créance sur Casino Finance.

Intercos - CPF hors Quatrim

M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Casino	(6)	(0)	(6)
Monoprix	-	(1)	(1)
<i>Principaux soldes créditeurs</i>	<i>(6)</i>	<i>(2)</i>	<i>(8)</i>
CF	1 288	(31)	1 257
Cnova	(0)	4	4
CPF	0	0	0
<i>Principaux soldes débiteurs</i>	<i>1 288</i>	<i>(27)</i>	<i>1 261</i>
<i>Autres</i>	<i>(4)</i>	<i>3</i>	<i>(1)</i>
Total	1 277	(26)	1 252

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.6. Monoprix

Dans l'organigramme du Groupe, le sous-groupe Monoprix, au travers de sa holding de tête **Monoprix**, constitue un périmètre différencié qui regroupe l'ensemble des activités de distribution et des actifs de l'enseigne éponyme.

Le sous-groupe Monoprix, dont l'organigramme simplifié est présenté en **Annexe 12**, comprend :

- **Monoprix holding**, structure créée fin 2022 pour porter les activités d'animation du réseau Monoprix¹⁷⁰ et à laquelle ont été transférées certaines participations ;
- différentes sociétés opérationnelles telles que **Naturalia France** (alimentation biologique), **Monop'** (petite surface alimentaire de proximité), **Monop' Station** (ventes en gare et dans les aéroports), **Monop' Daily** (offre axée sur la restauration à emporter et les produits frais), **Monop' Beauty** (produits de beauté), et **Aux Galeries de la Croisette** (gestion de magasins Monoprix) ;
- des structures opérant les activités de logistiques alimentaires et non alimentaires du sous-groupe telles que **Samada** (divers entrepôts en France) et **O'Logistique** (plateforme logistique e-commerce développée en partenariat avec Ocado) ;
- la société **Monoprix Exploitation** qui porte de l'immobilier et des financements bancaires ;
- diverses autres sociétés immobilières, Monoprix détenant son propre portefeuille d'actifs immobiliers¹⁷¹ composées principalement de murs de magasins, de parkings, de parts sociales de SCI, d'entrepôts et de plateformes logistiques.

¹⁷⁰ Cette activité d'animation se matérialise notamment par l'exercice des fonctions de franchiseur et de concédant de la marque et de l'enseigne Monoprix.

¹⁷¹ L'essentiel du patrimoine immobilier est porté par Monoprix Holding, Monoprix Exploitation et Somitap.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif de Monoprix de **2,0 Md€** a pour principales composantes :

- > **1,3 Md€** de *goodwill* associé à la prise de contrôle par Casino de l'ensemble Monoprix¹⁷² ;
- > **0,6 Md€** de marques reconnues par Casino à l'actif du bilan (§ 4.2.2) lors de l'acquisition du groupe Monoprix ;
- > **0,5 Md€** d'immobilisations corporelles constituées principalement des actifs immobiliers détenus et exploités en gestion autonome par Monoprix ;
- > **(0,3) Md€** de BFR négatif ;
- > **(0,1) Md€** de provisions pour risques et charges ;
- > **(0,3) Md€** de Dette Financière Nette, principalement portée par la filiale Monoprix Exploitation, soit **(0,1) Md€** d'emprunts obligataires (§ 2.2.2.1) et **(0,2) Md€** de tirages de lignes de crédit (§ 2.2.2.2) ;
- > **0,2 Md€** d'Intercos, relatifs principalement à la redistribution du produit de cession d'actifs immobiliers.

Intercos - Monoprix

M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Casino	1	(308)	(306)
Quatrim	-	(208)	(208)
Principaux soldes créditeurs	1	(516)	(515)
CF	107	557	664
DCF	-	76	76
CPF	-	1	1
Principaux soldes débiteurs	107	634	741
Autres	0	(28)	(27)
Total	109	90	199

Source : Société, analyse Ledouble

4.3.7. Autres entités

En complément des Filiales, Casino détient également des participations dans des sociétés dédiées aux activités de support, dont la liste est reprise dans l'organigramme simplifié présenté en **Annexe 13**.

Les principales sociétés du périmètre Autres sont¹⁷³ :

- > **AMC**, centrale d'achat du Groupe, elle-même détentrice de participations dans **Intermarché Casino Achats**, **Auxo Achats Alimentaires** et **Auxo Achats Non Alimentaires**, ces entités juridiques étant des centrales d'achats nées du partenariat avec ITM ;

¹⁷² Casino est devenu actionnaire de Monoprix à hauteur de 21,6% en 1996, puis a porté sa participation à 50 % en 2000 avant de racheter le solde en 2012.

¹⁷³ Les pourcentages entre parenthèses représentent la part du capital des sociétés détenue par le Groupe.

- **Easydis** (100%), structure de support logistique fournissant des services de transport et de stockage de marchandises aux différentes entités opérationnelles du périmètre France ;
- **Tévir** (100%), holding détenant des actifs immobiliers en Pologne par l'intermédiaire de sa filiale locale **Mayland** (100%) ainsi qu'une participation minoritaire dans Ségisor via une cascade de holdings, dont **Géant international BV** ;
- **Intexa** (97,91%), société cotée qui exploite depuis 2011, via ses filiales **Intexa Patrimoine** et **Intexa Participations**, une centrale photovoltaïque sur le toit de l'hypermarché Casino de Saint-André-de-Cubzac.

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif du périmètre Autres de **3,2 Md€** a pour principales composantes :

- **0,2 Md€** de *goodwill*, notamment sur l'acquisition de Geimex ;
- **(0,2) Md€** de BFR négatif ;
- **3,1 Md€** d'Intercos au niveau de la société Tévir, à la suite de la remontée à CF du produit de cession de la participation du Groupe dans le capital d'Assaí.

Intercos - Autres			
M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Casino	(104)	11	(93)
GPA	-	(1)	(1)
<i>Principaux soldes créditeurs</i>	<i>(104)</i>	<i>9</i>	<i>(95)</i>
CF	485	2 453	2 938
DCF	51	120	170
Monoprix	(0)	27	26
<i>Principaux soldes débiteurs</i>	<i>535</i>	<i>2 600</i>	<i>3 135</i>
<i>Autres</i>	<i>2</i>	<i>20</i>	<i>22</i>
Total	433	2 629	3 062

Source : Société, analyse Ledouble

4.4. Périmètre et bilan des sociétés du segment Latam Retail

Au 30 juin 2023, l'ANC part du Groupe du périmètre Latam Retail, après réintégration des Intercos, se répartit comme suit entre les différents sous-paliers de consolidation.

Latam Retail				
M€	GPA	Éxito	Holding Ségisor	juin-23
Goodwill	-	535	1	536
Immobilisations incorporelles	343	183	-	526
Immobilisations corporelles	667	959	0	1 626
Immeubles de placement	-	370	-	370
Stocks de nature immobilière	-	0	-	0
BFR	(246)	(155)	(46)	(447)
Actif économique	764	1 893	(45)	2 611
Droits d'utilisation	764	303	-	1 068
Dettes de loyers IFRS 16	(760)	(355)	-	(1 115)
Impact IFRS 16	4	(51)	-	(47)
Participations entreprises associées	50	65	-	115
Actifs/passifs destinés à la vente	7	5	-	13
Provisions pour risques et charges	(521)	(17)	-	(538)
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	130	-	-	130
Intérêts minoritaires	(1 531)	(158)	-	(1 688)
Puts sur minoritaires	-	(124)	-	(124)
Impôts différés nets	183	(41)	(0)	142
Créances fiscales/sociales brésiliennes	538	-	-	538
Autres actifs	172	10	(0)	182
Autres passifs	(23)	(24)	0	(46)
Autres	(993)	(282)	(0)	(1 276)
Dettes Financière Nette	(527)	(88)	74	(541)
ANC part du Groupe	(752)	1 471	29	748
TSSDI	-	-	-	-
Actif net après TSSDI	(752)	1 471	29	748
Comptes courants	-	(0)	760	760
Créances/dettes intragroupe	1	(3)	(202)	(204)
Intercos	1	(3)	558	556
Actif net après TSSDI et Intercos	(751)	1 468	587	1 304

Source : Société, analyse Ledouble

4.4.1. Périmètre

Ségisor, filiale intégralement détenue par Casino, est la holding détentrice des entités sud-américaines du Groupe. L'organigramme simplifié du sous-groupe Ségisor est présenté en **Annexe 14**.

Au 30 juin 2023, Ségisor détient des participations dans deux actifs cotés distincts¹⁷⁴ :

- 36,88% du capital de CBD, également connue sous le nom de GPA (§ 3.3.3), qui :
 - opère sous les enseignes brésiliennes « **Extra** »¹⁷⁵ et « **Pão de Açúcar** »¹⁷⁶ ;
 - possède une participation minoritaire¹⁷⁷ dans Cnova (34%) par l'intermédiaire de sa filiale CBD Luxembourg Holding (100%) ;
 - développe des services de crédit aux clients dans le cadre d'un partenariat avec Banco Itaú Unibanco S.A. et leur filiale commune FIC (36%) (§ 4.2.8) ;
- une détention directe de 30,70% et indirecte, *via* GPA, dans le capital d'**Éxito** (§ 3.3.3), qui :
 - porte les activités du Groupe en Colombie, en Uruguay et en Argentine ;
 - opère les magasins des enseignes « **Éxito** » (commerce Omnicanal), « **Carulla** » (supermarchés et magasins de proximité *premium*), « **Super Inter** » (chaîne de supermarchés régionaux du sud-ouest de la Colombie), « **Surtimax** » (supermarchés de *soft discount*) et « **Surtimayorista** » (réseau de magasins de *cash & carry*) en Colombie ;
 - détient, par l'intermédiaire de ses filiales, une participation majoritaire dans la chaîne d'hypermarchés et de magasins de proximité « **Libertad** » en Argentine ;
 - contrôle les enseignes « **Disco** » (supermarchés et magasins de proximité), « **Devoto** » (hypermarchés et supermarchés) et « **Géant** » (réseau d'hypermarchés) en Uruguay ;
 - dispose d'un partenariat dans les services bancaires *via* sa participation dans Tuya (50%) (§ 4.2.8), coentreprise avec Bancolombia.

4.4.2. Bilan

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif du sous-groupe Ségisor de **1,3 Md€**, se compose principalement de :

- **0,5 Md€** de *goodwill* relatif à l'acquisition du groupe Éxito en Colombie et de Disco en Uruguay (§ 4.2.1) ;
- **0,5 Md€** d'immobilisations corporelles intégrant **0,3 Md€** de marques (§ 4.2.2) reconnues lors des opérations de regroupement d'entreprises des filiales sud-américaines ;
- **1,6 Md€** d'immobilisations corporelles dont la majeure partie est constituée des actifs immobiliers d'exploitation¹⁷⁸ localisés dans les différentes zones d'implantation du Groupe en Amérique latine ;
- **0,4 Md€** d'immeubles de placement relatifs à des galeries marchandes détenues par Éxito en Argentine et en Colombie ;

¹⁷⁴ Les pourcentages entre parenthèses représentent la part du capital des sociétés détenus par le Groupe.

¹⁷⁵ Chaîne de supermarchés et de commerces de proximité grand public disposant également d'une activité de station-service et de *BtoB*.

¹⁷⁶ Réseau de magasins haut de gamme de moyennes et petites surfaces.

¹⁷⁷ Les pourcentages mentionnés correspondent au pourcentage de détention du Groupe dans les sociétés.

¹⁷⁸ Tels que les murs des magasins et les entrepôts logistiques.

- > (0,4) Md€ de BFR négatif ;
- > 0,1 Md€ de titres mis en équivalence liés aux participations respectives de GPA et Éxito dans les filiales FIC et Tuya ;
- > (0,5) Md€ de provisions diverses pour litiges¹⁷⁹ (§ 4.2.10) ;
- > 0,1 Md€ de dépôts judiciaires afférents à ces litiges versés dans l'attente des décisions définitives des tribunaux administratifs ;
- > (1,7) Md€ d'intérêts minoritaires sur GPA et Éxito dont la valeur significative résulte du pourcentage d'intérêts du Groupe dans le capital de GPA et d'Éxito ; la répartition de ces intérêts minoritaires présente les écarts suivants entre le RFS (§ 4.2.11) et l'ANC Contributif (§ 4.4) :

Intérêts minoritaires			
M€	RFS	Contrib.	Écart
GPA	354	1 531	(1 177)
Éxito	1 260	158	1 102
Latam Retail	1 614	1 688	(74)
Autres	(96)	(15)	74
Cnova		(155)	
Autres	(96)	(170)	74
Total	1 518	1 518	-

Alors que le RFS communique sur des intérêts minoritaires du Groupe (i) dans GPA hors Éxito, l'Uruguay et l'Argentine et (ii) dans Éxito, y compris l'Uruguay et l'Argentine (§ 4.4), l'ANC Contributif intègre quant à lui les intérêts minoritaires du Groupe dans GPA, en ce compris ses différentes filiales (dont Éxito et Cnova) ;

- > (0,1) Md€ de *put* sur minoritaires sur la filiale Disco (§ 4.2.12) ;
- > 0,5 Md€ de créances fiscales et sociales de GPA (§ 4.2.14) ;
- > (0,5) Md€ de Dette Financière Nette chez GPA, soit :
 - (0,6) Md€ d'emprunts obligataires (§ 2.2.2.1) ;
 - (0,5) Md€ d'emprunts bancaires (§ 2.2.2.2) ;
 - 0,6 Md€ de trésorerie et équivalents de trésorerie ;
- > (0,1) Md€ de Dette Financière Nette chez Éxito, soit :
 - (0,4) Md€ d'emprunts bancaires (§ 2.2.2.2) ;
 - 0,3 Md€ de trésorerie et équivalents de trésorerie ;
- > 0,6 Md€ d'Intercoas au titre notamment d'un financement octroyé à CF.

¹⁷⁹ Notamment des provisions pour litiges au titre des procédures judiciaires en cours qui opposent GPA et les administrations locales dans le cadre du paiement de certains impôts, cotisations et obligations salariales.

Intercos - Ségisor

M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
Casino SA	(236)	(57)	(293)
Quatrim	(8)	(39)	(48)
Principaux soldes créditeurs	(245)	(96)	(341)
Casino Finance	1 005	(106)	899
Éxito	-	0	0
Principaux soldes débiteurs	1 005	(106)	899
Autres	(0)	(0)	(0)
Total	760	(202)	558

Source : Société, analyse Ledouble

4.5. Périmètre et bilan des sociétés du segment E-commerce

Au 30 juin 2023, l'ANC part du Groupe du périmètre E-commerce de (0,3) Md€, après réintégration des Intercos, se détaille comme suit :

E-commerce

M€	juin-23
Goodwill	58
Immobilisations incorporelles	228
Immobilisations corporelles	19
Immeubles de placement	-
Stocks de nature immobilière	-
BFR	(172)
Actif économique	133
Droits d'utilisation	98
Dettes de loyers IFRS 16	(120)
Impact IFRS 16	(21)
Participations entreprises associées	3
Actifs/passifs destinés à la vente	-
Provisions pour risques et charges	(12)
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	-
Intérêts minoritaires	155
Puts sur minoritaires	(1)
Impôts différés nets	21
Créances fiscales/sociales brésiliennes	-
Autres actifs	7
Autres passifs	(30)
Autres	143
Dettes Financière Nette	(78)
ANC part du Groupe	177
TSSDI	-
Actif net après TSSDI	177
Comptes courants	(142)
Créances/dettes intragroupe	(324)
Intercos	(466)
Actif net après TSSDI et Intercos	(289)

Source : Société, analyse Ledouble

4.5.1. Périmètre

Le Segment Opérationnel E-commerce, dont l'organigramme simplifié est présenté en **Annexe 15**, correspond à l'activité de **Cnova** dans laquelle le Groupe dispose d'un pourcentage d'intérêts d'environ **79%¹⁸⁰**, soit :

- **65%** détenus par la société néerlandaise cotée Cnova, elle-même détenue en intégralité par le Groupe ;
- **34%** par GPA dont le Groupe ne détient qu'une quote-part de l'ordre de **41%**.

4.5.2. Bilan

Au 30 juin 2023, l'ANC Contributif du périmètre E-commerce de **(0,3) Md€** se compose principalement de :

- **0,1 Md€** de *goodwill* associé à l'acquisition de Cdiscount par le Groupe ;
- **0,2 Md€** d'actifs incorporels relatifs au développement de la plateforme informatique Cdiscount ;
- **(0,2) Md€** de BFR négatif ;
- **0,2 Md€** d'intérêts minoritaires débiteurs sur la contribution négative du périmètre E-commerce aux comptes consolidés du Groupe ;
- **(0,1) Md€** de Dette Financière Nette constituée principalement d'emprunts garantis par l'État octroyés pendant la crise sanitaire (§ 2.2.2.2) ;
- **(0,5) Md€** d'Intercos, représentatifs du financement octroyé par Casino Finance au périmètre E-commerce.

Intercos - Cnova			
M€	Comptes courants	Créances/ Dettes	juin-23
CF	(145)	(306)	(451)
Autres	(0)	(16)	(16)
CPF	0	(3)	(3)
Principaux soldes créditeurs	(145)	(325)	(471)
DCF	0	2	2
Casino	3	(1)	2
Principaux soldes débiteurs	3	1	4
Autres	0	1	1
Total	(142)	(324)	(466)

Source : Société, analyse Ledouble

¹⁸⁰ $65\% + (34\% \times 41\%) = 78,93\%$.

4.6. Réalisations du 3^{ème} trimestre 2023

4.6.1. Principaux événements

Sur le 3^{ème} trimestre 2023 :

- le chiffre d'affaires du segment France Retail reste en retrait de **5,6%** par rapport à celui au 30 septembre 2022, en raison d'un recul marqué de l'activité HM/SM de **(14,4)%** dû aux baisses de prix significatives¹⁸¹, partiellement compensé par la croissance des activités de Naturalia, de Franprix et de la Proximité¹⁸² ;
- le partenariat avec Prosol¹⁸³ a permis d'installer des *corners Fresh* dans des magasins de l'enseigne Casino ;
- Cdiscount poursuit sa transformation vers un modèle plus rentable, avec une réduction des ventes directes au profit des services liés à la *marketplace*, à la publicité¹⁸⁴ et aux activités *BtoB*¹⁸⁵ et *BtoC* ;
- le Groupe poursuit son plan de cession, avec :
 - l'encaissement sur le 3^{ème} trimestre 2023 de **160 M€** au titre de la cession des Magasins A1 à ITM (§ 2.4.2), ce montant pouvant être ajusté en fonction du BFR réel de ces magasins ;
 - l'encaissement d'un acompte de **140 M€** sur la cession des Magasins A2 (§ 2.4.2), à réaliser d'ici trois ans ;
 - la signature d'un accord préalable avec Grupo Calleja pour la cession de sa participation de 34,05%¹⁸⁶ dans le capital d'Éxito, pour **400 M\$**, avec une réalisation prévue au 1^{er} trimestre 2024¹⁸⁷.

4.6.2. Évolution de la Dette Financière Nette du Groupe

Au 30 septembre 2023, la Dette Financière du Groupe s'établit à **6,2 Md€**, en légère hausse par rapport à **6,1 Md€** au 30 juin 2023 (§ 2.2.1).

Les flux opérationnels négatifs du Groupe du 3^{ème} trimestre 2023 ont été majoritairement compensés par les produits issus de la mise en œuvre du Plan de Cession (§ 4.6.1).

La variation de la Dette Financière du Groupe du 3^{ème} trimestre 2023 (la « **DFN T3** ») se détaille comme suit :

¹⁸¹ La baisse des prix n'est pas encore compensée par une hausse des volumes.

¹⁸² Ouverture de 91 magasins.

¹⁸³ Prosol dispose d'une expertise en produits frais (fruits et légumes, produits laitiers, poissons, viande...).

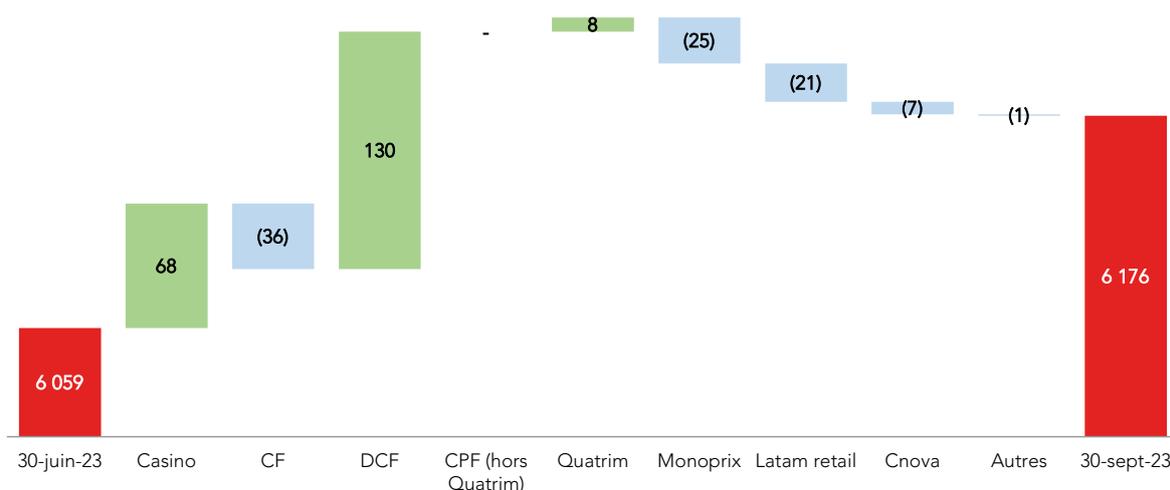
¹⁸⁴ Dont le marketing digital.

¹⁸⁵ Octopia et C-Logistics (§ 3.2.3).

¹⁸⁶ 30,70 % détenus par Ségisor (§ 3.3.3) + 3,35% détenus par Tévir (§ 3.3.3).

¹⁸⁷ GPA vendra au même prix sa participation de 13,31% (§ 3.3.3) dans Éxito, soit 156 M\$, dans le cadre d'une offre publique dont la clôture est prévue au 1^{er} trimestre 2024.

Variation de la Dette Financière Nette du Groupe sur le 3^{ème} trimestre 2023 (M€)



Source : Société, analyse Ledouble

4.6.3. Évolution de l'ANC Contributif des Entités du Périmètre de Sauvegarde

Sur le 3^{ème} trimestre 2023, en se fondant sur la situation comptable établie par le Groupe au 30 septembre 2023¹⁸⁸ (la « Situation Groupe 9M »), l'ANC Contributif des Entités du Périmètre de Sauvegarde a évolué comme suit :

Variation ANC part du Groupe sur le 3^{ème} trimestre 2023 (M€)



Source : Société, analyse Ledouble

¹⁸⁸ Non audité par les commissaires aux comptes.

4.7. Offres pour le rachat de magasins HM et SM

Dans un communiqué en date du 18 décembre 2023, le Groupe confirme être en négociations exclusives avec ITM et Auchan Retail en vue d'un projet de cession de la quasi-totalité de son périmètre de HM et SM pour une Valeur d'Entreprise fixe de **1,35 Md€** (hors immobilier).

Cette opération est :

- soumise à la consultation des instances représentatives du personnel, aux autorités réglementaires compétentes et aux gouvernances respectives du Groupe et des acquéreurs ;
- subordonnée à la réalisation de la Restructuration ;
- conditionnée à la conclusion d'un accord engageant entre les parties qui pourrait intervenir d'ici la fin du 1^{er} trimestre 2024.

Nous soulignons que :

- l'appréciation du prix de cette transaction devra tenir compte des coûts inhérents à l'opération ;
- cette cession est initiée dans le cadre de la Restructuration et n'était pas envisagée dans le Plan d'Affaires de la Direction.

5. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">- Acteur de référence de la grande distribution en France jouissant d'une forte notoriété et disposant d'un portefeuille diversifié de marques.- Positionnement premium de Monoprix.- Vaste réseau de magasins de proximité et forte implantation dans les zones urbaines.- Qualité des partenariats logistiques et d'approvisionnement du Groupe.- Leader de la grande distribution à dominance alimentaire en Colombie et n°2 du e-commerce en France avec Cdiscount.	<ul style="list-style-type: none">- Difficultés financières et fort endettement du Groupe conduisant à la cession d'actifs et à l'ouverture de la Sauvegarde Accélérée.- Baisse des performances des grandes surfaces, pénalisées par une image de prix élevés dans un contexte d'intensification de la concurrence sur les prix.- Dépendance de Cdiscount au marché français.- Désengagement de l'Amérique latine en dépit du fort potentiel de ce marché.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">- Succès croissant du commerce de proximité en France.- Développement de la vente en ligne de produits alimentaires.- Essor des activités de <i>marketplace</i> et des ventes cross-canal.- Rationalisation du parc d'HM.- Renforcement de la présence du Groupe dans des régions stratégiques à plus forte densité de population et au pouvoir d'achat moyen des consommateurs supérieur à la moyenne française.- Attrait des consommateurs brésiliens pour les concepts alimentaires discount.	<ul style="list-style-type: none">- Modèle économique de l'hypermarché en perte de vitesse en France.- Maturité du secteur de la grande distribution alimentaire en France limitant les relais de croissance.- Contexte inflationniste nuisant à l'attractivité des marques haut de gamme et du bio.- Renforcement de la concurrence des grandes enseignes dans le e-commerce.- Fluctuation des devises en Amérique latine générant des différences de change.

6. Éléments structurant l'évaluation de Casino et des Filiales

6.1. Caractéristiques comptables et financières

6.1.1. Référentiel comptable

Casino établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes semestriels du Groupe au 30 juin 2023 ont :

- été établis selon la convention de continuité d'exploitation tablant sur la réalisation de la Restructuration et la poursuite du Plan de Cession (§ 2.4.2), qui doivent permettre au Groupe de disposer des moyens de financement suffisants pour faire face à ses besoins de liquidités des douze prochains mois ;
- fait l'objet d'une observation dans le rapport d'examen limité des commissaires aux comptes sur l'incertitude relative à la continuité d'exploitation exposée dans l'annexe aux comptes semestriels consolidés du Groupe.

Le Groupe a également communiqué ses réalisations¹⁸⁹ et son chiffre d'affaires¹⁹⁰ du 3^{ème} trimestre 2023.

6.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation financière des Entités du Périmètre de Sauvegarde a été réalisée à la Date d'Entrée en Sauvegarde (la « **Date d'Évaluation** »).

L'analyse du cours de bourse des Entités du Périmètre de Sauvegarde cotées, les paramètres financiers utilisés pour la détermination du taux d'actualisation, ainsi que les agrégats et les capitalisations boursières des sociétés réputées comparables aux activités valorisées (les « **Comparables Boursiers** »), ont été arrêtés à la Date d'Évaluation.

6.1.3. Périmètre du Plan d'Affaires

Le Plan d'Affaires de la Direction¹⁹¹, décliné aux bornes du périmètre France entre les différentes activités de France Retail et E-commerce, a été approuvé par le Conseil d'Administration le 21 novembre 2023, et a fait l'objet d'une communication financière au marché le 22 novembre 2023¹⁹².

Les données prévisionnelles couvrent la période 2023 à 2028 (la « **Période Explicite** ») et ont été établies selon une approche « *bottom-up* » par Segment Opérationnel.

Concernant le périmètre Latam Retail, la Direction nous a :

¹⁸⁹ [Communiqué du 26 octobre 2023.](#)

¹⁹⁰ [Communiqué du 31 octobre 2023.](#)

¹⁹¹ Cf. **Annexe 19.**

¹⁹² [https://www.groupe-casino.fr/communiques/.](https://www.groupe-casino.fr/communiques/)

- transmis un atterrissage budgétaire au 31 décembre 2023 et un plan d'affaires couvrant la période 2024 à 2026 (le « **Plan d'Affaires GPA** ») ;
- confirmé ne pas disposer de données prévisionnelles récentes pour la société Éxito dont la cession est en cours.

6.1.4. Ajustements de la Valeur d'Entreprise

6.1.4.1. Ajustements comptables

Nous avons ajusté la valeur des activités opérationnelles (la « **Valeur d'Entreprise** ») des Entités du Périmètre de Sauvegarde en fonction d'éléments dont la valeur n'est pas reflétée dans le Plan d'Affaires.

La juste valeur (« **JV** ») de ces ajustements a été :

- dans un premier temps, estimée à **0,3 Md€** à partir des états financiers du Groupe au 30 juin 2023 (les « **Ajustements Comptables** ») ;

Ajustements Comptables		
M€	VNC	JV
Stocks de nature immobilière	36	36
Participations dans les entreprises associées	337	337
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	130	130
Créances fiscales et sociales brésiliennes	538	538
Puts sur minoritaires	(154)	(154)
Autres actifs	381	381
Autres passifs	(317)	(317)
Actifs nets de passifs destinés à la vente	223	-
Provisions pour risques et charges	(997)	(997)
Impôts différés nets	232	301
Total	411	256

Source : Société

- dans un second temps, corrigée de leur variation sur le 3^{ème} trimestre 2023 (les « **Ajustements Comptables T3** »).

Ces ajustements se composent d'actifs encaissables et de passifs décaissables¹⁹³ :

- dont la JV correspond pour la majorité à leur VNC¹⁹⁴, la direction du Groupe nous ayant confirmé que la valeur de marché de ces éléments n'était pas différente de leur VNC ;
- dont un montant d'impôt différé de **0,3 Md€**¹⁹⁵ associé aux provisions pour risques et charges¹⁹⁶.

¹⁹³ Hors éléments constitutifs du BFR.

¹⁹⁴ La JV peut être différente de la VNC. Ainsi, l'impact financier des éléments classés au 30 juin 2023 en actifs nets de passifs destinés à la vente étant déjà intégré dans les flux prévisionnels de trésorerie, nous n'avons pas tenu compte de leur valeur dans les Ajustements Comptables.

¹⁹⁵ Estimé, pour le périmètre France, au taux de 25,83% (le « **Taux d'IS France** »), et pour le périmètre international, aux taux d'imposition des différents pays.

¹⁹⁶ La Direction nous a confirmé que la consommation des provisions pour risques et charges comptabilisées n'était pas intégrée aux flux du Plan d'Affaires.

La Valeur d'Entreprise après prise en compte des Ajustements Comptables et des Ajustements Comptables T3, forme la « **Valeur d'Entreprise Ajustée** ».

6.1.4.2. Autres éléments

La Valeur d'Entreprise Ajustée est également :

- minorée de la JV des intérêts minoritaires, qui est variable selon la valeur des Filiales estimée aux différents paliers du Groupe et qui se fonde sur :
 - les états financiers du Groupe au 30 juin 2023 (les « **Intérêts Minoritaires** ») ;
 - leur variation sur le 3^{ème} trimestre 2023 (les « **Intérêts Minoritaires T3** ») ;
- ajustée :
 - des Intercos qui se fondent sur les états financiers du Groupe au 30 juin 2023 ; et
 - de leur variation sur le 3^{ème} trimestre 2023 (les « **Intercos T3** »).

6.1.5. Ajustements de la Dette Financière Nette

Pour les besoins de l'évaluation du Groupe, nous avons ajusté la Dette Financière Nette :

- des TSSDI classés comptablement dans les capitaux propres du Groupe (§ 2.2.5) ;
- des primes de remboursement des obligations et des frais d'émission d'emprunts (les « **Primes et Frais** ») qui sont comptabilisés en diminution de la valeur des passifs financiers, puis amortis sur la durée de vie du passif ;
- des dettes de location financement (« **Dettes LF** »), le décaissement des loyers étant intégré dans le Plan d'Affaires.

Ces Ajustements DFN ont été :

- dans un premier temps, estimés à **1,5 Md€** à partir des états financiers du Groupe au 30 juin 2023 (les « **Ajustements DFN** ») ;

Ajustements DFN	
M€	Total
TSSDI	(1 350)
Primes et frais	(145)
Dettes LF	9
Total	(1 486)

- dans un second temps, corrigés de leur variation sur le 3^{ème} trimestre 2023 (les « **Ajustements DFN T3** »).

6.1.6. Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

La valeur des capitaux propres de Casino et des Filiales (la « **Valeur des Fonds Propres** ») correspond à leur Valeur d'Entreprise après prise en compte :

- des Ajustements Comptables majorés des Ajustements Comptables T3 ;

- de la DFN majorée de la DFN T3 ;
- des Ajustements DFN majorés des Ajustements DFN T3 ;
- des Intercos majorés des Intercos T3 ;
- des Intérêts Minoritaires majorés des Intérêts Minoritaires T3 ;
- des flux d'exploitation entre le 1^{er} octobre 2023 et la Date d'Entrée en Sauvegarde (le « **Flux Intercalaire** »)¹⁹⁷.

Ces différents éléments de passage se répartissent entre les Segments Opérationnels du Groupe¹⁹⁸ comme suit :

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur Fonds Propres

M€	France Retail	E-Com.	Ségisor	GPA	Éxito	Total
30-juin-23						
DFN	(5 441)	(78)	74	(527)	(88)	(6 059)
Ajustements Comptables	(154)	(30)	0	524	(84)	256
Ajustements DFN	(1 486)	-	-	-	-	(1 486)
Intercos	(91)	(466)	558	1	(3)	(1)
Intérêts Minoritaires	15	41	-	(469)	(292)	(705)
Variation T3						
DFN T3	(144)		(55)	(12)		(211)
Ajustements Comptables T3	19		0	(115)		(95)
Ajustements DFN T3	36		-	(7)		28
Intercos T3	24		7	(2)		29
Intérêts Minoritaires T3	(12)		-	-		(12)
Flux Intercalaire						
Flux Intercalaire	0		-	29		30
Total	(7 235)		585	(578)		(8 228)
Ajustements comptables	(135)		0	410		161
DFN ajustée	(7 035)		20	(517)		(7 699)
Intercos ajustés	(67)		566	(1)		28
IM ajustés	2		-	(469)		(718)
Total	(7 235)		585	(578)		(8 228)

6.1.7. Gestion du BFR

6.1.7.1. BFR Financing

L'évaluation de la Valeur d'Entreprise des Entités du Périmètre de Sauvegarde a été impactée à la baisse du financement exceptionnel du BFR (§ 4.2.6.5) (le « **BFR Financing** »)¹⁹⁹ afin de prendre en compte un niveau de BFR normatif (le « **BFR Normatif** ») reflétant des conditions normales de financement de l'activité.

¹⁹⁷ Estimé à partir des données du Plan d'Affaires.

¹⁹⁸ Le détail par Entité du Périmètre de Sauvegarde est présenté en **Annexe 22**.

¹⁹⁹ Nos travaux ne tiennent pas compte de la variation du BFR Financing du 3^{ème} trimestre 2023 qui viendrait minorer la valeur de manière non significative.

6.1.7.2. Maintien du BFR hors BFR Financing

Le Groupe bénéficie actuellement de délais de règlement octroyés par ses fournisseurs.

La dette fournisseurs du périmètre France Retail au 30 juin 2023 s'élève à **2,5 Md€** (§ 4.2.6) et est en baisse au 30 septembre 2023.

6.1.8. Fiscalité

Pour la mise en œuvre de l'approche intrinsèque d'évaluation :

- nous n'avons pas appliqué d'impôt sur les sociétés sur la Période Explicite du Plan d'Affaires compte tenu du niveau significatif de déficits reportables du Groupe ;
- notre estimation du flux normatif au-delà de la Période Explicite tient compte de l'impôt sur les sociétés.

6.2. Méthodes d'évaluation écartées

6.2.1. Actif net comptable

Nous n'avons pas retenu la valorisation par l'ANC, qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe.

Les capitaux propres consolidés part du Groupe au 30 juin 2023 sont positifs à concurrence de **1,1 Md€** (§ 4.2), en ce compris des TSSDI pour près de **1,4 Md€** classés comptablement en capitaux propres (§ 4.2.18).

Au 30 septembre 2023, la situation nette comptable du Groupe s'est détériorée par rapport à celle au 30 juin 2023 (§ 4.6.3), les cessions du 3^{ème} trimestre 2023 ne permettant pas d'absorber en totalité les pertes opérationnelles de la période.

6.2.2. Actif net comptable corrigé

La méthode de l'actif net comptable corrigé (« **ANCC** ») se fonde sur la mise à la juste valeur des différents éléments d'actifs et de passifs comptabilisés, exclusion faite des non-valeurs. En pratique, cette méthode est retenue pour valoriser des holdings, et trouve peu à s'appliquer pour des sociétés commerciales, car elle ne reflète pas le potentiel économique de l'entreprise.

Afin de prendre en compte le potentiel futur d'une société, une méthode alternative est de rajouter à l'ANCC la valeur du fonds de commerce dont la valeur est estimée par actualisation d'une rente de *goodwill*²⁰⁰.

L'ANCC majoré de la valeur du fonds de commerce revient ainsi à apprécier la valeur d'une société à partir de son ANC, ajusté de la juste valeur des éléments d'actifs et de passifs, et majoré d'une survaleur, appréciée par actualisation de flux.

²⁰⁰ Calculée comme la différence entre le résultat d'exploitation généré et la rémunération de l'actif économique engagé.

Cette méthode se recoupe donc en grande partie avec l'approche en somme des parties mise en œuvre pour valoriser le Groupe (§ 11.1) qui s'appuie sur :

- une évaluation multicritère des différentes activités fondée notamment sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, approche qui est la plus adaptée pour prendre en compte la contribution négative de l'Activité DCF (§ 8.2.1.1), le potentiel de développement futur des activités et la valeur de l'ensemble des actifs, dont les marques²⁰¹ ;
- la mise à la juste valeur des éléments cessibles tels que :
 - l'immobilier IGC (§ 8.4.1) et Monoprix (§ 8.3.1) ;
 - les participations détenues dans GPA et Éxito (§ 10.3).

La méthode de l'ANCC n'a donc pas été mise en œuvre.

6.2.3. Actualisation de dividendes

Cette méthode consiste à valoriser une société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés disposant d'une capacité de distribution avec des taux de distribution à la fois réguliers et prévisibles.

Compte tenu de la situation financière du Groupe et de l'absence de versement prévisionnel de dividendes sur la durée du Plan d'Affaires, la valorisation du Groupe par l'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

6.3. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

L'évaluation multicritère des Entités du Périmètre de Sauvegarde dans une perspective de continuité d'exploitation s'appuie sur :

- une évaluation boursière, pour les sociétés cotées du Groupe, fondée sur le cours de bourse, l'objectif de cours des analystes, et l'analyse du cours de leurs instruments de dettes cotés ;
- une évaluation intrinsèque pour les sociétés commerciales des périmètres France Retail, E-commerce et Latam Retail²⁰², par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 6.3.1) du Plan d'Affaires.
- une évaluation analogique pour les périmètres France Retail, Latam Retail et E-commerce à partir de :
 - multiples d'activité et de rentabilité de sociétés cotées réputées comparables en termes d'activité et de modèle économique (§ 6.3.2) ;
 - multiples issus de transactions comparables (§ 6.3.3) ;
- la valeur du patrimoine immobilier estimée par des experts indépendants, pour les sociétés immobilières ;

²⁰¹ Ces dernières contribuent à l'activité et aucune redevance de marque n'est intégrée dans les charges des Segments Opérationnels.

²⁰² Pour la seule société GPA.

- le prix de transaction pour le groupe Éxito, qui est convenu dans l'accord préalable à la cession (§ 4.6.1).

6.3.1. Évaluation intrinsèque

6.3.1.1. Méthodologie

La méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation de l'actif évalué et d'une estimation de croissance à long terme ou perpétuelle.

Afin d'obtenir la valeur de marché des capitaux propres, est ajoutée à la Valeur d'Entreprise des activités opérationnelles²⁰³, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

6.3.1.2. Ajustements du Plan d'Affaires

Le Plan d'Affaires qui nous a été communiqué :

- tient compte d'une variation de l'ensemble du BFR ; dans le cadre de nos travaux, nous avons estimé la Valeur d'Entreprise à partir d'un niveau de BFR normatif, et n'avons donc pas tenu compte des variations du BFR Financier (§ 4.2.6.5) intégrées dans le Plan d'Affaires ;
- intègre pour le périmètre France Retail des projets de développement, notamment des ouvertures de magasins, et des économies sur les frais de siège.

6.3.1.3. Taux d'actualisation

Pour les besoins de l'évaluation intrinsèque des entités du Groupe, nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) et avons privilégié le coût du capital (« **CoC** ») fondé sur le beta de l'actif économique de l'entreprise, considérant l'absence d'impact significatif de sa structure financière sur la valeur de son actif économique.

Par ailleurs, en présence d'une société confrontée à des difficultés financières liées à son niveau d'endettement, donc soumise à un risque de défaut, nous considérons que le coût moyen pondéré du capital (« **CMPC** ») est moins approprié que le CoC, au motif que le risque de défaut associé à une société fortement endettée neutralise pour tout ou partie les économies fiscales liées à l'endettement, alors que le CMPC les intègre.

Nous avons estimé un taux d'actualisation différencié pour :

- les activités de distribution :

²⁰³ Somme de la valeur actualisée des flux prévisionnels de trésorerie sur la période explicite de prévisions et de la valeur terminale.

- en France, soit l'Activité DCF, Monoprix, Franprix (la « **Distribution France** ») et ExtenC ;
 - en Amérique latine, soit GPA ;
- › les autres activités au regard de leurs spécificités (Cnova, RelevanC et 3C Cameroun²⁰⁴).

Taux d'actualisation

	Distribution France et ExtenC	RelevanC	3C Cameroun	Cnova	GPA
Taux sans risque	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Beta de l'actif économique	0,74	0,93	0,74	1,10	0,74
Rendement de marché	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Prime de risque	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Prime de risque pays	-	-	16,1%	-	3,2%
Prime de taille	-	-	-	-	-
Taux d'actualisation	7,6%	8,7%	23,7%	9,7%	10,8%

Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, Banque de France

Le taux d'actualisation de **7,6%** estimé pour la Distribution France est en ligne avec celui appliqué par le Groupe pour les *impairment tests* au 30 juin 2023²⁰⁵.

6.3.1.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée pour les entités du Groupe valorisées en tablant sur un taux de croissance perpétuelle (« **g** ») en ligne avec :

- › les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant notre estimation du rendement attendu du marché français ;
- › les prévisions à moyen terme du FMI en 2024 sur les principales zones géographiques d'activité du Groupe²⁰⁶ ;
- › les taux de croissance retenus par le Groupe en année normative pour ses *impairment tests* au 31 décembre 2022 et au 30 juin 2023.

Sur cette base, nous retenons un taux de croissance à long terme de **2%**, à l'exception de GPA pour lequel un taux de croissance à long terme de **3%** a été retenu.

6.3.1.5. Valorisation de l'immobilier du Groupe

L'immobilier utilisé par l'Activité DCF étant détenu principalement par Quatrim, via sa filiale IGC, le loyer facturé par IGC aux activités opérationnelles est donc intégré :

- › en charge, dans le plan d'affaires des différentes entités de l'Activité DCF et,
- › en produit, dans le plan d'affaires de l'activité immobilière, reprise dans le segment Autres du périmètre France Retail (§ 3.2).

²⁰⁴ Bao est un concept de magasins *cash & carry* au Cameroun.

²⁰⁵ 7,5% pour la partie DCF.

²⁰⁶ Cf. **Annexe 23**.

À contrario, l'immobilier commercial exploité par les enseignes du groupe Monoprix est détenu par ses filiales. L'activité immobilière n'impacte donc pas l'EBITDA du groupe Monoprix, les charges de loyers supportées par les enseignes étant compensées par les revenus de loyers facturés par les filiales immobilières de Monoprix.

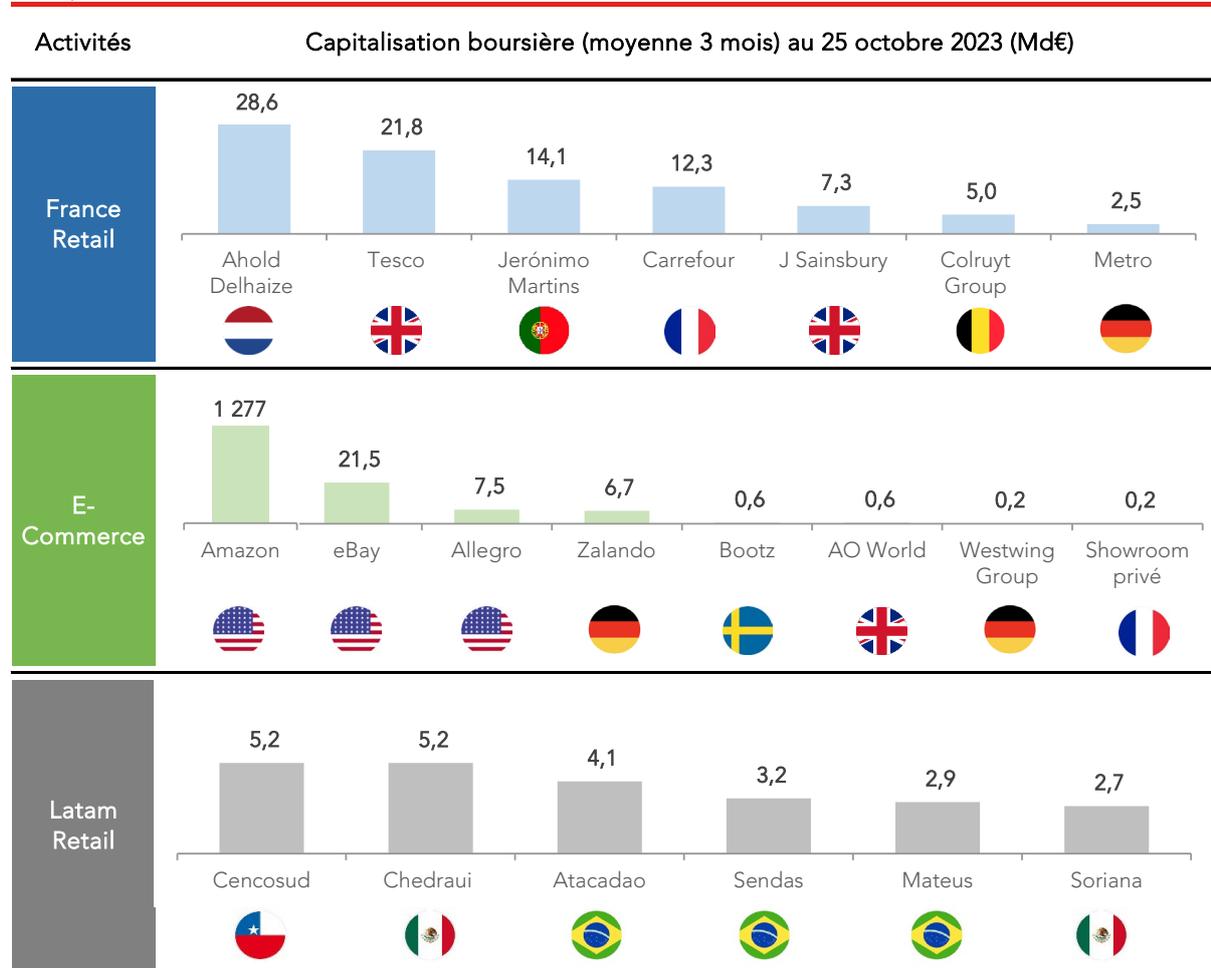
À titre complémentaire et sur la base d'informations transmises par la Direction, nous avons évalué distinctement l'activité opérationnelle et l'activité immobilière de Monoprix, en simulant une cession du parc immobilier de Monoprix selon un modèle « sale and lease back » (§ 8.3), et ce, en nous référant aux expertises immobilières récentes effectuées par le Groupe.

6.3.2. Évaluation analogique par les Comparables Boursiers

6.3.2.1. Méthodologie

Nous avons déterminé la Valeur d'Entreprise des entités du Groupe, par référence aux multiples de valorisation issus des Comparables Boursiers²⁰⁷ suivants :

Comparables Boursiers



Source : S&P Capital IQ

²⁰⁷ Le profil détaillé des Comparables Boursiers est présenté en Annexe 24, 27 et 30.

6.3.2.2. Détermination des multiples des Comparables Boursiers

Les multiples de notre échantillon de Comparables Boursiers se fondent sur :

- la Valeur d'Entreprise des Comparables Boursiers estimée à partir de la capitalisation boursière en moyenne 3 mois, majorée de :
 - leur endettement net comptable (ou le cas échéant minorée de leur trésorerie nette comptable) ;
 - la valeur comptable des intérêts minoritaires ;
- les consensus de prévisions des analystes pour 2023, 2024 et 2025.

Dans nos travaux, nous avons :

- différencié la méthode d'évaluation des activités de distribution alimentaire selon le mode d'exploitation (franchise et exploitation directe) :
 - les magasins majoritairement exploités par le Groupe ont été évalués à partir des multiples de chiffre d'affaires²⁰⁸ issus de nos échantillons de Comparables Boursiers, compris entre **0,31x** et **0,33x**²⁰⁹ ;
 - les enseignes développées en franchise, qui génèrent un chiffre d'affaires inférieur à celui des magasins détenus en propre mais avec de meilleures marges, ainsi que les activités Franprix et Monoprix, ont été évaluées à partir d'un multiple d'EBITDA compris entre **5,7x** et **6,8x**²¹⁰ ;
- tenu compte ensuite, en ajustant les multiples présentés *supra* :
 - des écarts de niveau de BFR entre les Comparables Boursiers²¹¹ de l'activité France Retail et les Entités du Périmètre de Sauvegarde ;
 - des différences de positionnement de certains Comparables Boursiers, impliquant des écarts de profitabilité opérationnelle avec les entités du Groupe ;
- écarté les multiples d'EBIT, affectés par les politiques d'amortissement et de résultat net, biaisés par les écarts de structure financière et de situation fiscale ;
- retenu des multiples d'EBITDA pour GPA compris entre **5,0x** et **6,2x**²¹².

6.3.3. Évaluation analogique par les Transactions Comparables

6.3.3.1. Méthodologie

Nous avons analysé les transactions des cinq dernières années, présentées en **Annexe 26**, visant l'acquisition de tout ou partie du capital de sociétés dont l'activité est comparable aux entités du Groupe (les « **Transactions Comparables** »).

²⁰⁸ Le multiple de chiffre d'affaires reflète plus la logique économique d'une transaction dans le secteur de la grande distribution où l'acheteur recherche un volume d'affaires pour ensuite adapter la gestion du magasin en fonction de son modèle économique.

²⁰⁹ Cf. **Annexe 25**.

²¹⁰ Cf. **Annexe 25**.

²¹¹ Taux moyen de BFR normatif, négatif, estimé à **(5,7%)** du chiffre d'affaires.

²¹² Cf. **Annexe 28**.

6.3.3.2. Détermination des multiples des Transactions Comparables

En fonction de l'information disponible et de l'activité évaluée :

- nous avons supposé l'existence d'une prime de contrôle pour les transactions portant sur une part significative du capital²¹³ ;
- nous avons retenu des approches différentes selon la société valorisée²¹⁴ :
 - en raison de l'absence de profitabilité de l'Activité DCF hors franchise, et de ses perspectives de croissance, nous avons retenu un multiple de chiffre d'affaires issu du premier quartile de multiples de l'échantillon de Transactions Comparables de l'ordre de **0,2x**²¹⁵ ;
 - nous avons appliqué, à Monoprix et à Proximité, un multiple d'EBITDA médian²¹⁶ issu de l'échantillon de Transactions Comparables compris entre de **5,4x**²¹⁷ et **6,6x**²¹⁸ ;
 - nous avons matérialisé la surperformance de Franprix par rapport aux sociétés visées par les Transactions Comparables, en sélectionnant les multiples d'EBITDA issus du troisième quartile de multiples de notre échantillon²¹⁹, compris entre **8,0x**²²⁰ et **9,2x**²²¹.

6.4. Principales hypothèses du Plan d'Affaires

Nous avons analysé le Plan d'Affaires de la Direction, décliné entre les différentes activités du périmètre France Retail et E-commerce sur la période 2023 à 2028 (la « **Période Explicite** »).

6.4.1. Données prévisionnelles DCF²²²

L'évolution, sur la Période Explicite (i) du chiffre d'affaires, (ii) du taux de marge d'EBITDA (« **EBITDA/CA** ») et (iii) du ratio de flux de trésorerie d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires (« **FCF/CA** ») est la suivante :

²¹³ Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base des résultats de l'étude « Primes de contrôle » réalisée en 2023 par PwC, s'appuyant sur les transactions conclues sur la dernière décennie en Europe de l'Ouest.

²¹⁴ Selon la même analyse que celle présentée *supra* pour les Comparables Boursiers.

²¹⁵ Cf. **Annexe 26**.

²¹⁶ Cf. **Annexe 26**.

²¹⁷ Retraité de la prime de contrôle.

²¹⁸ Non retraits de la prime de contrôle.

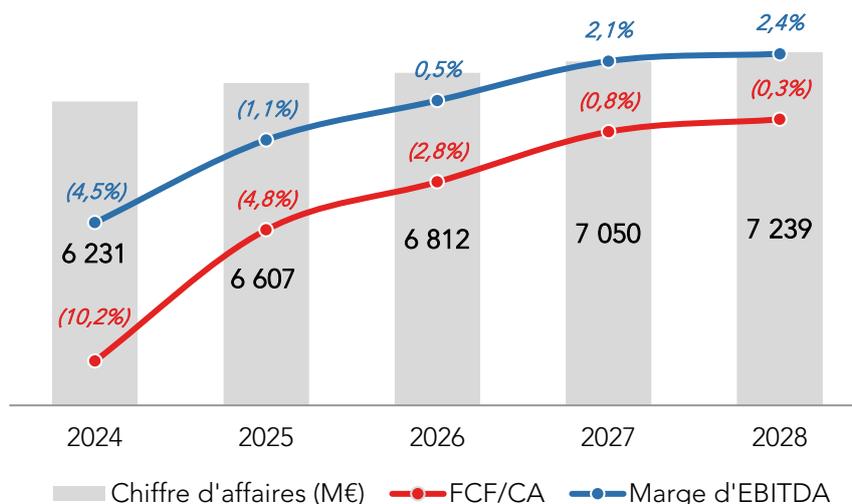
²¹⁹ Cf. **Annexe 26**.

²²⁰ Retraité de la prime de contrôle.

²²¹ Non retraits de la prime de contrôle.

²²² Cf. **Annexe 19**.

Plan d'Affaires DCF



Source : Société, analyse Ledouble

6.4.1.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires de l'Activité DCF sur la Période Explicite se fondent sur les hypothèses structurantes suivantes :

- la continuité d'exploitation du parc actuel de HM et SM²²³ ;
- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de près de **3,8%** entre 2024 et 2028, associée au développement des enseignes de proximité Casino avec l'ouverture de nombreux magasins, et en lien avec les mesures de réajustement tarifaire visant une amélioration du trafic client et des volumes ;
- une amélioration progressive de la marge d'EBITDA, qui redevient positive à partir de 2026 avant de s'établir à **2,4%** du chiffre d'affaires en 2028. Cette amélioration est notamment portée par des mesures d'économies de coûts de personnel et d'énergie, la cession de magasins non performants et la progression des ventes de marques distributeurs (« MDD ») ;
- la prise en compte des loyers facturés par IGC à l'Activité DCF (§ 6.3.1.1) ;
- d'autres produits et charges opérationnels (les « APCO ») tendant vers un niveau négatif de **1,0%** du chiffre d'affaires en fin de Période Explicite ;
- des investissements stables sur la Période Explicite afin de dynamiser la performance des magasins de l'enseigne, tendant vers **2,5%** du chiffre d'affaires en fin de Période Explicite ;
- l'absence d'impôt sur les sociétés²²⁴ ;
- la réintégration des gains d'achats AMC²²⁵.

²²³ Après cession des magasins A1.

²²⁴ Compte tenu du niveau significatif des déficits reportables du périmètre français d'intégration fiscale.

²²⁵ Opérationnellement, AMC réalise des marges sur les « gains d'achats ». Ces gains ont été répartis proportionnellement aux achats entre l'Activité DCF, Monoprix et Franprix.

6.4.1.2. Valeur Terminale

La Direction considère dans le Plan d’Affaires des flux de trésorerie de l’Activité DCF négatifs sur la Période Explicite, soit pendant quatre années, ne prévoyant un retour à l’équilibre qu’au-delà de cette période, avec la fermeture des magasins non rentables.

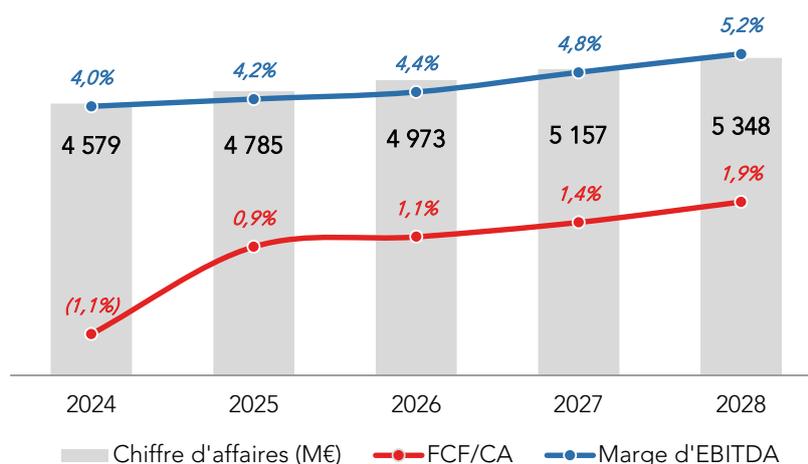
Dans le Scénario Continuité :

- nous avons conservé cette hypothèse, et positionné en 2028 les coûts de restructuration estimés par la Direction, permettant de considérer une valeur terminale nulle en approche intrinsèque ;
- nous n’avons pas modélisé de scénario de fermeture des magasins non rentables plus tôt, pendant la Période Explicite, cette hypothèse n’ayant pas été retenue par la Direction.

6.4.2. Données prévisionnelles Monoprix²²⁶

L’évolution, sur la Période Explicite (i) du chiffre d’affaires, (ii) du taux de marge d’EBITDA et (iii) du ratio de flux de trésorerie d’exploitation rapporté au chiffre d’affaires est la suivante :

Plan d’Affaires Monoprix



Source : Société, analyse Ledouble

6.4.2.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d’Affaires du groupe **Monoprix** sur la Période Explicite affichent :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires de près de **4,0%** entre 2024 et 2028 permise par :
 - le développement de l’offre textile et habitation, la rationalisation du référencement des produits alimentaires tourné vers l’offre de produits locaux, et l’accélération des programmes de fidélité ;

²²⁶ Cf. Annexe 19.

- l'ouverture de nouveaux magasins en franchise, principalement sur les enseignes Monop' et Monop' Daily, afin de s'implanter dans des quartiers résidentiels à fort pouvoir d'achat et dans des zones de passage ;
- la progression du taux de marge d'EBITDA sur la Période Explicite jusqu'à atteindre **5,2%** du chiffre d'affaires en 2028, grâce à une meilleure absorption de la structure des coûts (dépenses de personnel, coût logistique) et une rationalisation des frais de siège ;
- des APCO tendant vers un niveau négatif de **0,7%** du chiffre d'affaires en fin de Période Explicite ;
- un niveau d'investissements en hausse sur la Période Explicite afin de conserver une expérience client dite *premium* ;
- l'absence d'impôt sur les sociétés²²⁷ ;
- la réintégration de la marge réalisée par AMC²²⁸.

6.4.2.2. Valeur Terminale

Notre estimation du flux normatif s'appuie sur :

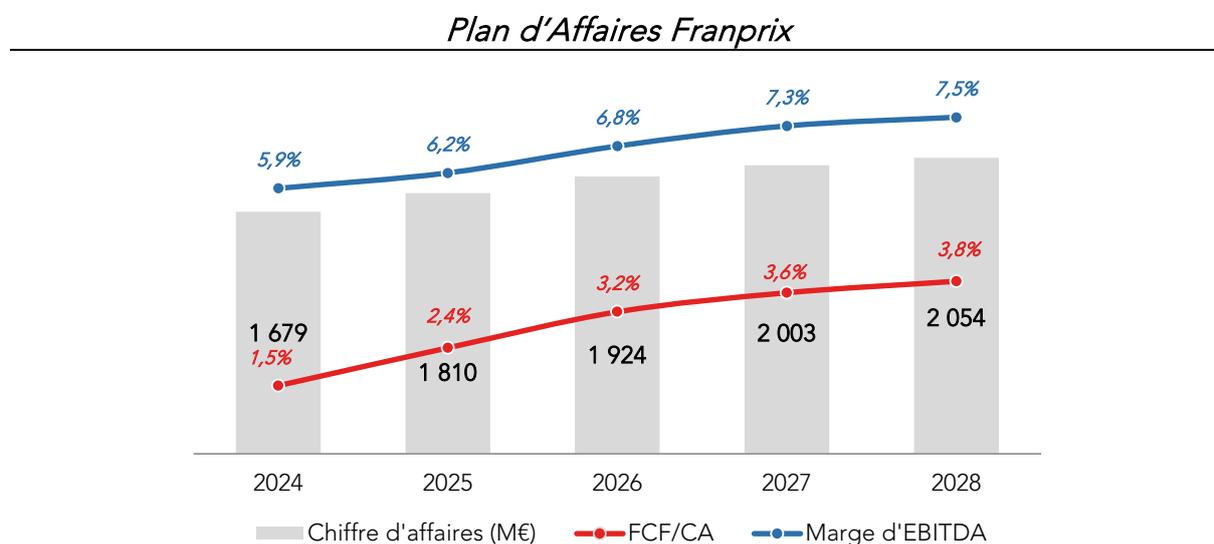
- une croissance du chiffre d'affaires en ligne avec le taux de croissance perpétuelle (§ 6.3.1.4) ;
- un taux de marge d'EBITDA égal à celui de la dernière année de la Période Explicite ;
- un taux d'APCO en proportion du chiffre d'affaires équivalent à celui prévu à la fin de la Période Explicite ;
- une variation de BFR alignée sur la croissance normative ;
- le Taux d'IS France ;
- des investissements à hauteur de **3,3%** du chiffre d'affaires pour maintenir l'image *premium* de l'enseigne.

²²⁷ Compte tenu du niveau significatif des déficits reportables du périmètre français d'intégration fiscale.

²²⁸ Opérationnellement, AMC réalise des marges sur les « gains d'achats ». Ces gains ont été répartis proportionnellement aux achats entre l'Activité DCF, Monoprix et Franprix.

6.4.3. Données prévisionnelles Franprix²²⁹

L'évolution, sur la Période Explicite (i) du chiffre d'affaires, (ii) du taux de marge d'EBITDA et (iii) du ratio de flux de trésorerie d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires se présente comme suit :



Source : Société, analyse Ledouble

6.4.3.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires **Franprix** sur la Période Explicite considèrent :

- une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de l'ordre de **5,2%** entre 2024 et 2028 ;
- une progression du taux de marge d'EBITDA sur la Période Explicite jusqu'à atteindre **7,5%** en 2028 ;
- des APCO tendant vers un niveau négatif de **0,7%** du chiffre d'affaires en fin de Période Explicite ;
- des investissements stables, en ligne avec leur niveau historique ;
- l'absence d'impôt sur les sociétés²³⁰ ;
- la réintégration de la marge réalisée par AMC²³¹.

6.4.3.2. Valeur Terminale

Le flux normatif s'appuie sur :

²²⁹ Cf. **Annexe 19**.

²³⁰ Compte tenu du niveau significatif des déficits reportables du périmètre français d'intégration fiscale.

²³¹ Opérationnellement, AMC réalise des marges sur les « gains d'achats ». Ces gains ont été répartis proportionnellement aux achats entre l'Activité DCF, Monoprix et Franprix.

- une croissance du chiffre d'affaires alignée sur le taux de croissance perpétuelle (§ 6.3.1.4) ;
- un taux de marge d'EBITDA égal à celui de la dernière année de la Période Explicite ;
- un taux d'APCO en proportion du chiffre d'affaires équivalent à celui prévu à la de la Période Explicite ;
- une variation de BFR fonction de la croissance normative ;
- le Taux d'IS France ;
- des investissements à hauteur de **2,7%** du chiffre d'affaires nécessaires à la maintenance du parc de magasins.

6.4.4. Données prévisionnelles Autres Activités²³²

Les données prévisionnelles des **Autres Activités** sont décomposées entre les sociétés ExtenC, RelevanC, Bao, Leader Price et d'une activité holding.

6.4.4.1. ExtenC

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires **ExtenC** sur la Période Explicite retiennent :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de **4%** ;
- une progression du taux de marge d'EBITDA ;
- des investissements maintenus à leur niveau historique ;
- l'absence d'impôt sur les sociétés²³³.

Le flux normatif s'appuie sur les hypothèses de la dernière année de la Période Explicite.

6.4.4.2. RelevanC

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires **RelevanC** sur la Période Explicite se fondent sur une croissance moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de **13%** ainsi que sur une stabilité du taux de marge d'EBITDA et du montant des investissements.

Le flux normatif reprend les données de la dernière année de la Période Explicite.

6.4.4.3. Cash&Carry Bao

Le Plan d'Affaires **Cash&Carry Bao** prévoit sur la Période Explicite une progression simultanée du chiffre d'affaires de l'ordre de **30%** par an et du taux de marge d'EBITDA tout en maintenant le montant d'investissement à son niveau historique.

L'estimation du flux normatif s'appuie sur les hypothèses de la dernière année de la Période Explicite.

²³² Cf. **Annexe 19**.

²³³ Compte tenu du niveau significatif des déficits reportables du périmètre français d'intégration fiscale.

6.4.4.4. Leader Price

Les données prévisionnelles du Plan d’Affaires relatives à **Leader Price** tablent sur un arrêt de l’activité fin 2025.

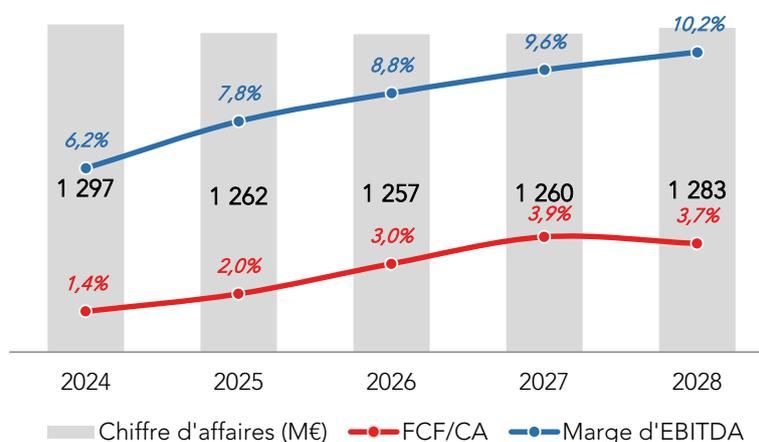
6.4.4.5. Holdings

Les données prévisionnelles du Plan d’Affaires relatives aux holdings sur la Période Explicite correspondent aux marges réalisées sur la refacturation des frais de holding.

6.4.5. Données prévisionnelles Cnova²³⁴

L’évolution (i) du chiffre d’affaires, (ii) du taux de marge d’EBITDA et (iii) du ratio de flux de trésorerie d’exploitation rapporté au chiffre d’affaires est la suivante :

Plan d’Affaires Cnova



Source : Société, analyse Ledouble

6.4.5.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d’Affaires du groupe **Cnova** sur la Période Explicite se fondent sur les principales hypothèses suivantes :

- › une décroissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires de **0,3%** entre 2024 et 2028 liée à la baisse des ventes directes au profit d’un modèle axé sur le *marketplace* afin de réduire les coûts logistiques ;
- › une progression du taux de marge d’EBITDA jusqu’à atteindre près de **10,2%** en 2028, portée par le développement du modèle *marketplace* ;
- › des APCO maîtrisés à un niveau négatif de **0,2%** du chiffre d’affaires en 2028 ;
- › des investissements stables autour de **4,3%** du chiffre d’affaires ;

²³⁴ Cf. Annexe 19.

- › une progression du BFR²³⁵ négatif sur la Période Explicite, atteignant **18,5%** du chiffre d'affaires en 2028.

6.4.5.2. Valeur Terminale

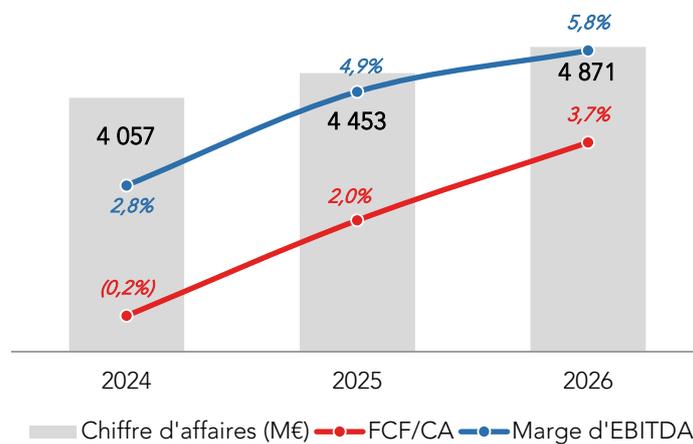
Notre estimation du flux normatif s'appuie sur :

- › une croissance du chiffre d'affaires correspondant au taux de croissance perpétuelle (§ 6.3.1.4) ;
- › un taux de marge d'EBITDA de **12%** en cohérence avec les acteurs du e-commerce au profil davantage *pure players* (§ 3.4.2.1), conformément à la stratégie de repositionnement à long terme de Cnova ;
- › un taux d'APCO en proportion du chiffre d'affaires équivalent à celui prévu à la fin de la Période Explicite ;
- › une variation de BFR fonction de la croissance normative ;
- › le Taux d'IS France ;
- › des investissements réduits à **4,0%** du chiffre d'affaires.

6.4.6. Données prévisionnelles GPA

L'évolution (i) du chiffre d'affaires, (ii) du taux de marge d'EBITDA et (iii) du ratio de flux de trésorerie d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires est la suivante :

Plan d'Affaires GPA



Source : Société, analyse Ledouble

²³⁵ Hors BFR Financing.

6.4.6.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d’Affaires du groupe **GPA** établi sur la période 2024-2026 se fondent sur les principales hypothèses suivantes²³⁶ :

- › une croissance annuelle du chiffre d’affaires entre 2024 et 2026 de **9,6%** ;
- › un redressement important et rapide du taux de marge d’EBITDA jusqu’à atteindre **5,8%** en 2026 ;
- › des APCO décroissants, portés à un niveau négatif de **0,2%** du chiffre d’affaires en 2026 ;
- › des investissements stabilisés autour de **2,5%** du chiffre d’affaires.

6.4.6.2. Valeur Terminale

Notre estimation du flux normatif s’appuie sur :

- › une croissance du chiffre d’affaires correspondant au taux de croissance perpétuelle (§ 6.3.1.4) ;
- › un taux de marge d’EBITDA équivalent à la moyenne des deux dernières années du Plan d’Affaires GPA ;
- › des APCO à un niveau négatif de **0,7%** du chiffre d’affaires, soit la moyenne des deux dernières années du Plan d’Affaires GPA ;
- › le Taux d’IS Brésil ;
- › des investissements maintenus à **2,5%** du chiffre d’affaires.

6.5. Passage des Segments Opérationnels aux entités juridiques

La Mission requiert une évaluation financière d’entités juridiques, soit les Entités du Périmètre de Sauvegarde, alors que le Plan d’Affaires est décliné par activité en suivant les Segments Opérationnels du Groupe, tels que France Retail et E-commerce.

En conséquence, pour valoriser les Entités du Périmètre de Sauvegarde à partir du Plan d’Affaires, nous avons réalloué les données prévisionnelles du Plan d’Affaires aux bornes des entités juridiques, en nous appuyant sur les organigrammes juridiques des différents sous-groupes valorisés.

6.5.1. DCF

La valorisation de DCF s’appuie sur les données prévisionnelles de l’Activité DCF présentées dans le Plan d’Affaires :

- › exclusion faite de la contribution des filiales rattachées analytiquement à l’Activité DCF mais détenues juridiquement par CPF (**Annexe 16**) et d’autres entités ;

²³⁶ Le Plan d’Affaires GPA table sur la cession du siège rue Alameda Lorena à São Paulo et des stations-services ; les produits de cession ont été inclus dans notre évaluation multicritère (§ 10.2).

- après prise en compte de la contribution de Franprix et des filiales de DCF incluses dans les Autres Activités (**Annexe 17**) .

6.5.2. CPF

La valorisation de CPF s'appuie sur :

- les données prévisionnelles des filiales opérationnelles de CPF, incluses dans le Plan d'Affaires dans l'Activité DCF (**Annexe 16**) et dans les Autres Activités (**Annexe 18**) ;
- des expertises immobilières pour les filiales immobilières de CPF.

Pour les autres Entités du Périmètre de Sauvegarde, la segmentation du Plan d'Affaires est en ligne avec leur périmètre juridique.

7. Évaluation boursière du Groupe

7.1. Analyse historique du cours de bourse

Les actions de Casino Guichard-Perrachon sont cotées depuis le 11 décembre 1995.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse de l'action Casino Guichard-Perrachon²³⁷ (l'« Action ») comparée à celle du CAC All Tradable²³⁸.

Évolution du cours de l'Action depuis le 25 octobre 2018



Source : Bloomberg

La chute du cours de l'Action est en lien avec (i) les communiqués de la Société annonçant une révision à la baisse de ses *guidances*, (ii) des réalisations inférieures aux attentes et (iii) les différentes annonces relatives à la Restructuration.

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action durant cette période d'observation résultent des événements suivants :

- 14 mars 2019 : communiqué relatif à un programme de cession d'actifs de 2,5 Md€ à horizon 3 ans ;
- 23 mai 2019 : ouverture de la procédure de sauvegarde de Rallye ;
- 11 septembre 2019 : offre publique d'échange par Carrefour évoquée dans la presse pour un montant compris entre 4 Md€ et 4,2 Md€ ;
- 30 octobre 2019 : lancement d'une émission obligataire sécurisée dans le cadre du plan de refinancement ;

²³⁷ Sous le code ISIN FR0000125585, mnémonique CO.

²³⁸ Le CAC All Tradable est un indice boursier créé en 2011, en remplacement de l'indice SBF 250, composé de toutes les sociétés françaises indexées par Euronext Paris, qui présentent une rotation annuelle du flottant au moins égale à 20%.

- > 17 mars 2020 : confinement national dans un contexte de crise sanitaire ;
- > 30 novembre 2020 : cession de 545 magasins Leader Price à Aldi pour 648 M€ ;
- > 25 février 2022 : annonce des résultats annuels 2021 affichant une baisse du résultat d'exploitation de près de 12% ;
- > 24 avril 2023 : offre de reprise de Daniel Křetínský incluant un apport en fonds propres ;
- > 25 mai 2023 : ouverture de la Période de Conciliation ;
- > 27 juillet 2023 : annonce des résultats du premier semestre 2023 avec un EBITDA en baisse de plus de 50% par rapport au premier semestre 2022 ;
- > 2 octobre 2023 : cession de 61 points de vente au Groupement Les Mousquetaires ;
- > 5 octobre 2023 : conclusion de l'Accord de Lock-Up avec les principaux créanciers ;
- > 16 octobre 2023 : annonce de l'accord préalable pour la cession de la participation de 34,05% dans Éxito à Grupo Calleja pour 376 M€²³⁹.

7.2. Cours moyens pondérés par les volumes

Le tableau, ci-après, présente les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») au **25 octobre 2023** :

CMPV	25-oct.-23	
M€	Cours	Capi. Boursière
# actions (millions)		108
Spot (clôture)	1,01 €	110
20 séances	1,19 €	129
60 séances	2,08 €	226
120 séances	3,43 €	372
180 séances	4,10 €	444
250 séances	4,73 €	513
12 mois	4,74 €	514
Min 12 mois	1,01 €	110
Max 12 mois	12,52 €	1 357

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

La capitalisation boursière de Casino a oscillé sur les douze derniers mois entre **0,1 Md€** et **1,4 Md€** traduisant la forte volatilité du cours de l'Action.

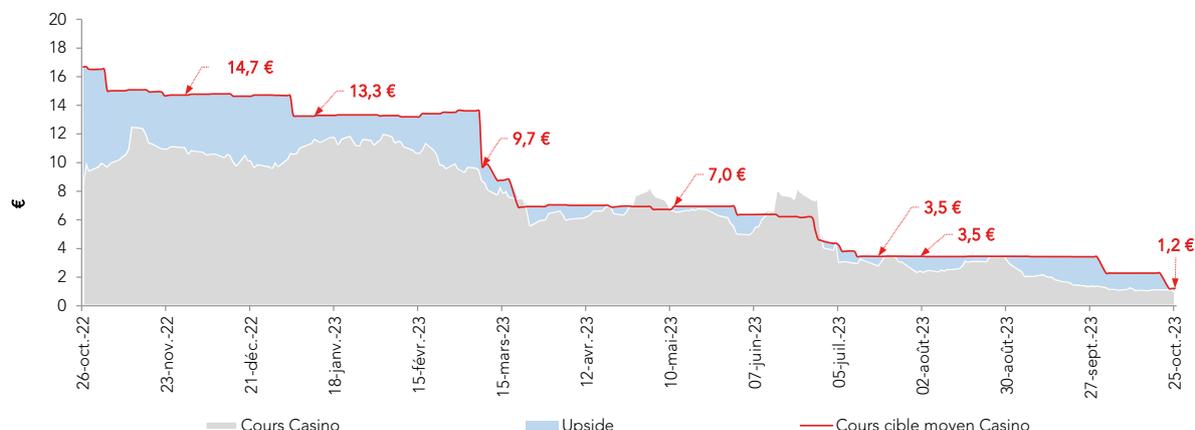
Pour nos analyses, nous privilégions la capitalisation boursière sur les 60 dernières séances de bourse, estimée à **0,2 Md€**.

²³⁹ 1,175 Md\$ x 0,94056 (taux de change) x 34,05%.

7.3. Cours cible des analystes

L'Action est suivie par plusieurs analystes dont nous avons relevé les recommandations depuis le 25 octobre 2022.

Évolution du cours cible depuis le 25 octobre 2022



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

En réaction aux annonces de la Société, les analystes ont revu significativement à la baisse leurs objectifs de cours et le niveau d'upside du cours cible sur le cours de bourse de l'Action. La valeur du Groupe induite par le dernier cours cible médian des analystes financiers ressort à 0,1 Md€²⁴⁰.

7.4. Valeur de marché de la dette cotée

La dette cotée émise en France par le Groupe est estimée au 25 octobre 2023 à 1,3 Md€, pour une valeur nominale de 5,6 Md€.

Valeur de marché de la dette cotée

Souche	# titres	Nominal	Nominal	VNC	60	JV
	En milliers	€/titre	M€	M€	séances	M€
EMTN 2024	5 091	100	509		1,7 €	9
EMTN 2025	3 574	100	357		1,6 €	6
EMTN 2026	4 498	100	450		1,7 €	8
HY 2026	4 000	100	400		1,8 €	7
HY 2027	5 250	100	525		1,7 €	9
Obligations Casino			2 241	2 053		38
Quatrim 2024	5 528	100	553		83,5 €	461
Obligations Quatrim			553	551		461
TSSDI E2005	6 000	100	600		0,8 €	5
TSSDI E2013	7 500	100	750		0,8 €	6
TSSDI			1 350	1 350		10
TLB	14 250	100	1 425	1 425	55,2 €	786
Total			5 569	5 379		1 296

Sur cette base, l'endettement net du périmètre France Retail, dont la VNC s'élève à 6,8 Md€ au 30 juin 2023 (§ 4.2), a une valeur de marché estimée à 2,7 Md€, dont 1,3 Md€ pour les

²⁴⁰ 1,2 € x 108 millions d'actions = 131 M€.

dettes cotées et **1,4 Md€** pour les dettes non cotées, maintenues par hypothèse pour leur VNC.

Endettement net du périmètre France Retail			
M€	Cotée	Non cotée	Total
VNC			
Obligations Casino	(2 053)		(2 053)
Obligations Quatrim	(551)		(551)
TLB	(1 425)		(1 425)
Autres		(1 412)	(1 412)
DFN	(4 029)	(1 412)	(5 441)
TSSDI	(1 350)		(1 350)
Total	(5 379)	(1 412)	(6 791)
Juste valeur			
Obligations Casino	(38)		(38)
Obligations Quatrim	(448)		(448)
TLB	(787)		(787)
Autres		(1 412)	(1 412)
DFN	(1 273)	(1 412)	(2 685)
TSSDI	(15)	-	(15)
Total	(1 287)	(1 412)	(2 699)

7.5. Valeur d'Entreprise induite par les références boursières

La valeur du Groupe telle qu'elle ressort des références boursières est comprise entre **0,1 Md€** (§ 7.3) et **0,2 Md€** (§ 7.2).

Après prise en compte de :

- la valeur de la participation dans GPA (§10.2) et Éxito²⁴¹ ;
- de l'endettement net des périmètres France Retail et E-commerce à la date la plus récente, incluant la valeur de marché des instruments de dettes cotées du périmètre France Retail (§ 7.4) ;
- de la VNC des Intérêts Minoritaires à la date la plus récente du périmètre France Retail et E-commerce (§ 4.2), qui restent peu significatifs ;

la Valeur d'Entreprise des périmètres France Retail et E-commerce, induite par les références boursières, est estimée entre **2,4 Md€** et **2,5 Md€** sans modification de la valeur de remboursement des dettes non cotées.

²⁴¹ Participations portées par Ségisor, filiale intégralement détenue par Casino. Éxito a été valorisée par référence au Prix de Cession Éxito (§10.1).

Valeur d'Entreprise France Retail et E-commerce

M€	Min	Max
Valeur des Fonds Propres	131	226
Valeur Éxito	1 105	1 105
% détention dans Éxito	30,70%	30,70%
(-) Valeur Éxito	(339)	(339)
Valeur GPA	852	802
% détention dans GPA	36,88%	36,88%
(-) Valeur GPA	(314)	(296)
Fonds propres France Retail et E-commerce	(522)	(410)
Juste valeur de DFN France Retail	2 699	2 699
Juste valeur de DFN E-commerce	63	63
DFN France Retail et E-commerce	2 763	2 763
VNC des Intérêts minoritaires	162	162
Total	2 402	2 515

Source : analyse Ledouble

8. Évaluation du périmètre France Retail

Le périmètre France Retail (§ 4.3) se compose :

- › des sociétés CGP, CF, DCF, Monoprix, CPF et sa filiale Quatrim ; et
- › d'autres entités juridiques telles que AMC, Easydis, Tévir et Intexa.

8.1. Casino Finance

8.1.1. Valeur d'Entreprise

Casino Finance, centrale de trésorerie du Groupe (§ 4.3.2), n'a pas d'activité opérationnelle. Aussi, nous considérons que sa valeur comptable est assimilable à une valeur de marché. Sa Valeur d'Entreprise correspond donc à son actif économique comptable de **5 M€** au 30 juin 2023, (§ 4.3) ajusté de sa variation sur le 3^{ème} trimestre 2023, soit un solde quasi-nul au 30 septembre 2023.

8.1.2. Valeur des Fonds Propres

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (§ 6.1.5), la Valeur des Fonds Propres de Casino Finance est estimée à **0,8 Md€** en supposant le recouvrement possible de la totalité des Intercos.

Casino Finance		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	(0)	(0)
Ajustements Comptables	11	11
Ajustements Comptables T3	1	1
Valeur d'Entreprise Ajustée	12	12
Dette Financière Nette	(1 212)	(1 212)
Ajustements DFN	(2)	(2)
DFN T3 et Ajustements DFN T3	38	38
Flux Intercalaire	-	-
DFN ajustée	(1 176)	(1 176)
Intercos	2 025	2 025
Intercos T3	(42)	(42)
Intercos ajustés	1 983	1 983
Fonds propres	819	819
Intérêts Minoritaires	-	-
Intérêts Minoritaires T3	-	-
Intérêts Minoritaires ajustés	-	-
Fonds propres - part du Groupe	819	819

8.2. Distribution Casino France

8.2.1. Valeur d'Entreprise

8.2.1.1. Activité DCF

L'évaluation multicritère de l'Activité DCF fait ressortir une Valeur d'Entreprise :

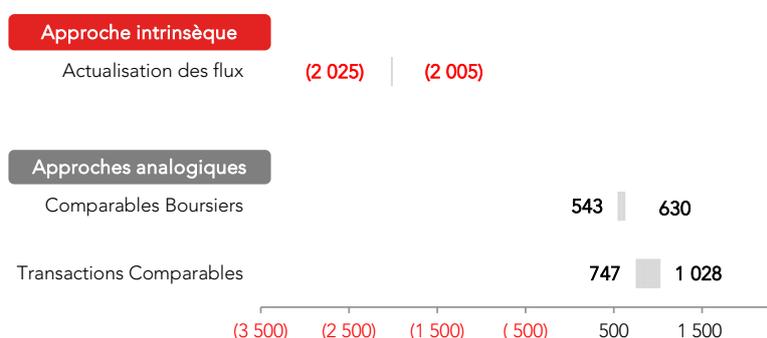
- de l'ordre de **(2,0) Md€²⁴²**, par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires (§ 6.4) au taux d'actualisation de l'activité (§ 6.3.1), après prise en compte de la cession des Magasins A1 (§ 2.4.2) ;

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise

Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
2,00%	(2 036)	(2 025)	(2 015)	(2 005)	(1 995)

- comprise entre **0,5 Md€** et **0,6 Md€²⁴³** en évaluation analogique²⁴⁴ par les Comparables Boursiers ;
- comprise entre **0,7 Md€** et **1,0 Md€²⁴⁵** en évaluation analogique par les Transactions Comparables²⁴⁶.

Valeur d'Entreprise Activité DCF (M€)



Les méthodes analogiques, fondées sur des agrégats à court et moyen terme, n'intègrent pas les pertes attendues sur la Période Explicite du Plan d'Affaires (§ 6.4.1). Dès lors, elles extériorisent des valeurs situées en haut de fourchette qui dans le contexte d'une activité déficitaire s'avèrent peu pertinentes.

Nous privilégions en conséquence l'approche intrinsèque et retenons une Valeur d'Entreprise de l'Activité DCF de l'ordre de **(2,0) Md€**.

²⁴² En raison d'une valeur terminale nulle (§ 6.4.1.2), la Valeur d'Entreprise de DCF n'est pas sensible au taux de croissance perpétuelle.

²⁴³ Cf. **Annexe 25**.

²⁴⁴ Multiples de **chiffre d'affaires** (§ 6.3.2.2).

²⁴⁵ Cf. **Annexe 26**.

²⁴⁶ Multiples de chiffre d'affaires pour HM et SM et d'EBITDA pour Proximité (§ 6.3.3.2) appliqués aux agrégats historiques (12 derniers mois).

8.2.1.2. Franprix

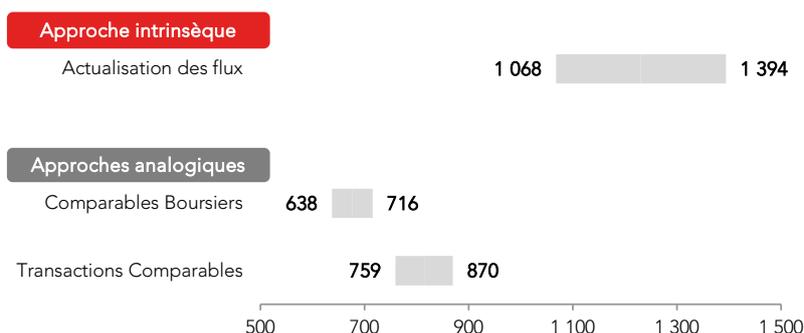
L'évaluation multicritère de Franprix extériorise une Valeur d'Entreprise comprise entre :

- **1,1 Md€ et 1,4 Md€**, par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires au taux d'actualisation de l'activité (§ 6.3.1) ;

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,50%	1 358	1 230	1 124	1 034	956
1,75%	1 419	1 280	1 165	1 068	985
2,00%	1 486	1 334	1 209	1 105	1 016
2,25%	1 562	1 394	1 258	1 145	1 050
2,50%	1 646	1 461	1 311	1 189	1 086

- **0,6 Md€ et 0,7 Md€**²⁴⁷ en évaluation analogique²⁴⁸ par les multiples observés sur les Comparables Boursiers ;
- **0,6 Md€ et 0,9 Md€**²⁴⁹ en évaluation analogique par les Transactions Comparables²⁵⁰.

Valeur d'Entreprise Franprix (M€)



Les méthodes analogiques, fondées sur des agrégats à court et moyen terme, ne permettent pas de capturer le programme d'ouverture de magasins prévu dans le Plan d'Affaires (§ 6.4.1).

Nous privilégions en conséquence l'évaluation intrinsèque avec une Valeur d'Entreprise de Franprix comprise entre **1,1 Md€ et 1,4 Md€**.

²⁴⁷ Cf. **Annexe 25**.

²⁴⁸ Multiples d'EBITDA (§ 6.3.2.2).

²⁴⁹ Cf. **Annexe 26**.

²⁵⁰ Multiples d'EBITDA (§ 6.3.3.2) appliqués aux agrégats historiques (12 derniers mois).

8.2.1.3. Autres entités

La Valeur d'Entreprise des autres filiales de DCF (§ 6.5.1) a été déterminée par approche analogique ou par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie lorsque ceux-ci étaient disponibles²⁵¹.

La Valeur d'Entreprise des autres filiales de DCF à inclure²⁵², nette de celle des entités à exclure²⁵³ du périmètre, est estimée autour de **0,2 Md€**.

La quasi-intégralité de cette valeur correspond à celle de la filiale ExtenC dont la Valeur d'Entreprise en approche intrinsèque est la suivante :

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,50%	208	190	175	163	152
1,75%	217	197	181	168	156
2,00%	226	205	187	173	160
2,25%	237	213	194	178	165
2,50%	248	222	202	184	170

8.2.1.4. Synthèse de la Valeur d'Entreprise DCF

Compte tenu des éléments exposés ci-dessus, la Valeur d'Entreprise de DCF est comprise entre **(0,8) Md€** et **(0,4) Md€**.

Valeur d'Entreprise DCF			
M€	Ref.	Min.	Max.
Activité DCF	§ 8.2.1.1	(2 025)	(2 005)
Franprix	§ 8.2.1.2	1 068	1 394
ExtenC		168	213
Autres filiales détenues par DCF		20	21
Filiales non détenues par DCF		(7)	(12)
Autres	§ 8.2.1.3	181	222
Valeur d'Entreprise DCF		(777)	(388)

²⁵¹ Soit pour les entités 3C Cameroun (Bao) et ExtenC.

²⁵² Car **détenues juridiquement** par DCF mais dont la contribution **n'est pas incluse** dans le plan d'affaires de l'Activité DCF.

²⁵³ Car **non détenues** juridiquement par DCF mais dont la contribution **est incluse** dans le plan d'affaires de l'Activité DCF.

8.2.2. Valeur des Fonds Propres

Après prise en compte :

- des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (§ 6.1.5) ; et
- de la VNC des Intérêts Minoritaires alloués analytiquement à DCF ;

la Valeur des Fonds Propres de DCF est estimée entre **(5,8) Md€** et **(5,4) Md€**.

DCF		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	(777)	(388)
Ajustements Comptables	(288)	(288)
Ajustements Comptables T3	13	13
Valeur d'Entreprise Ajustée	(1 052)	(663)
Dette Financière Nette	118	118
Ajustements DFN	8	8
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(137)	(137)
Flux Intercalaires	(25)	(25)
DFN ajustée	(38)	(38)
Intercos	(4 739)	(4 739)
Intercos T3	56	56
Intercos ajustés	(4 683)	(4 683)
Fonds propres	(5 773)	(5 384)
Intérêts Minoritaires	3	3
Intérêts Minoritaires T3	0	0
Intérêts Minoritaires ajustés	3	3
Fonds propres - part du Groupe	(5 770)	(5 381)

8.3. Monoprix

8.3.1. Valeur d'Entreprise

L'évaluation multicritère de Monoprix extériorise une Valeur d'Entreprise :

- comprise entre **1,0 Md€** et **1,4 Md€**, par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires au taux d'actualisation convenu pour l'activité (§ 6.3.1) ;

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,50%	1 334	1 192	1 072	971	885
1,75%	1 406	1 250	1 121	1 012	919
2,00%	1 486	1 314	1 174	1 056	956
2,25%	1 574	1 385	1 231	1 104	997
2,50%	1 674	1 464	1 295	1 156	1 040

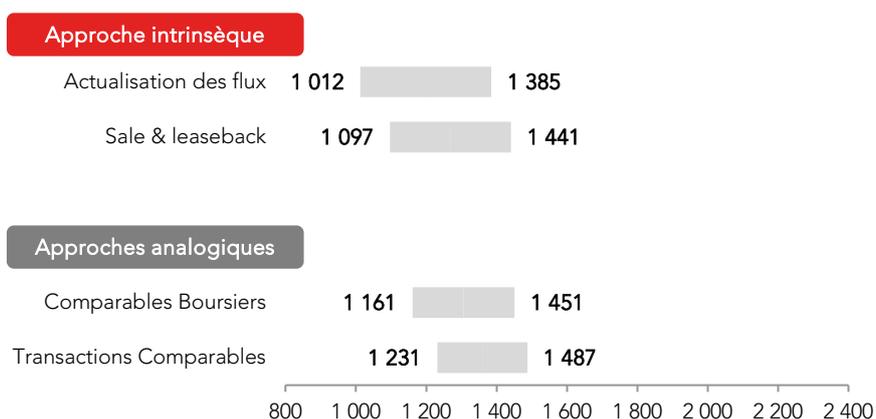
- comprise entre **1,1 Md€** et **1,4 Md€**, fondée sur la valorisation distincte, dans une approche *sale & leaseback* de :

- l'activité opérationnelle par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires, minorés des loyers immobiliers facturés par les holdings immobilières du sous-groupe, au taux d'actualisation défini pour l'activité (§ 6.3.1.3) ;
- l'immobilier sur la base des expertises immobilières les plus récentes ;

Monoprix		
M€	Min	Max
Valeur de l'activité	980	1 324
Valeur de l'immobilier	117	117
Valeur d'Entreprise	1 097	1 441

- > comprise entre **1,2 Md€** et **1,5 Md€²⁵⁴** en évaluation analogique²⁵⁵ par les multiples observés sur les Comparables Boursiers appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires ;
- > comprise entre **1,2 Md€** et **1,5 Md€²⁵⁶** en évaluation analogique²⁵⁷ fondée sur des Transactions Comparables.

Valeur d'Entreprise Monoprix (M€)



Nous retenons une Valeur d'Entreprise de Monoprix comprise dans une fourchette large entre **1,0 Md€** et **1,5 Md€**.

8.3.2. Valeur des Fonds Propres

La Valeur des Fonds Propres de Monoprix est estimée entre **0,8 Md€** et **1,3 Md€**, après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (§ 6.1.5), en supposant recouvrable la totalité des créances intragroupe.

²⁵⁴ Cf. Annexe 25.

²⁵⁵ Multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA (§ 6.3.2.2).

²⁵⁶ Cf. Annexe 26.

²⁵⁷ Multiples d'EBITDA (§ 6.3.3.2).

Monoprix		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	1 012	1 487
Ajustements Comptables	(102)	(102)
Ajustements Comptables T3	15	15
Valeur d'Entreprise Ajustée	925	1 401
Dette Financière Nette	(327)	(327)
Ajustements DFN	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	36	36
Flux Intercalaire	37	37
DFN ajustée	(255)	(255)
Intercos	199	199
Intercos T3	(53)	(53)
Intercos ajustés	146	146
Fonds propres	817	1 292
Intérêts Minoritaires	(0)	(0)
Intérêts Minoritaires T3	(0)	(0)
Intérêts Minoritaires ajustés	(0)	(0)
Fonds propres - part du Groupe	817	1 292

8.4. Quatrim

8.4.1. Valeur d'Entreprise

La valorisation de Quatrim, holding immobilière du Groupe (§ 4.3.4), se fonde sur un actif net réévalué tenant compte des éléments suivants :

- le parc immobilier²⁵⁸ de Quatrim et de ses filiales a été estimé à partir de la valeur des dernières expertises immobilières indépendantes disponibles ;
- les éventuelles plus-values immobilières n'ont été affectées d'aucun impôt, le stock de déficits reportables du Groupe étant suffisant pour couvrir cette charge d'impôt théorique ;
- les autres actifs et passifs économiques de Quatrim, soit le BFR²⁵⁹, ont été retenus pour leur VNC.

La Valeur d'Entreprise de Quatrim est estimée en juste valeur à **0,7 Md€**.

Valeur d'Entreprise Quatrim		
M€	VNC	ANR
Immobilisations corporelles	348	683
Immeubles de placement	67	55
BFR	(11)	(13)
Total	404	725

8.4.2. Valeur des Fonds Propres

La Valeur des Fonds Propres de Quatrim est estimée à **1,1 Md€ en supposant recouvrable la totalité des créances intragroupe**.

²⁵⁸ Ce parc immobilier regroupe l'immobilier commercial d'exploitation.

²⁵⁹ Solde au 30 juin 2023 ajusté de sa variation sur le 3^{ème} trimestre 2023.

Quatrim	
M€	JV
Valeur d'Entreprise	725
Ajustements Comptables	33
Ajustements Comptables T3	0
Valeur d'Entreprise Ajustée	758
Dette Financière Nette	(536)
Ajustements DFN	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(9)
Flux Intercalaire	-
DFN ajustée	(545)
Intercos	841
Intercos T3	17
Intercos ajustés	858
Fonds propres	1 071
Intérêts Minoritaires	0
Intérêts Minoritaires T3	-
Intérêts Minoritaires ajustés	0
Fonds propres - part du Groupe	1 071

8.5. Casino Participations France (hors Quatrim)

8.5.1. Valeur d'Entreprise

Hors Quatrim, l'actif économique de CPF (§ 4.3) se compose principalement d'actifs immobiliers détenus par les filiales immobilières de CPF²⁶⁰.

Pour obtenir la Valeur d'Entreprise de CPF (hors Quatrim), nous avons valorisé :

- les sociétés immobilières sur la base de la valeur des dernières expertises immobilières disponibles ;
- les filiales opérationnelles, intégrées analytiquement à l'Activité DCF ou aux Autres Activités, mais rattachées juridiquement à CPF, par un multiple de chiffre d'affaires²⁶¹.

Valeur d'Entreprise CPF (hors Quatrim)		
M€	Min.	Max.
Actifs immobiliers CPF (hors Quatrim)	69	69
Autres entités détenues par CPF	8	12
Total	76	81

La Valeur d'Entreprise de CPF hors Quatrim est proche de **0,1 Md€**.

²⁶⁰ Principalement les sociétés Dhokko et Dinaly.

²⁶¹ En l'absence de données prévisionnelles aux bornes de ces entités.

8.5.2. Valeur des Fonds Propres

Après prise en compte :

- des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (§ 6.1.5) ;
- de la VNC des Intérêts Minoritaires alloués analytiquement à Quatrim ;

la Valeur des Fonds Propres de CPF, hors Quatrim, s'établit à **1,5 Md€ en supposant recouvrable la totalité des créances intragroupe.**

CPF (hors Quatrim)		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	76	81
Ajustements Comptables	134	134
Ajustements Comptables T3	(2)	(2)
Valeur d'Entreprise Ajustée	208	213
Dette Financière Nette	15	15
Ajustements DFN	(8)	(8)
DFN T3 et Ajustements DFN T3	8	8
Flux Intercalaire	-	-
DFN ajustée	15	15
Intercos	1 252	1 252
Intercos T3	14	14
Intercos ajustés	1 265	1 265
Fonds propres	1 489	1 494
Intérêts Minoritaires	12	12
Intérêts Minoritaires T3	(12)	(12)
Intérêts Minoritaires ajustés	(1)	(1)
Fonds propres - part du Groupe	1 488	1 493

8.6. CPF (y compris Quatrim)

La consolidation des valeurs de Quatrim (§ 8.4.2) et des autres filiales de CPF (§ 8.5.2) permet d'estimer la valeur de l'entité juridique CPF autour de **2,6 Md€ en supposant recouvrable la totalité des créances intragroupe.**

CPF	CPF (hors Quatrim)		Quatrim	Total	
	Min	Max		Min	Max
M€					
Valeur d'Entreprise	76	81	725	801	805
Ajustements Comptables	134	134	33	167	167
Ajustements Comptables T3	(2)	(2)	0	(2)	(2)
Valeur d'Entreprise Ajustée	208	213	758	966	971
Dette Financière Nette	15	15	(536)	(521)	(521)
Ajustements DFN	(8)	(8)	-	(8)	(8)
DFN T3 et Ajustements DFN T3	8	8	(9)	(1)	(1)
Flux Intercalaire	-	-	-	-	-
DFN ajustée	15	15	(545)	(530)	(530)
Intercos	1 252	1 252	841	2 092	2 092
Intercos T3	14	14	17	31	31
Intercos ajustés	1 265	1 265	858	2 123	2 123
Fonds propres	1 489	1 494	1 071	2 560	2 564
Intérêts Minoritaires	12	12	0	12	12
Intérêts Minoritaires T3	(12)	(12)	-	(12)	(12)
Intérêts Minoritaires ajustés	(1)	(1)	0	(0)	(0)
Fonds propres - part du Groupe	1 488	1 493	1 071	2 559	2 564

8.7. Autres

8.7.1. Valeur d'Entreprise

Le segment Autres regroupe principalement :

- la société de *retail media* RelevanC valorisée par une actualisation de flux de trésorerie d'exploitation ;
- les enseignes Leader Price en cours de fermeture dont la valeur a été estimée à partir d'une actualisation de flux de trésorerie d'exploitation²⁶² ;
- la société cotée Intexa dont le cours de bourse constitue une référence pertinente ;
- l'activité holding dont la valeur a été estimée à partir d'une actualisation de flux de trésorerie d'exploitation correspondant à la marge réalisée sur la refacturation des frais de holding aux entités du Groupe ;
- les participations détenues par la société Tévir dans GPA (§ 10.2) et Éxito (§ 10.1).

²⁶² Ces flux ne se composent que de charges.

Autres		
M€	Min	Max
RelevanC	115	139
LeaderPrice	(48)	(48)
Intexa	(0)	1
Holdings & autres (hors Intexa)	145	221
<i>Valeur Éxito</i>	1 105	1 105
<i>% détention dans Éxito</i>	3,35%	3,35%
Participation Éxito	37	37
<i>Valeur GPA</i>	802	852
<i>% détention dans GPA</i>	4,02%	4,02%
Participation GPA	32	34
Valeur d'Entreprise	281	384

La Valeur d'Entreprise du segment Autres est comprise entre 0,3 Md€ et 0,4 Md€.

8.7.2. Valeur des Fonds Propres

La Valeur des Fonds Propres du segment Autres est estimée entre 3,5 Md€ et 3,6 Md€ en supposant recouvrable la totalité des créances intragroupe.

Autres		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	281	384
Ajustements Comptables	68	68
Ajustements Comptables T3	(7)	(7)
Valeur d'Entreprise Ajustée	342	445
Dette Financière Nette	22	22
Ajustements DFN	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	1	1
Flux Intercalaire	(11)	(11)
DFN ajustée	12	12
Intercos	3 062	3 062
Intercos T3	48	48
Intercos ajustés	3 109	3 109
Fonds propres	3 464	3 566
Intérêts Minoritaires	(0)	(0)
Intérêts Minoritaires T3	(0)	(0)
Intérêts Minoritaires ajustés	(0)	(0)
Fonds propres - part du Groupe	3 464	3 566

8.8. Casino (activité de holding)

8.8.1. Valeur d'Entreprise

Casino, juridiquement tête du Groupe, n'a pas d'activité opérationnelle. Elle refacture les coûts de holding qu'elle supporte aux différentes entités opérationnelles du Groupe.

La marge réalisée sur cette refacturation est intégrée dans l'activité holding de la section Autres (§ 8.7).

En conséquence, les seuls éléments valorisés à ce niveau sont les actifs inscrits²⁶³ au bilan de Casino²⁶⁴ qui n'ont pas été intégrés dans les autres segments et sa participation dans la société logistique Easydis.

Valeur d'Entreprise Casino		
M€	Min.	Max.
BFR	(23)	(23)
Autres filiales détenues par CGP	2	4
Valeur d'Entreprise Casino	(20)	(19)

Nous retenons pour la holding Casino une Valeur d'Entreprise entre **(20) M€** et **(19) M€**.

8.8.2. Valeur des Fonds Propres

La Valeur des Fonds Propres de la holding Casino est estimée à **(7,8) Md€** compte tenu du niveau des dettes financières et des dettes intragroupe supportées par la holding Casino.

Casino		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	(20)	(19)
Ajustements Comptables	(11)	(11)
Ajustements Comptables T3	(0)	(0)
Valeur d'Entreprise Ajustée	(32)	(30)
Dette Financière Nette	(3 520)	(3 520)
Ajustements DFN	(1 484)	(1 484)
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(45)	(45)
Flux Intercalaire	-	-
DFN ajustée	(5 050)	(5 050)
Intercos	(2 730)	(2 730)
Intercos T3	(16)	(16)
Intercos ajustés	(2 745)	(2 745)
Fonds propres	(7 827)	(7 826)
Intérêts Minoritaires	-	-
Intérêts Minoritaires T3	-	-
Intérêts Minoritaires ajustés	-	-
Fonds propres - part du Groupe	(7 827)	(7 826)

²⁶³ À l'exception du goodwill qui n'est pas fongible au cas d'espèce.

²⁶⁴ Solde au 30 juin 2023 ajusté de sa variation sur le 3^{ème} trimestre 2023.

8.9. Synthèse France Retail

Sur ces bases, la valeur du périmètre France Retail est comprise entre :

- 1,2 Md€ et 2,1 Md€ pour la Valeur d'Entreprise Ajustée ; et
- (5,9) Md€ et (5,0) Md€ pour la Valeur des Fonds Propres.

France Retail		
M€	Min	Max
Monoprix	1 012	1 487
Casino Finance	(0)	(0)
DCF	(777)	(388)
CPF	801	805
Autres	281	384
Casino	(20)	(19)
Valeur d'Entreprise	1 297	2 269
Ajustements Comptables	(154)	(154)
Ajustements Comptables T3	19	19
Valeur d'Entreprise Ajustée	1 162	2 134
Dette Financière Nette	(5 441)	(5 441)
Ajustements DFN	(1 486)	(1 486)
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(108)	(108)
Flux Intercalaire	0	0
DFN ajustée	(7 035)	(7 035)
Intérêts Minoritaires	15	15
Intérêts Minoritaires T3	(12)	(12)
<i>Intérêts Minoritaires ajustés</i>	<i>2</i>	<i>2</i>
Intercos	(90)	(90)
Intercos T3	23	23
<i>Intercos ajustés</i>	<i>(67)</i>	<i>(67)</i>
Fonds propres - part du Groupe	(5 938)	(4 965)

9. Évaluation du périmètre E-commerce

Le segment E-commerce est représentatif de l'activité de **Cdiscount**, société détenue en quasi-intégralité²⁶⁵ par la société holding **Cnova**, elle-même contrôlée à plus de 99% par Casino. L'organigramme simplifié du segment E-commerce est présenté en **Annexe 15**.

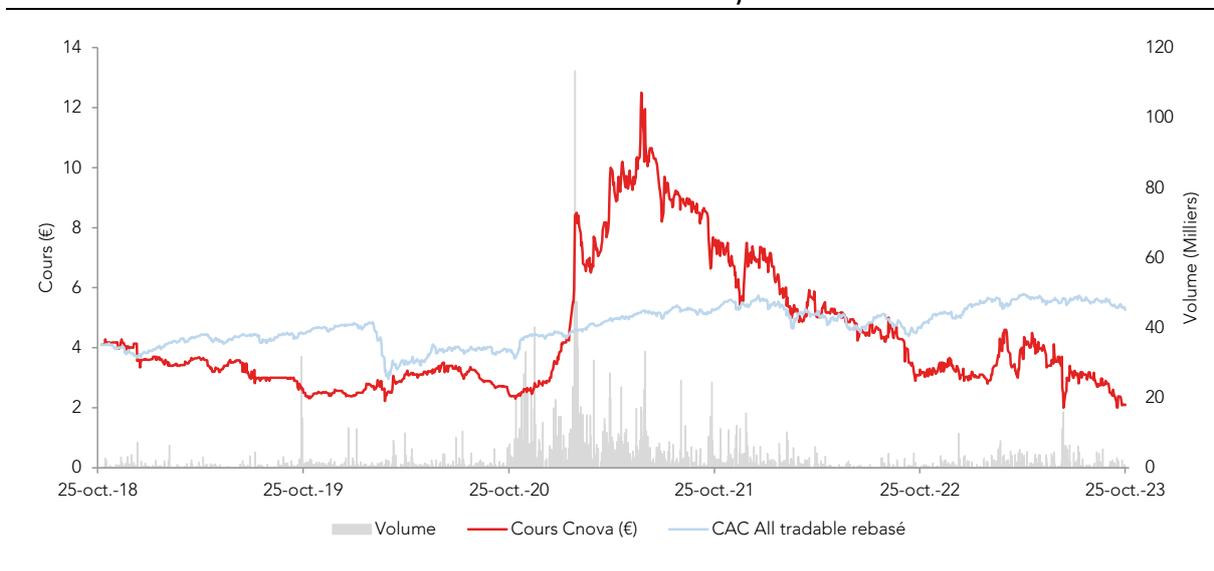
9.1. Valeur d'Entreprise

9.1.1. Références boursières

Les actions de Cnova (« **Action Cnova** ») sont cotées depuis le 2 février 2015.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse de l'Action Cnova²⁶⁶ comparée à celle du CAC All Tradable²⁶⁷.

Évolution du cours de l'Action Cnova depuis le 25 octobre 2018



Source : Bloomberg

Le cours a connu une forte hausse au premier semestre 2021, surperformant son indice de référence. Depuis le début de l'année 2023, il a retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire.

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action Cnova durant la période d'observation résultent des événements suivants :

- 18 février 2021 : annonce des résultats annuels 2020 avec une hausse de l'EBITDA de plus de 60% ;
- 1^{er} juin 2021 : Cnova évoque le lancement d'une augmentation de capital de 300 M€ pour financer son développement stratégique ;

²⁶⁵ 99,7% par Cnova et 0,3% par Casino Guichard Perrachon.

²⁶⁶ Sous le code ISIN NL0010949392, mnémonique CNV.

²⁶⁷ Le CAC All Tradable est un indice boursier créé en 2011, en remplacement de l'indice SBF 250, composé de toutes les sociétés françaises indexées par Euronext Paris, qui présentent une rotation annuelle du flottant au moins égale à 20%.

- > 5 juillet 2021 : Cnova est intégrée à l'indice *CAC All Tradable* ;
- > 8 octobre 2021 : augmentation de capital reportée en raison des conditions de marché défavorables ;
- > 17 février 2022 : publication des résultats annuels 2021 avec une augmentation de la *Gross Merchandise Value* (« **GMV** ») et de l'EBITDA par rapport à l'année précédente ;
- > 26 mai 2023 : ouverture de la Procédure de Conciliation ;
- > 31 juillet 2023 : résultats du 1^{er} semestre 2023 avec une amélioration de l'EBITDA par rapport au 1^{er} semestre 2022.

9.1.1.1. Cours moyens pondérés par les volumes

Le tableau, ci-après, présente les CMPV de Cnova au **25 octobre 2023** et la capitalisation boursière induite :

CMPV		25-oct.-23
M€	Cours	Capi. Boursière
# actions (millions)		345
Spot (clôture)	1,98 €	684
20 séances	2,13 €	736
60 séances	2,56 €	883
120 séances	2,94 €	1 014
180 séances	3,24 €	1 119
250 séances	3,23 €	1 116
12 mois	3,23 €	1 116
Min 12 mois	1,98 €	684
Max 12 mois	4,60 €	1 588

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

La capitalisation boursière de Cnova a varié sur les douze derniers mois entre **0,7 Md€** et **1,6 Md€**.

Nous soulignons toutefois que le flottant réduit, associé à sa faible rotation, limite la pertinence du critère du cours de bourse, que nous présentons à titre indicatif.

Rotation du flottant		25-oct.-23
Millions d'actions		
Volume échangé sur 12 mois		0,4
Flottant		3,4
# Actions Cnova		345
Rotation du flottant (%)		11%
Flottant (%)		1%

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

9.1.1.2. Cours cible des analystes

En raison d'un flottant réduit, l'Action Cnova n'est pas suivie par les analystes.

9.1.2. Évaluation intrinsèque

L'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires au taux d'actualisation convenu pour l'activité (§ 6.3.1), met en avant une Valeur d'Entreprise de Cnova comprise entre **0,5 Md€** et **0,6 Md€**.

Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
1,50%	582	538	498	464	433
1,75%	602	555	513	477	444
2,00%	624	573	529	490	456
2,25%	647	593	546	505	469
2,50%	672	614	564	521	483

Compte tenu :

- › des différences de rentabilité entre les acteurs du secteur du e-commerce, au profit des sociétés qui disposent de leurs propres gammes de produits ;
- › du repositionnement à long terme de Cnova vers ce type d'activités ;

nous présentons également à titre indicatif une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise de Cnova à son taux de marge d'EBITDA en valeur terminale, également comprise entre **0,5 Md€** et **0,6 Md€**.

Taux de marge d'EBITDA	Taux d'actualisation				
	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
11,00%	526	484	447	415	387
11,50%	575	528	488	453	422
12,00%	624	573	529	490	456
12,50%	673	618	570	528	491
13,00%	722	662	611	566	526

9.1.3. Évaluation analogique par les Comparables Boursiers

Par référence aux multiples de valorisation issus de notre panel de Comparables Boursiers, appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires, la Valeur d'Entreprise de Cnova est comprise entre **0,6 Md€** et **0,8 Md€**²⁶⁸.

9.1.4. Évaluation analogique par les Transactions Comparables

Par référence aux multiples de valorisation²⁶⁹ issus de notre panel de Transactions Comparables, appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires, la Valeur d'Entreprise de Cnova est comprise entre **0,6 Md€** et **0,8 Md€**²⁷⁰.

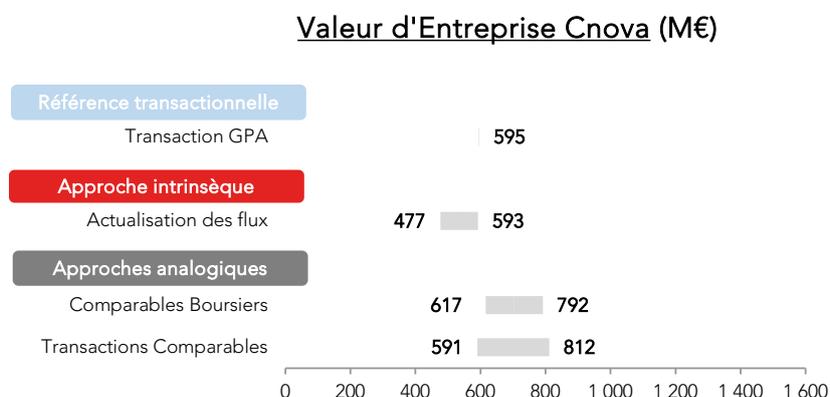
²⁶⁸ Cf. **Annexe 31**.

²⁶⁹ Multiples de **chiffre d'affaires** (§ 6.3.3.2) ; en raison de leur forte dispersion, les multiples d'EBITDA n'ont pas été retenus.

²⁷⁰ Cf. **Annexe 32**.

Par ailleurs, le Groupe a annoncé, dans un communiqué de presse en date du 27 novembre 2023, l'acquisition auprès de GPA de 34,0% du capital de Cnova au prix de 10 M€. Le prix d'acquisition extériorise une valeur de l'intégralité des fonds propres de Cnova de **0,03 Md€**²⁷¹ (le « **Prix de Cession E-commerce** »), induisant une Valeur d'Entreprise de **0,6 Md€** (§ 9.2).

9.1.5. Synthèse de la Valeur d'Entreprise



9.2. Valeur des Fonds Propres

La Valeur des Fonds Propres de Cnova encadre le Prix de Cession E-commerce.

Cnova			
M€	Min	Max	Transac
Valeur d'Entreprise	477	792	
Ajustements Comptables	(30)	(30)	
Ajustements Comptables T3	(3)	(3)	
Valeur d'Entreprise Ajustée	444	759	595
Dette Financière Nette	(78)	(78)	(78)
Ajustements DFN	-	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	7	7	7
Flux Intercalaire	8	8	
DFN ajustée	(63)	(63)	(71)
Intercos	(466)	(466)	(466)
Intercos T3	(28)	(28)	(28)
Intercos ajustés	(494)	(494)	(494)
Fonds propres	(114)	201	29
intérêts minoritaires réévalués	24	(42)	(6)
Fonds propres - part du Groupe	(90)	159	23

Au 30 juin 2023, le RFS de Cnova présente un actif net comptable part du Groupe négatif de **0,4 Md€**²⁷² et des intérêts minoritaires débiteurs de l'ordre de **0,1 Md€**²⁷³.

Nous estimons que le **Prix de Cession E-commerce** est représentatif d'une valeur transactionnelle effectuée dans des conditions normales de marché, et retenons donc, comme Valeur des Fonds Propres du périmètre E-commerce, ce montant de **0,03 Md€**.

²⁷¹ Valeur implicite pour 100 % de Cnova de 29,4 M€, soit 10 M€/34%.

²⁷² Soit **(448) M€** au 30 juin 2023 comparés à **(513) M€** au 31 décembre 2022.

²⁷³ Soit **72 M€** au 30 juin 2023 comparés à **70 M€** au 31 décembre 2022.

10. Évaluation de Ségisor

Ségisor est la société holding qui porte les participations du Groupe en Amérique latine, soit GPA et Éxito (§ 3.3.3).

10.1. Évaluation d'Éxito

Le Groupe a annoncé, dans un communiqué de presse en date du 16 octobre 2023, la signature d'un accord préalable à la vente de la totalité de sa participation dans Éxito à Grupo Calleja, pour un prix de 400 M\$, valorisant le groupe Éxito à 1,175 Md\$, soit 1,105 Md€²⁷⁴ au taux de conversion de la Date d'Entrée en Sauvegarde (le « **Prix de Cession Éxito** »).

Compte tenu de ces éléments, nous retenons comme référence, pour la Valeur des Fonds Propres d'Éxito, le Prix de Cession Éxito de **1,1 Md€**.

10.2. Évaluation de GPA

10.2.1. Références boursières

Les actions de GPA (unitairement, l'« **Action GPA** ») sont cotées depuis le 29 mai 2000 à la bourse brésilienne B3 et depuis le 29 mai 1997 sous la forme d'American Depositary Receipt (« **ADR** »²⁷⁵) à la bourse de New York (NYSE).

L'essentiel des échanges ayant été réalisés sur le marché américain au cours des cinq dernières années, nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse de l'Action GPA²⁷⁶ en euros²⁷⁷, comparée à celle de l'indice SPX²⁷⁸.

Évolution du cours de l'Action GPA depuis le 25 octobre 2018



Source : Bloomberg

²⁷⁴ Pour l'intégralité des fonds propres d'Éxito.

²⁷⁵ Les ADR sont des titres financiers émis par une banque dépositaire américaine qui représentent la propriété d'actions d'une entreprise étrangère.

²⁷⁶ Sous le code ISIN US20440T3005, mnémonique CBD.

²⁷⁷ Convertis au taux de change journalier, **Annexe 21**.

²⁷⁸ Le SPX, abréviation de Standard & Poor's 500, est l'indice boursier mesurant la performance des 500 plus grandes entreprises cotées en bourse aux États-Unis.

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action GPA durant cette période d'observation résultent des événements suivants :

- 31 janvier 2019 : après plusieurs semaines de spéculation, la direction de GPA a informé ses actionnaires et le marché qu'il n'était prévu aucune modification significative de sa structure actionnariale, pouvant conduire à un changement de contrôle ;
- 15 juin 2019 : cession par GPA de l'intégralité de sa participation dans Via Varejo²⁷⁹, afin de se recentrer sur l'activité alimentaire ;
- 31 août 2020 : cession de plusieurs actifs immobiliers pour près de 1,2 MdBRL ;
- 10 septembre 2020 : volonté d'ouvrir le capital d'Assaí au public ;
- 19 février 2021 : annonce du spin-off de certains actifs GPA et de l'autorisation de cotation des actions de sa filiale Sendas (Assaí) sur le marché financier brésilien ;
- 5 août 2022 : émission de 1,2 MdBRL d'obligations ;
- 29 août 2023 : réalisation par GPA du Spin-Off ;
- 16 octobre 2023 : annonce de l'accord préalable pour la cession de sa participation de 13,31% dans Éxito à Grupo Calleja pour 147 M€²⁸⁰ (§ 10.1).

10.2.1.1. Cours moyens pondérés par les volumes

Le tableau, ci-après, présente les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** »)²⁸¹ de GPA à la Date d'Entrée en Sauvegarde et la capitalisation boursière induite :

CMPV - GPA		25-oct.-23
M€	Cours	Capi. Boursière
# actions (millions)		270
Spot (clôture)	0,58 €	156
20 séances	0,62 €	168
Après le Spin-Off*	0,82 €	222
60 séances	0,96 €	258
120 séances	1,02 €	277
180 séances	0,96 €	259
250 séances	0,99 €	268
12 mois	0,99 €	268
Min 12 mois	0,57 €	155
Max 12 mois	1,41 €	382

* A compter du 29 août 2023

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

²⁷⁹ Société de distribution de produits électroniques et électroménagers.

²⁸⁰ 1,175 Md\$ x 0,94056 (taux de change) x 13,31%.

²⁸¹ Cours de bourse converti en euros.

Le cours de bourse a été impacté par le Spin-Off. Au regard du niveau du flottant de GPA et de son taux de rotation sur les douze derniers mois, le cours de bourse peut être considéré comme représentatif de la valeur de GPA.

Rotation de l'Action GPA

25-oct.-23	Millions
Flottant	159
Actions en circulation	270
Poids du flottant	59%
Volume échangé 12 mois	287
Volume échangé 12 mois (avant Spin-Off)	285
Rotation du flottant (avant Spin-Off)	178%

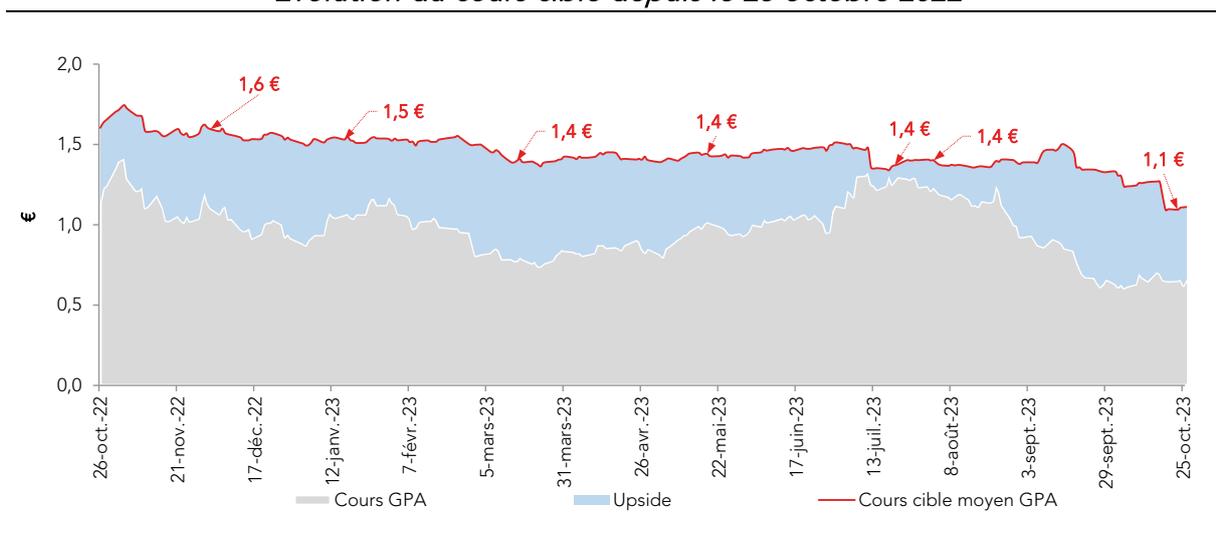
Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, analyse Ledouble

Pour nos analyses, nous retenons la capitalisation boursière estimée après Spin-Off de **0,2 Md€**, qui tient compte de la nouvelle structure du groupe GPA.

10.2.1.2. Cours cible des analystes

L'Action GPA est suivie par plusieurs analystes, avec un cours cible médian actuel de **1,1 €**, extériorisant un *upside* potentiel, par rapport au CMPV 20 séances, de près de 80%²⁸².

Évolution du cours cible depuis le 25 octobre 2022



Source : Bloomberg, analyse Ledouble

La Valeur des Fonds Propres de GPA induite par le cours cible médian des analystes ressort actuellement à **0,3 Md€**²⁸³.

Par construction, la Valeur des Fonds Propres de GPA induite par le cours de bourse et le cours cible des analystes **intègre la valeur de la participation de GPA dans Éxito et Cnova**.

²⁸² 1,1 € (cours cible) / CMPV 20 séances (0,62 €) - 1 = 77%.

²⁸³ 1,1 € x 270 millions d'actions = 297 M€.

10.2.2. Évaluation intrinsèque

L'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires GPA, au taux d'actualisation convenu pour l'activité (§ 6.3.1.3), extériorise une Valeur d'Entreprise de GPA comprise entre **1,0 Md€** et **1,2 Md€**.

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation				
	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
2,50%	1 156	1 089	1 029	976	929
2,75%	1 198	1 126	1 062	1 005	955
3,00%	1 244	1 165	1 097	1 036	983
3,25%	1 292	1 207	1 134	1 069	1 012
3,50%	1 344	1 253	1 173	1 104	1 043

Après prise en compte :

- des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à celle des Fonds Propres (§ 6.1.5) ;
- de la VNC des Intérêts Minoritaires de GPA dans ses filiales²⁸⁴ ;
- de la valeur des participations détenues par GPA dans Éxito et Cnova, évaluées respectivement à partir du Prix de Cession Éxito et du Prix de Cession E-commerce ;

la Valeur des Fonds Propres de GPA est estimée entre **0,6 Md€** et **0,9 Md€**.

GPA - approche intrinsèque		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	1 005	1 207
Ajustements Comptables	524	524
Ajustements Comptables T3	(50)	(50)
Valeur d'Entreprise Ajustée	1 480	1 682
Dette Financière Nette	(527)	(527)
Ajustements DFN	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(20)	(20)
Flux Intercalaire	29	29
DFN ajustée	(517)	(517)
<i>Fonds propres Éxito</i>	1 105	1 105
<i>% détention dans Éxito</i>	13,31%	13,31%
Participation Éxito	147	147
<i>Fonds propres Cnova</i>	29	29
<i>% détention dans Cnova</i>	34,00%	34,00%
Participation Cnova	10	10
Participations	157	157
Intercos	1	1
Intercos T3	(2)	(2)
Intercos ajustés	(1)	(1)
Intérêts Minoritaires	(469)	(469)
Intérêts Minoritaires T3	-	-
Intérêts Minoritaires ajustés	(469)	(469)
Fonds propres	649	852

10.2.3. Évaluation analogique par les Comparables Boursiers

Par référence aux multiples de valorisation²⁸⁵ issus de notre panel de Comparables Boursiers, appliqués aux agrégats les plus récents communiqués par la Direction et issus des prévisions des analystes financiers, **hors contribution de Cnova et d'Éxito**, la Valeur d'Entreprise de GPA est comprise entre **0,6 Md€** et **1,2 Md€**²⁸⁶.

Après prise en compte :

- des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (§ 6.1.5) ;
- de la VNC des Intérêts Minoritaires de GPA dans ses filiales²⁸⁷ ;
- de la valeur des participations détenues par GPA, estimée à partir du Prix de Cession Éxito (§ 10.1) et du Prix de Cession E-commerce (§ 9.2) ;

la Valeur des Fonds Propres de GPA est estimée entre **0,2 Md€** et **0,8 Md€**.

GPA - Comparables Boursiers		
M€	Min	Max
Valeur d'Entreprise	548	1 158
Ajustements Comptables	524	524
Ajustements Comptables T3	(50)	(50)
Valeur d'Entreprise Ajustée	1 023	1 633
Dette Financière Nette	(527)	(527)
Ajustements DFN	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(20)	(20)
Flux Intercalaire	29	29
DFN ajustée	(517)	(517)
<i>Fonds propres Éxito</i>	1 105	1 105
<i>% détention dans Éxito</i>	13,31%	13,31%
Participation Éxito	147	147
<i>Fonds propres Cnova</i>	29	29
<i>% détention dans Cnova</i>	34,00%	34,00%
Participation Cnova	10	10
Participations	157	157
Intercos	1	1
Intercos T3	(2)	(2)
Intercos ajustés	(1)	(1)
Intérêts Minoritaires	(469)	(469)
Intérêts Minoritaires T3	-	-
Intérêts Minoritaires ajustés	(469)	(469)
Fonds propres	192	802

²⁸⁴ Rapport financier semestriel de GPA au 30 juin 2023 : 13.719 MBRL (capitaux propres) – 11.220 MBRL (capitaux propres part du groupe) = 2.499 MBRL, valorisés au taux de change BRL/EUR à la Date d'Entrée en Sauvegarde de 0,18778, soit **469 M€**.

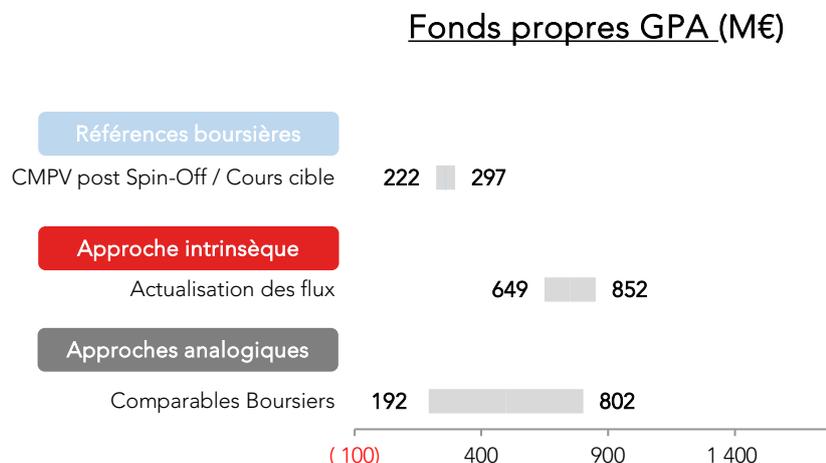
²⁸⁵ Multiples d'EBITDA (§ 6.3.2).

²⁸⁶ Cf. **Annexe 28**.

²⁸⁷ Rapport financier semestriel de GPA au 30 juin 2023 : 13.719 MBRL (capitaux propres) – 11.220 MBRL (capitaux propres part du groupe) = 2.499 MBRL, valorisés au taux de change BRL/EUR à la Date d'Entrée en Sauvegarde de 0,18778, soit **469 M€**.

10.2.4. Évaluation analogique par les Transactions Comparables

En l'absence de données suffisamment fiables²⁸⁸ sur les multiples d'EBITDA issus de notre échantillon de Transactions Comparables²⁸⁹, nous n'avons pas retenu cette approche.



En raison de l'opération récente de Spin-Off et de la difficulté à apprécier entièrement son impact sur les références boursières de GPA, nous ne retenons pas les références boursières.

Compte tenu du niveau de croissance du chiffre d'affaires et de l'amélioration rapide du taux de marge d'EBITDA prévus dans le Plan d'Affaires GPA, nous considérons que le bas de fourchette de l'approche analogique, estimé à partir de l'atterrissage 2023, ne reflète pas le potentiel de croissance attendu dans le Plan d'Affaires GPA.

En conséquence, nous retenons pour GPA une Valeur des Fonds Propres comprise entre **0,6 Md€** et **0,9 Md€**, fondée sur l'approche intrinsèque et sur le haut de fourchette de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers.

10.3. Évaluation de Ségisor

Après prise en compte des éléments spécifiques à la holding Ségisor et de la valeur de ses participations dans GPA et Éxito, nous estimons la Valeur des Fonds Propres de Ségisor autour de **1,2 Md€**.

²⁸⁸ Forte dispersion des résultats.

²⁸⁹ Cf. **Annexe 29**.

Ségisor

M€	Min	Max
BFR	(46)	(46)
Ajustements Comptables	0	0
Ajustements Comptables T3	0	0
<i>Valeur Éxito</i>	1 105	1 105
<i>% détention dans Éxito</i>	30,70%	30,70%
Participation Éxito	339	339
<i>Valeur GPA</i>	802	852
<i>% détention dans GPA</i>	36,88%	36,88%
Participation GPA	296	314
Valeur d'Entreprise Ajustée	589	607
Dette Financière Nette	74	74
Ajustements DFN	-	-
DFN T3 et Ajustements DFN T3	(55)	(55)
Flux Intercalaire	-	-
DFN ajustée	20	20
Intercos	558	558
Intercos T3	7	7
<i>Intercos ajustés</i>	<i>566</i>	<i>566</i>
Intérêts Minoritaires	-	-
Intérêts Minoritaires T3	-	-
<i>Intérêts Minoritaires ajustés</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Fonds propres	1 174	1 192

11. Évaluation de Casino

11.1. Synthèse de l'évaluation multicritère

Sur la base des fourchettes de valorisation des entités du Groupe établies *supra* (§ 8,9 et 10), la valeur de Casino s'inscrit dans une fourchette large de valeurs négatives, comprise entre (3,8) Md€ et (4,7) Md€.

Valeur des Fonds Propres Groupe

M€	Ref.	Valeur d'Entreprise Ajustée			DFN ajustée	Intercos ajustés	IM ajustés	Valeur des Fonds Propres		
		Min	Max	Moy.				Min	Max	Moy.
Entités juridiques										
Casino Finance	§ 8.1	12	12	12	(1 176)	1 983	-	819	819	819
DCF	§ 8.2	(1 052)	(663)	(858)	(38)	(4 683)	3	(5 770)	(5 381)	(5 576)
Monoprix	§ 8.3	925	1 401	1 163	(255)	146	(0)	817	1 292	1 054
CPF	§ 8.5	966	971	969	(530)	2 123	(0)	2 559	2 564	2 562
Autres	§ 8.7	342	445	394	12	3 109	(0)	3 464	3 566	3 515
Casino	§ 8.8	(32)	(30)	(31)	(5 050)	(2 745)	-	(7 827)	(7 826)	(7 826)
France Retail		1 162	2 134	1 648	(7 035)	(67)	2	(5 938)	(4 965)	(5 452)
Ségisor	§ 10.3	589	607	598	20	566	-	1 174	1 192	1 183
E-commerce (100%)	§ 9.2	595	595	595				29	29	29
E-commerce dans Ségisor (34%)		(202)	(202)	(202)				(10)	(10)	(10)
Hors France Retail		982	1 000	991				1 193	1 212	1 203
Total Groupe		2 143	3 134	2 639				(4 744)	(3 754)	(4 249)

11.2. Recoupement avec les références boursières

La Valeur d'Entreprise du périmètre France Retail, y compris le E-commerce, issue de notre approche multicritère, encadre la valeur induite par les références boursières du Groupe ; nous soulignons toutefois que les marchés n'anticipent plus, selon nous, une continuité d'exploitation en *standalone* (§ 7.5).

Périmètre France Retail et E-commerce

M€	Ref.	Min	Max
Approche multicritère			
France Retail	§ 11	1 162	2 134
E-commerce	§ 9.1.5	595	595
Total		1 757	2 729
Approche boursière			
Valeur induite	§ 7.5	2 402	2 515

12. Plan d'Affaires Consortium

Le Plan d'Affaires Consortium du 4 décembre 2023²⁹⁰ :

- présente les données prévisionnelles des périmètres France Retail et E-commerce sur la période 2024 à 2028, intégrant les effets de la Restructuration ;
- met en avant trois scénarios dont les différences portent sur la gestion de l'Activité DCF :
 - le scénario 1 prévoit la continuité d'exploitation des HM et SM hors cession ITM, avec des investissements significatifs afin de relancer leur activité ;
 - le scénario 2 considère la cession d'une partie des HM et SM, la mise en franchise d'une autre partie, et la conservation du solde ;
 - le scénario 3 retient une cession de l'intégralité des HM et SM dès 2024 ;
- prévoit pour les activités Franprix, Monoprix, Cdiscount et Autres, des trajectoires identiques dans les trois scénarios.

En raison de la volonté actuelle de la Direction d'organiser un processus de cession de tout ou partie des HM et SM, nos travaux ne portent que sur le scénario 3, qui après discussion avec le Consortium, constitue l'hypothèse privilégiée.

Nous rappelons que :

- le scénario Continuité table sur la continuité d'exploitation des HM et SM jusqu'en 2028 (§ 6.4.1), alors que le scénario 3 du Consortium table sur une cession des HM et SM dès fin 2024²⁹¹ ;
- le Plan d'Affaires Consortium est établi par activité et non aux bornes des Entités du Périmètre de Sauvegarde.

Sur la base d'une évaluation multicritère fondée sur une méthodologie et des paramètres identiques à ceux exposés *supra* (§ 6.3), la Valeur d'Entreprise²⁹² des différentes activités, estimée à partir du Plan d'Affaires et du scénario 3 du Plan d'Affaires Consortium, est la suivante²⁹³ :

²⁹⁰ La projection des flux de trésorerie du Consortium n'intègre pas d'estimation :

- de la variation prévisionnelle de BFR ;
- de l'impôt société ;
- du prix de cession des HM et SM.

²⁹¹ L'évaluation multicritère fondée sur le scénario 3 du Plan d'Affaires Consortium n'intègre aucun produit ni coût lié à la cession des HM et SM.

²⁹² Avant prise en compte des Ajustements Comptables et des Ajustement Comptables T3.

²⁹³ En l'absence d'information de la part du Consortium sur la variation prévisionnelle de BFR et l'impôt société, nous avons retenu pour ces éléments les hypothèses du Scénario Continuité.

Valeur d'Entreprise des périmètres France Retail et E-commerce

M€	§	Valeur privilégiée	Plan d'Affaires Scénario Continuité			Plan d'Affaires du Consortium		
			Min	Max	Moy.	Min	Max	Moy.
Activité DCF								
Actualisation des flux	§ 8.2.1.1	✓	(2 025)	(2 005)	(2 015)	242	616	429
Comparables Boursiers	§ 8.2.1.1		543	630	586	99	683	391
Monoprix								
Actualisation des flux	§ 8.3.1	✓	1 012	1 385	1 199	2 614	3 452	3 033
Comparables Boursiers	§ 8.3.1		1 161	1 451	1 306	978	1 319	1 149
Franprix								
Actualisation des flux	§ 8.2.1.2	✓	1 068	1 394	1 231	1 674	2 143	1 908
Comparables Boursiers	§ 8.2.1.2		638	716	677	704	817	761
Cdiscount								
Actualisation des flux	§ 9.1.5		477	593	535	(147)	(119)	(133)
Comparables Boursiers	§ 9.1.5		617	792	704	597	624	610
Valeur induite E-commerce	§ 9.1.5	✓		595	595		595	595
Autres activités France Retail								
CF	§ 8.1.2	✓	(0)	(0)	(0)			
CPF hors Quatrim	§ 8.5.2	✓	76	81	79			
Autres	§ 8.7.1	✓	281	384	333	(232)	(230)	(231)
Casino	§ 8.8.1	✓	(20)	(19)	(20)			
ExtenC	§ 8.2.1.3	✓	168	213	191			
Quatrim	§ 8.4.1	✓	725	725	725	n.d.	n.d.	n.d.
Total			1 879	2 753	2 316	4 892	6 576	5 734

L'évaluation multicritère sur la base du scénario 3 du Plan d'Affaires Consortium aboutit, comparativement à l'utilisation du Plan d'Affaires et toute chose égale par ailleurs, à²⁹⁴ :

- une valeur supérieure pour l'Activité DCF, Monoprix et Franprix ;
- une valeur inférieure pour les autres activités France Retail²⁹⁵ et Cdiscount²⁹⁶.

La comparaison du périmètre Autres activités France Retail est rendue difficile en raison du manque d'information sur la composition de ce dernier dans le Plan d'Affaires, notamment concernant les flux relatifs à l'immobilier détenu par Quatrim.

La Valeur d'Entreprise consolidée des périmètres France Retail et E-commerce pourrait atteindre une valeur maximale de **6,6 Md€**²⁹⁷ selon le scénario 3 du Consortium intégrant les effets de la Restructuration, à comparer à une valeur maximale de **2,8 Md€** dans le Scénario Continuité, fondé sur les prévisions de la Direction.

²⁹⁴ En considérant la valeur privilégiée.

²⁹⁵ L'évaluation des autres activités France Retail se fonde :

- dans le Scénario Continuité, sur la somme des Valeurs d'Entreprise des activités de CF, CPF hors Quatrim, et des Autres Activités estimées à partir du Plan d'Affaires ;
- dans le scénario 3 du Consortium, sur la Valeur d'Entreprise du périmètre Autres estimée à partir du Plan d'Affaires Consortium.

²⁹⁶ L'évaluation de Cdiscount se fonde :

- dans le Scénario Continuité, sur la Valeur d'Entreprise induite par le Prix de Cession E-commerce ;
- dans le scénario 3 du Consortium, sur une actualisation des flux prévisionnels de trésorerie du Plan d'Affaires Consortium.

²⁹⁷ Sans prise en compte des produits et coûts liés à la cession du parc HM/SM.

13. Synthèse de l'évaluation en continuité d'exploitation

13.1. Contexte de notre intervention

Dans la perspective de la mise en œuvre de la Restructuration de Casino, Ledouble a été désigné par le Juge-commissaire en date du 26 octobre 2023, en qualité d'expert financier indépendant, avec pour mission d'établir pour chacune des Entités du Périmètre de Sauvegarde, lors de la Sauvegarde Accélérée, trois rapports distincts, soit un rapport par société pour chacun des Volets de la Mission.

Il a été convenu avec les Administrateurs Judiciaires de présenter, pour chacun des Volets de la Mission, nos travaux sur les Entités du Périmètre de Sauvegarde dans un rapport commun, conduisant *in fine* à l'établissement de trois rapports dans une perspective de :

- continuité d'exploitation ;
- liquidation comprenant un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur et de réalisation des actifs pris isolément ;
- répartition entre les classes de parties affectées constituées de la valeur de l'entreprise ressortant des Scénarios Liquidatifs.

Le présent rapport rend compte de la valorisation des Entités du Périmètre de Sauvegarde selon le Scénario Continuité.

13.2. Éléments structurants de notre évaluation

Les principaux éléments sous-tendant notre évaluation sont les suivants :

- Le Plan d'Affaires du Groupe, établi sur la période 2023-2028, a été approuvé par le Conseil d'Administration du 21 novembre 2023 et mis en ligne sur le site internet de la Société le 22 novembre 2023 (§ 6.4).
- Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires :
 - tiennent compte des dernières perspectives de marché et constituent les meilleures estimations de la Direction à ce jour ;
 - se bornent au périmètre France Retail²⁹⁸ ;
 - tablent sur la poursuite des conditions de financement du BFR actuellement en vigueur tel que le *factoring*, le *reverse factoring* et l'obtention de délais de règlement par les fournisseurs (§ 6.1.6).
- Nous avons fondé notre évaluation multicritère du périmètre France Retail sur le Plan d'Affaires communiqué par la Direction (§ 6.4) en considérant :
 - la possibilité pour le Groupe de bénéficier d'un niveau de BFR Normatif en ligne avec les pratiques du secteur, ce qui impacte à la baisse la valeur du Groupe (§ 6.1.6) ;

²⁹⁸ Parmi les autres périmètres du Groupe, seul GPA dispose d'un plan d'affaires.

- un maintien de conditions commerciales de marché, bien qu'au regard de la situation financière du Groupe, ses fournisseurs pourraient vouloir réduire les délais de règlement à un niveau inférieur aux pratiques habituelles qui sous-tendent le niveau de BFR Normatif, induisant alors un besoin de trésorerie complémentaire qui, à ce stade, n'a pas été appréhendé dans notre évaluation.
- Hors remise en cause des conditions de financement du BFR, le Plan d'Affaires anticipe des besoins de trésorerie à l'horizon 2025, de sorte que sa réalisation suppose non seulement des apports de trésorerie, mais également une modification et une renégociation des échéances des dettes actuelles. Notre valorisation en continuité d'exploitation table sur l'aboutissement de ces opérations.
- En l'absence de comptes consolidés aux bornes de chacune des Filiales à la Date d'Entrée en Sauvegarde, nous avons estimé leur situation nette comptable à cette date à partir de :
 - leur contribution aux comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2023, après réintégration des comptes courants et autres créances/dettes intragroupe annulés en consolidation, et prise en compte des TSSDI classés comptablement en capitaux propres dans les comptes consolidés (§ 6.1.4) ;
 - la variation de leur contribution aux comptes consolidés du Groupe sur le 3^{ème} trimestre 2023 (§ 6.1.4).
- Pour les besoins de l'évaluation multicritère, nous avons :
 - ajusté la valeur des activités opérationnelles ou Valeur d'Entreprise des Entités du Périmètre de Sauvegarde, d'éléments dont la valeur n'est pas reflétée dans le Plan d'Affaires. Par convention, ces Ajustements Comptables, déterminés sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2023, puis ajustés de leur variation sur le 3^{ème} trimestre 2023, ont été pris en compte pour leur juste valeur, en minoration de la Valeur d'Entreprise (§ 6.1.5) ;
 - estimé le flux de trésorerie normatif utilisé pour le calcul de la valeur terminale en fonction des réalisations de la dernière année du Plan d'Affaires, et en considérant des investissements limités à la maintenance et à la rénovation des magasins existants. Pour l'activité Distribution Casino France, qui affiche des flux de trésorerie négatifs sur l'ensemble de la période du Plan d'Affaires, nous avons tenu compte de coûts de réorganisation pour prévoir un retour à l'équilibre en année normative ;
 - considéré recouvrables les soldes intragroupe (§ 6.1.5) dans une perspective de continuité.

- Le Groupe dispose en propre d'un patrimoine immobilier évalué annuellement par des experts immobiliers indépendants. En l'absence d'information plus récente, notre évaluation de l'activité immobilière du Groupe repose sur une perspective de cession immédiate de son parc immobilier aux valeurs d'expertise déterminées lors de la clôture de l'exercice 2022, les filiales prenant alors en location l'immobilier nécessaire à leur activité.
- Dans un communiqué en date du 18 décembre 2023, le Groupe confirme être en négociations exclusives avec ITM et Auchan Retail en vue d'un projet de cession de la quasi-totalité de son périmètre de HM et SM pour une Valeur d'Entreprise fixe de 1,35 Md€ (hors immobilier). Cette cession :
 - doit être appréciée en tenant compte des coûts inhérents à l'opération ;
 - est initiée dans le cadre de la Restructuration et n'était pas envisagée dans le Plan d'Affaires de la Direction.
- La Dette Financière Nette retenue pour nos calculs correspond au solde de 6,1 Md€ au 30 juin 2023 (§ 2.2.1), majoré :
 - de sa variation sur le 3^{ème} trimestre (§ 4.6.2) ;
 - des flux d'exploitation entre le 1^{er} octobre 2023 et la Date d'Entrée en Sauvegarde (§ 6.1.5)²⁹⁹.
- Pour les besoins de l'évaluation multicritère, nous avons :
 - ressorti de la Dette Financière Nette les éléments non encaissables ou décaissables, soit les primes de remboursement des obligations, les frais d'émission d'emprunts et les dettes de location financement (§ 6.1.5) ;
 - pris en compte les TSSDI classés dans les capitaux propres du Groupe (§ 6.1.5).

Dans la perspective de continuité d'exploitation, l'analyse du Plan d'Affaires révèle des besoins de trésorerie supplémentaires pour assurer le financement des investissements jusqu'en 2025 et l'incapacité du Groupe, en l'état actuel de sa structure financière, à assurer les échéances de remboursement des dettes financières et le financement opérationnel.

Dès lors, l'évaluation en continuité d'exploitation suppose *a minima* de disposer d'un soutien financier complémentaire, à brève échéance, pour assurer la poursuite de l'activité prévue dans le Plan d'Affaires, et de renégocier les échéances des différentes lignes de dettes financières et les *covenants*. Elle suppose également le maintien du financement du BFR dans les conditions actuelles.

²⁹⁹ Pour les besoins de l'affectation de la valeur entre les Parties Affectées, traitée dans le Rapport Parties Affectées, la Dette Financière Nette retenue à la Date d'Entrée en Sauvegarde intégrera également :

- les intérêts courus entre le 1^{er} octobre 2023 et la Date d'Entrée en Sauvegarde ;
- les frais ou commissions liées prévus contractuellement en cas de défaut ou de remboursement anticipés.

13.3. Synthèse des valeurs

L'évaluation des Entités du Périmètre de Sauvegarde dans une situation de continuité repose sur :

- › une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- › une évaluation analogique ;
- › une valorisation du patrimoine immobilier du Groupe fondée sur des expertises immobilières.

L'approche patrimoniale fondée sur l'ANCC n'a pas été mise en œuvre car jugée redondante avec l'évaluation multicritère qui valorise implicitement le fonds de commerce des différentes activités, en ce y compris la valeur de la marque Monoprix, et intègre la valeur de marché des actifs cessibles tels que l'immobilier.

S'agissant de l'Activité DCF, la Direction considère dans le Plan d'Affaires des flux de trésorerie négatifs pour cette activité sur la Période Explicite, soit pendant quatre années, ne prévoyant un retour à l'équilibre qu'au-delà de cette période, avec la fermeture des magasins non rentables. Dans le Scénario Continuité, nous avons conservé cette hypothèse, et retenu en 2028 les coûts de restructuration estimés par la Direction, permettant de considérer une valeur terminale nulle en approche intrinsèque. Nous n'avons pas modélisé de scénario de fermeture des magasins non rentables plus tôt, pendant la Période Explicite, cette hypothèse n'ayant pas été retenue par la Direction.

Les valeurs des Entités du Périmètre de Sauvegarde sont les suivantes :

Valeur d'Entreprise Ajustée - Casino et Filiales		
M€	Min	Max
Casino (Groupe)	2 143	3 134
CF	12	12
DCF	(1 052)	(663)
CPF	966	971
Quatrim	758	758
Monoprix	925	1 401
Ségisor	589	607

Valeur des Fonds Propres - Casino et Filiales		
M€	Min	Max
Casino (Groupe)	(4 744)	(3 754)
CF	819	819
DCF	(5 770)	(5 381)
CPF	2 559	2 564
Quatrim	1 071	1 071
Monoprix	817	1 292
Ségisor	1 174	1 192

Avec une rationalisation de la Valeur des Fonds Propres de Casino à partir de celle des Filiales qui se détaille comme suit :

Valeur des Fonds Propres - passage des Filiales à Casino		
M€	Min	Max
CPF	2 559	2 564
Quatrim	1 071	1 071
Quatrim déjà intégrée dans CPF	(1 071)	(1 071)
Monoprix	817	1 292
CF	819	819
DCF	(5 770)	(5 381)
Ségisor	1 174	1 192
Total Filiales	(401)	486
Part E-commerce détenue par CGP	19	19
Holding Casino	(7 827)	(7 826)
Autres	3 464	3 566
Autres éléments	(4 344)	(4 240)
Groupe	(4 744)	(3 754)

13.4. Plan d’Affaires du Consortium

La Valeur d’Entreprise³⁰⁰ consolidée des périmètres France Retail et E-commerce pourrait atteindre une valeur maximale de **6,6 Md€**, selon le scénario 3 du Consortium intégrant les effets de la Restructuration mais sans prise en compte des produits et coûts liés à la cession du parc HM/SM³⁰¹, à comparer à une valeur maximale de **2,8 Md€** dans le Scénario Continuité, fondé sur les prévisions de la Direction.

13.5. Appréciation des valeurs

Nous soulignons que :

- les bornes hautes des fourchettes de valeurs tablent sur la réussite du redressement de tous les Segments Opérationnels reflété dans le Plan d’Affaires ;
- aucun risque de réalisation n’a été intégré dans nos paramètres d’évaluation malgré :
 - l’écart observé depuis le début de l’exercice 2023 entre les prévisions et les réalisations, notamment sur l’Activité DCF ;
 - les difficultés actuelles de l’Activité DCF à résister à la concurrence ;
 - un programme d’ouverture de magasins volontariste pour la Proximité, Monoprix et Franprix sur les cinq prochaines années ;
- la valeur terminale représente une part prépondérante des valeurs issues de l’approche intrinsèque ;
- l’hypothèse de cession des actifs immobiliers du Groupe n’a été affectée d’aucune décote ;

³⁰⁰ Avant prise en compte des Ajustements Comptables et des Ajustements Comptables T3.

³⁰¹ Non modélisés dans le Plan d’Affaires du Consortium.

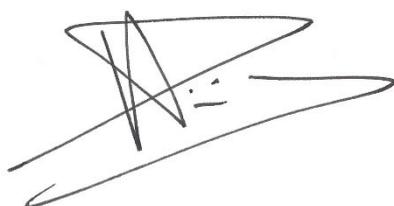
- dans la perspective de continuité d'exploitation, l'analyse du Plan d'Affaires révèle des besoins de trésorerie supplémentaires pour assurer le financement des investissements jusqu'en 2025 et l'incapacité du Groupe, en l'état actuel de sa structure financière, à assurer les échéances de remboursement des dettes financières et le financement opérationnel ;
- l'évaluation en continuité d'exploitation suppose *a minima* de disposer d'un soutien financier complémentaire, à brève échéance, pour assurer la poursuite de l'activité prévue dans le Plan d'Affaires, et de renégocier les échéances des différentes lignes de dettes financières et les *covenants*. Elle suppose également le maintien des conditions actuelles du financement du BFR.

Dans le contexte actuel, il s'agit ainsi de valorisations optimistes ; compte tenu de ces éléments, nous privilégions les valeurs des Entités du Périmètre de Sauvegarde situées en bornes basses des fourchettes d'évaluation.

La vision après Restructuration reflétée dans le Plan d'Affaires du Consortium révèle une Valeur d'Entreprise consolidée des périmètres France Retail et E-commerce supérieure.

Paris, le 18 décembre 2023

LEDOUBLE SAS



Agnès PINIOT
Présidente, Associée



Sébastien SANCHO
Associé

14. Annexes

14.1. Annexe 1. : ordonnances du 25 octobre 2023

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : CASINO GUICHARD-PERRACHON

JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023

NUMERO DE GREFFE : P20230288

ORDONNANCE

Nous, *Nichel TEY TU*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société CASINO, GUICHARD-PERRACHON,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

le cabinet LÉDOUOLE
.....
8 rue Holberg - 75009 Paris
.....

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONs que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

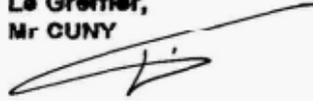
L *WS*

- La société CASINO GUICHARD PERRACHON, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A smaller, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : CASINO FINANCE
JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023
NUMERO DE GREFFE : 720301890

ORDONNANCE

Nous, *Nicholas TEYTU*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société CASINO FINANCE,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

le cabinet LE DOUBLE
8 rue Halévy - 75009 Paris

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

2

MS

- La société CASINO FINANCE, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A smaller handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : CASINO PARTICIPATIONS FRANCE

JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023

NUMERO DE GREFFE : 2202302894

ORDONNANCE

Nous, *Nichol TEYTO*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société CASINO PARTICIPATIONS FRANCE,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

..... *le cabinet LE DOUBLE*

..... *8 rue Halévy - 75009 Paris*

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

L

[Signature]

- La société CASINO PARTICIPATIONS FRANCE, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A smaller handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : DISTRIBUTION CASINO FRANCE
JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023
NUMERO DE GREFFE : P202302889

ORDONNANCE

Nous, *Nicholas TEYTU*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société DISTRIBUTION CASINO FRANCE,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

le cabinet LE DOUBLE
8 rue Halévy - 75009 Paris

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

L

NT

- La société DISTRIBUTION CASINO FRANCE, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'H. G.' or similar.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A smaller handwritten signature in black ink, appearing to be 'CUNY'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : MONOPRIX
JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023
NUMERO DE GREFFE : P202302892

ORDONNANCE

Nous, *Richard TEYTO*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société MONOPRIX,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

..... *Le cabinet LE DOUBLE*

..... *8 rue Halévy - 75009 Paris*

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

S.

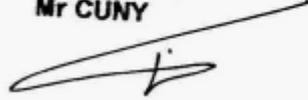
RT

- La société MONOPRIX, 14, rue Marc Bloch - 92110 Clichy

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'A. C. / 5'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'C. Cuny'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : QUATRIM
JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023
NUMERO DE GREFFE : 202302894

ORDONNANCE

Nous, *Nicolas TEYTU*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société QUATRIM,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

..... *le cabinet LEDOUBLE*

..... *8 rue Helbig - 75009 Paris*

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

L

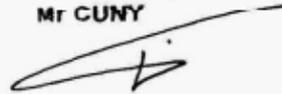
pts

- La société QUATRIM, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A smaller handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. CUNY'.

26 OCT. 2023

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

SAUVEGARDE ACCELEREE : SEGISOR
JUGEMENT D'OUVERTURE : 25 octobre 2023
NUMERO DE GREFFE : 202302833

ORDONNANCE

Nous, *Nicholas TEYTU*

Juge au Tribunal de Commerce de Paris, et juge-commissaire à la procédure de sauvegarde accélérée de la société SEGISOR,

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Paris du 25 octobre 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions de l'article L. 621-9 du Code de commerce,

Vu les avis des co-mandataires judiciaires,

DESIGNONS :

..... *Le cabinet LEPOURLE*

..... *8 rue Halévy - 75009 Paris*

avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au Tribunal de commerce de Paris en vue d'éclairer le Tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du Code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

- L'expert désigné

L

[Signature]

- La société SEGISOR, 1 Cours Antoine Guichard, 42000 Saint-Etienne

Fait à Paris, le 26/10/23

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to be 'N 27/5'.

**Le Greffier,
Mr CUNY**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'CUNY'.

14.2. Annexe 2. : principaux interlocuteurs de Ledouble

› Société

Casino

- David LUBEK CFO
- Stéphane VAN BOX SOM Deputy CFO – Performance & Controlling
- Nicolas DENIAU Deputy CFO – Corporate Finance
- Anne OGIER DE BAULNY Directrice du Contrôle de Gestion
- Bérangère BRUNET Directrice des Normes Comptables Groupe
- Bertrand FRAISSE Directeur de la Comptabilité Groupe
- Florian MINOT Direction Comptable Groupe
- Aurélie HOUSSAY Directrice en Charge de la Performance

› Conseils financiers

Rothschild & Co

- Pierre-Henri CHAPPAZ Associé Gérant – M&A
- François PROUST Associé Gérant - Financing
- Jean Baptiste LEROUX Director - Financing
- Florian WYLOMANSKI Vice President - Financing
- Loïc LE BRETON Associate – M&A
- Côme DERUAZ Analyst – Financing
- Guillaume FONTAINE Analyst – M&A

Lazard

- Thomas LAFAYSSSE Vice President – M&A
- François TIRVAUDEY Associate – M&A

Accuracy

- Jean-Romain GOTTELAND Partner
- Alexandre ABADIR Manager
- Jules NAVEAU Manager

Messier & Associés

- Fabrice MARTINEAU Partner
- Emmanuel CIVEYRAC Managing Director
- Hicham SIJILMASSI Analyste

› Conseils juridiques

Weil Gotshal & Manges

- Anne-Sophie NOURY Partner
- Camille BRETAGNE Associate
- Clémence VANACKER Associate

Gibson, Dunn & Crutcher

- Jean-Pierre FARGES Partner

White & Case

- Franck DE VITA Partner

› Administrateurs judiciaires

ABITBOL & ROUSSELET

- Frédéric ABITBOL Administrateur judiciaire Associé

THEVENOT PARTNERS

- Aurélia PERDEREAU Administrateur judiciaire Associée
- Pierre LAUNAY Collaborateur

FHBX

- Hélène BOURBOULOUX Administrateur judiciaire Associée
- Oriane BILLANT Chargée de mission

14.3. Annexe 3. : principales sources d'information exploitées

> Documentation relative à la Restructuration

- Lettre de mission
- Présentation des Parties Affectées avec la dette afférente
- Plan d'Affaires Consortium
- Support de présentation des modalités de l'opération de restructuration
- *Accuracy, Project Lumières – Independant Business Review*, volume 1 à 3
- *Accuracy, Project Lumières – Reforecast - IBR*
- *PwC, Project Royale - Independant Business Review Report*, Volume 1 et 2
- Accord de Principe

> Documentation juridique

- Documentation juridique des Entités du Périmètre de Sauvegarde
- Organigramme juridique détaillé à la date la plus récente
- Liste exhaustive des sociétés contrôlées par les Entités du Périmètre de Sauvegarde
- Contrats de financement associés aux instruments de dettes émis en France par le Groupe
- Accord de cession des Magasins A1, A2 et B conclu avec ITM
- Accord préalable à l'OPA relative à l'acquisition d'Éxito
- Présentation des commissaires aux comptes au comité d'audit au 31 décembre 2022 et au 30 juin 2023

> Documentation comptable et financière du Groupe

- RFS au 30 juin 2023
- États contributifs aux comptes consolidés au 31 décembre 2022, au 30 juin 2023 et au 30 septembre 2023
- Performance des Segments Opérationnels au 30 septembre 2023
- Position des comptes courants par entité juridique au 30 juin 2023
- Fichiers détaillant les tests de dépréciation au 31 décembre 2022 et au 30 juin 2023
- Ventilation de la Dette Financière Nette du Groupe par entité juridique
- Expertises immobilières à la date la plus récente
- Comptes sociaux des Entités du Périmètre de Sauvegarde au 31 décembre 2022

- **Documentation comptable et financière du Groupe (suite)**
 - Attestations des commissaires aux comptes relatives aux montants des créances détenues par chaque partie affectée ayant participé à la conciliation dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée
 - Réalisations du 1^{er} trimestre 2023 au périmètre du Plan d'Affaires
 - Plan d'Affaires publié le 22 novembre 2023
 - Plan d'Affaires sans nouvelles ouvertures
 - Plan d'Affaires GPA
 - Travaux du management et des conseils sur la valeur liquidative de DCF

- **Autre documentation du Groupe**
 - Rapport de valorisation sur les participations en Amérique Latine
 - Rapport de valorisation de Cnova
 - Études de marché
 - Notes d'analystes financiers publiées en 2023 sur les sociétés cotées du Groupe
 - Manifestations d'intérêt éventuelles pour l'acquisition de blocs de titres et/ou d'actifs du Groupe

- **Documentation sectorielle et financière**
 - FEVAD, *Chiffres clefs du e-commerce*
 - Notes d'analystes relatives à Casino
 - Notes d'analystes relatives aux Comparables Boursiers
 - Xerfi, *La grande distribution alimentaire au Pays-Bas, mai 2023*
 - Xerfi, *Supermarkets & Hypermarkets in France, mars 2023*
 - Xerfi, *Les grandes surfaces alimentaires, mars 2023*
 - Xerfi, *Le e-commerce grand public, février 2023*
 - Xerfi, *Les grands magasins et les magasins multi-commerces, février 2023*
 - Xerfi, *La grande distribution alimentaire dans le monde, janvier 2022*
 - Xerfi, *Les leaders mondiaux de la grande distribution, janvier 2022*
 - Xerfi, *Le marché mondial du e-commerce, septembre 2021*

- **Sites d'informations**
 - AMF, <http://www.amf-france.org/>
 - Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
 - eMarketer, <https://e-marketer.io/>
 - FMI, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022/>
 - Statista, <https://statista.com/>

> Sites d'informations (suite)

Société

- Groupe Casino, <https://www.groupe-casino.fr/>

Échantillon France Retail

- Ahold Delhaize, <https://www.aholddelhaize.com/>
- Carrefour, <https://www.carrefour.fr/>
- Établissements Franz Cloruyt, <https://www.colruytgroup.com/>
- Jeronimo Martins, <https://www.jeronimomartins.com/en/>
- J. Sainsbury, <https://www.about.sainsburys.co.uk/>
- Metro, <https://www.metroag.de/>
- Tesco, <https://www.tesco.com/>

Échantillon Cdiscount

- Allegro, <https://allegro.pl/>
- Amazon, <https://www.amazon.fr/>
- AO World, <https://www.ao-world.com/>
- Boozt, <https://www.boozt.com/>
- Ebay, <https://www.ebay.fr/>
- Showroomprivé, <https://www.showroomprive.com/>
- Westwing Group, <https://www.westwing.com/>
- Zalando, <https://www.zalando.fr/>

Échantillon Amérique Latine

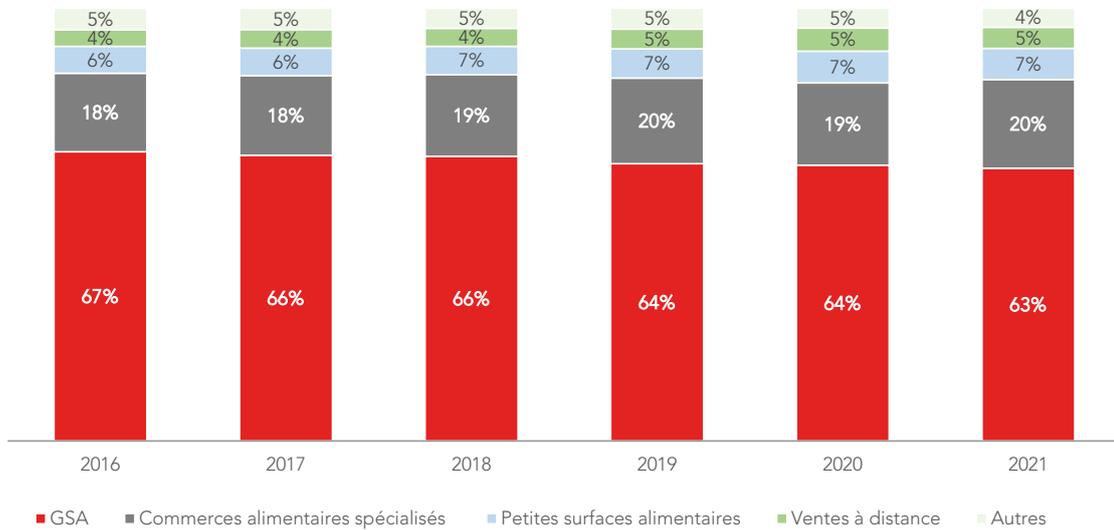
- Atacadao, <https://www.atacado.com/>
- Cencosud, <https://www.cencosud.com/>
- Grupo Comercial Chedraui, <https://www.grupochedraui.com.mx/>
- Grupo Mateus, <https://www.grupomateus.com/>
- Sendas Distribuidora, <https://sendasdistribuidora.com/>
- Organizacion Soriana, <https://www.organizacionsoriana.com/>

> Bases de données

- Bloomberg
- INSEE
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

14.4. Annexe 4. : canaux de vente des produits alimentaires en France

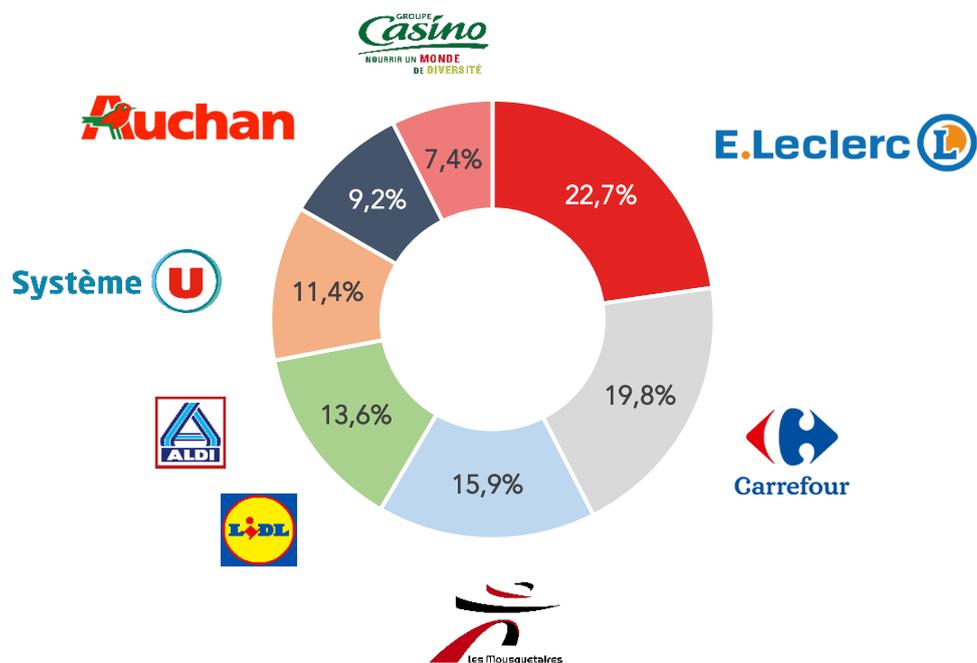
Canaux de distribution des produits alimentaires en France entre 2016 et 2021



Source : INSEE

14.5. Annexe 5. : parts de marché des acteurs de la grande distribution

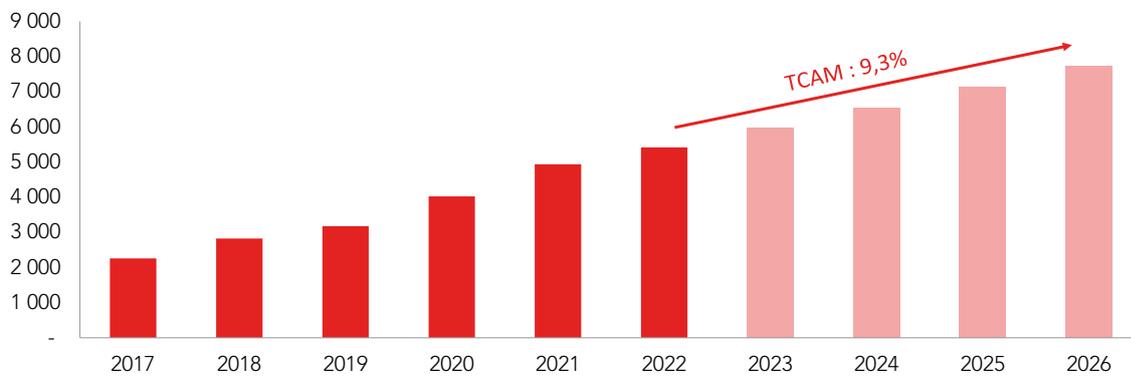
Parts de marché des acteurs de la grande distribution 2022



Source : Xerfi - Les grandes surfaces alimentaires

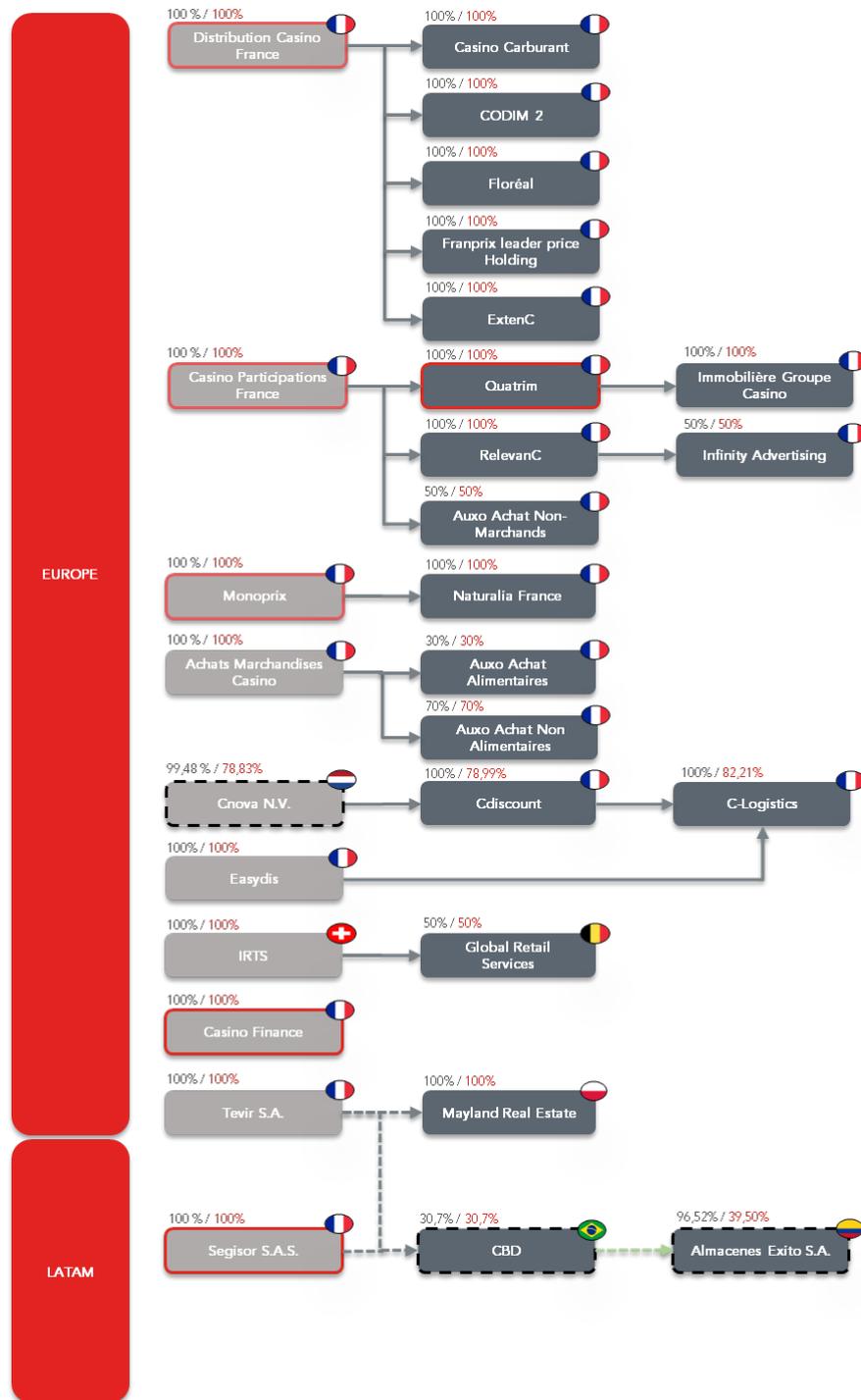
14.6. Annexe 6. : croissance du secteur e-commerce

Évolution du CA du e-commerce mondial entre 2017 et 2026e



Source : Statista, eMarketer

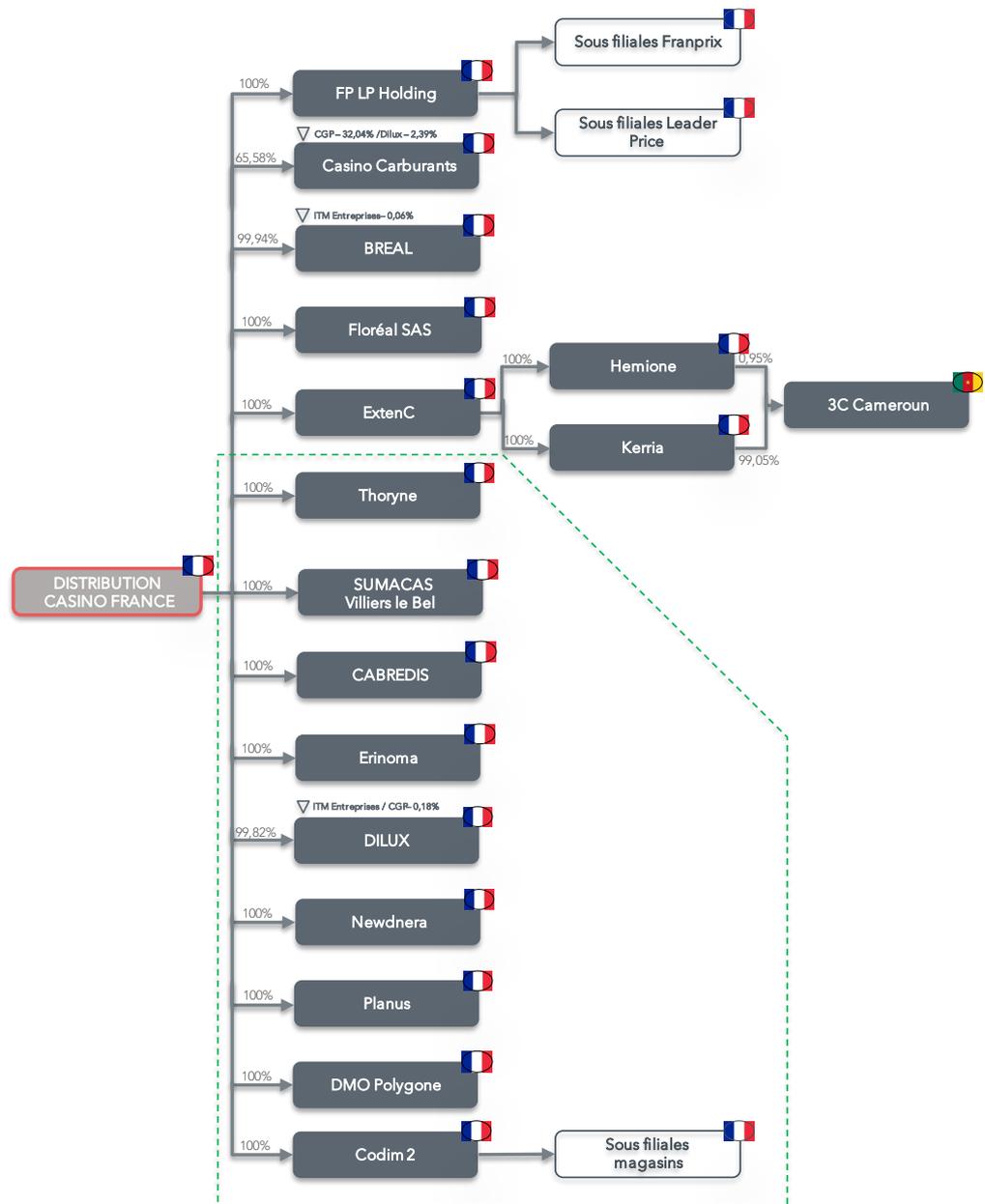
14.7. Annexe 7. : organigramme Groupe



Légende:

- Sociétés cotées
 - Société dans le périmètre de l'ordonnance
 - XX% / XX% % de contrôle / % d'intérêt détenu – source DEU au 31 décembre 2022
 - Périmètre cédé prochainement
- Source : Société

14.8. Annexe 8. : organigramme DCF

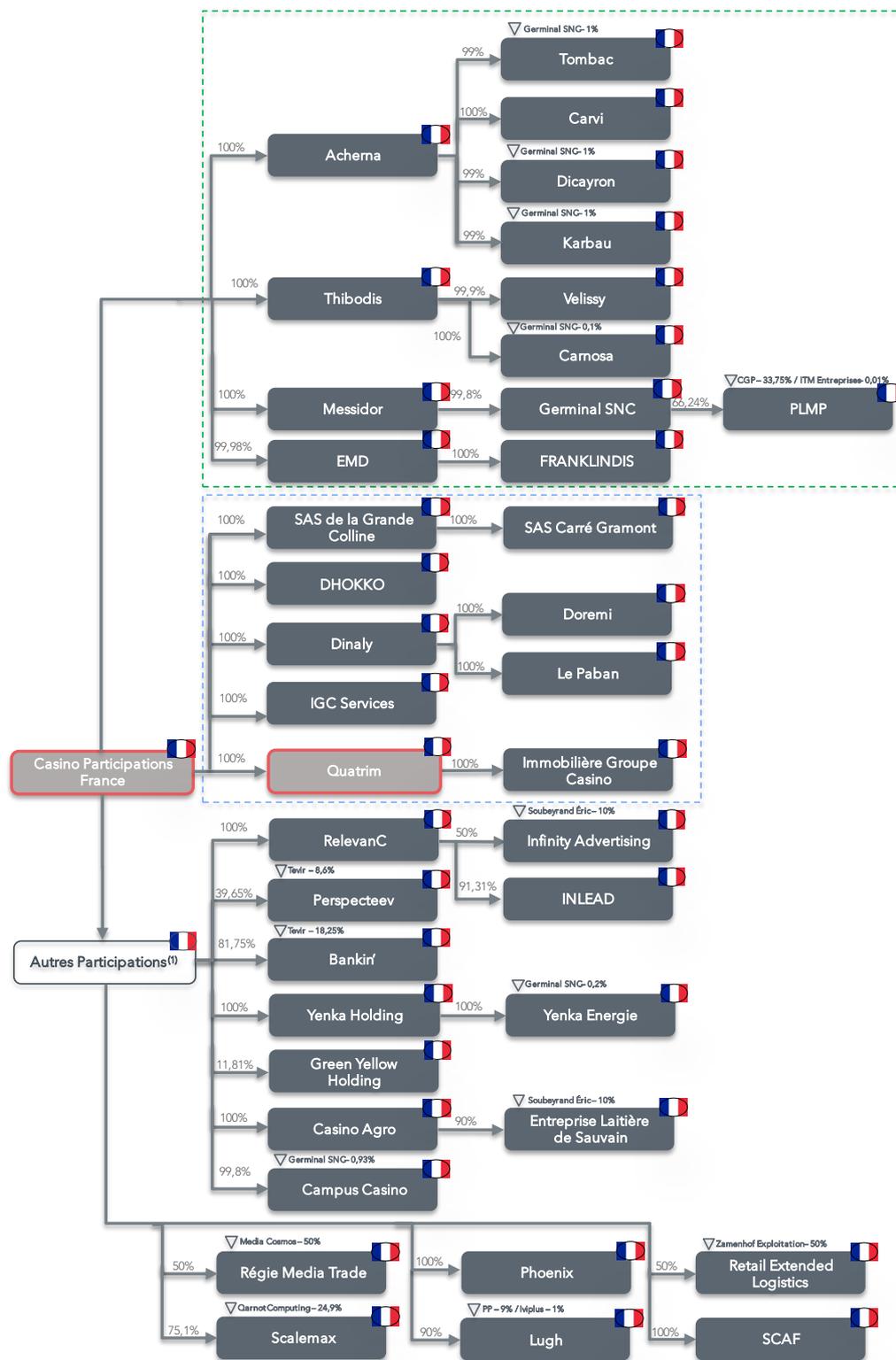


Légende:

- Société dans le périmètre de l'ordonnance
- Périmètre magasins France
- XX % % d'intérêt détenu

Source : Société

14.9. Annexe 9. : organigramme Casino Participations France



Légende:

 Société dans le périmètre de l'ordonnance
 xx % % de détention

 Filiales Magasins
 Filiales Immobilières

(1) Détail non exhaustif (reste non significatif)

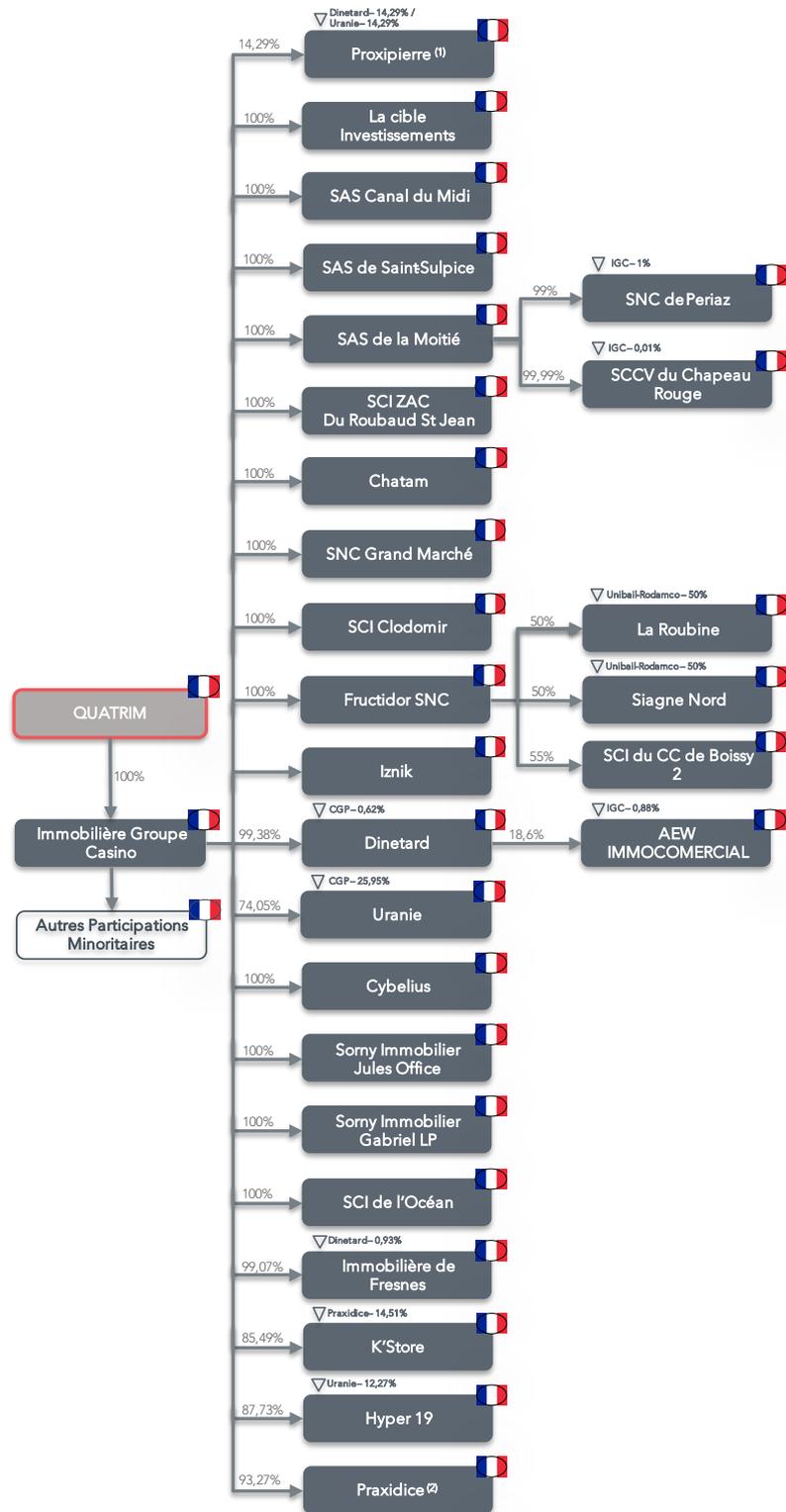
Source : Société

14.10. Annexe 10. : autres participations détenues par CPF

- **Dhokko** (100%), **Dinaly** (100%) et ses filiales **Doremi** et **Le Paban** (activités immobilières),
- **Acherna** (100%), **Thibodis** (100%), **Messidor** (100%) et **EMD** (99,08%), holdings qui portent les titres de plusieurs sociétés exploitant des magasins du Groupe,
- **Yenka Holding** (100 %) et sa filiale **Yenka Energie** (100 %) qui portent les activités résiduelles du Groupe dans la vente d'énergie aux professionnels et le développement de projets d'énergie solaire,
- **Bankin'** (81,75%), *fintech* proposant des solutions de gestion de trésorerie pour les professionnels et les particuliers,
- **Scalemax** (75,10%) exerce une activité d'installation de *data centers* dans les entrepôts Casino et de commercialisation de la puissance de calcul de ses *data centers* à des clients externes,
- **Lugh** (90%) développe un projet de *Stablecoin*³⁰² en partenariat avec la Société Générale, Coinhouse et le cabinet PwC,
- **IGC Services** (100%) réalise des prestations de services à caractère administratif, de conseil et d'assistance auprès des sociétés immobilières du Groupe,
- **Casino Agro** (100%) et sa filiale **ELS** (Entreprise Laitière de Sauvain) interviennent dans la transformation de la viande et la distribution de lait au sein Groupe,
- **SAS de la Grande Colline** (100%) et sa filiale **SAS Carré Gramont** (100%) ont la charge d'un projet de promotion immobilière à Toulouse Gramont,
- la **SCAF** (Société de Courtage d'Assurance du Forez, 100%) est une société de courtage en assurance et réassurance,
- **Régie Media Trade** (50%), en charge de la gestion d'actions publicitaires pour le Groupe,
- **Campus Casino** (100%), organisme de formation continue du Groupe,
- **Phoenix** (100%), filiale spécialisée dans la vente de vins, spiritueux, bières et accessoires.

³⁰² Cryptoactif adossé à une valeur-refuge « stable » comme le dollar américain ou l'or.

14.11. Annexe 11. : organigramme Quatrim



Légende:

Société dans le périmètre de l'ordonnance

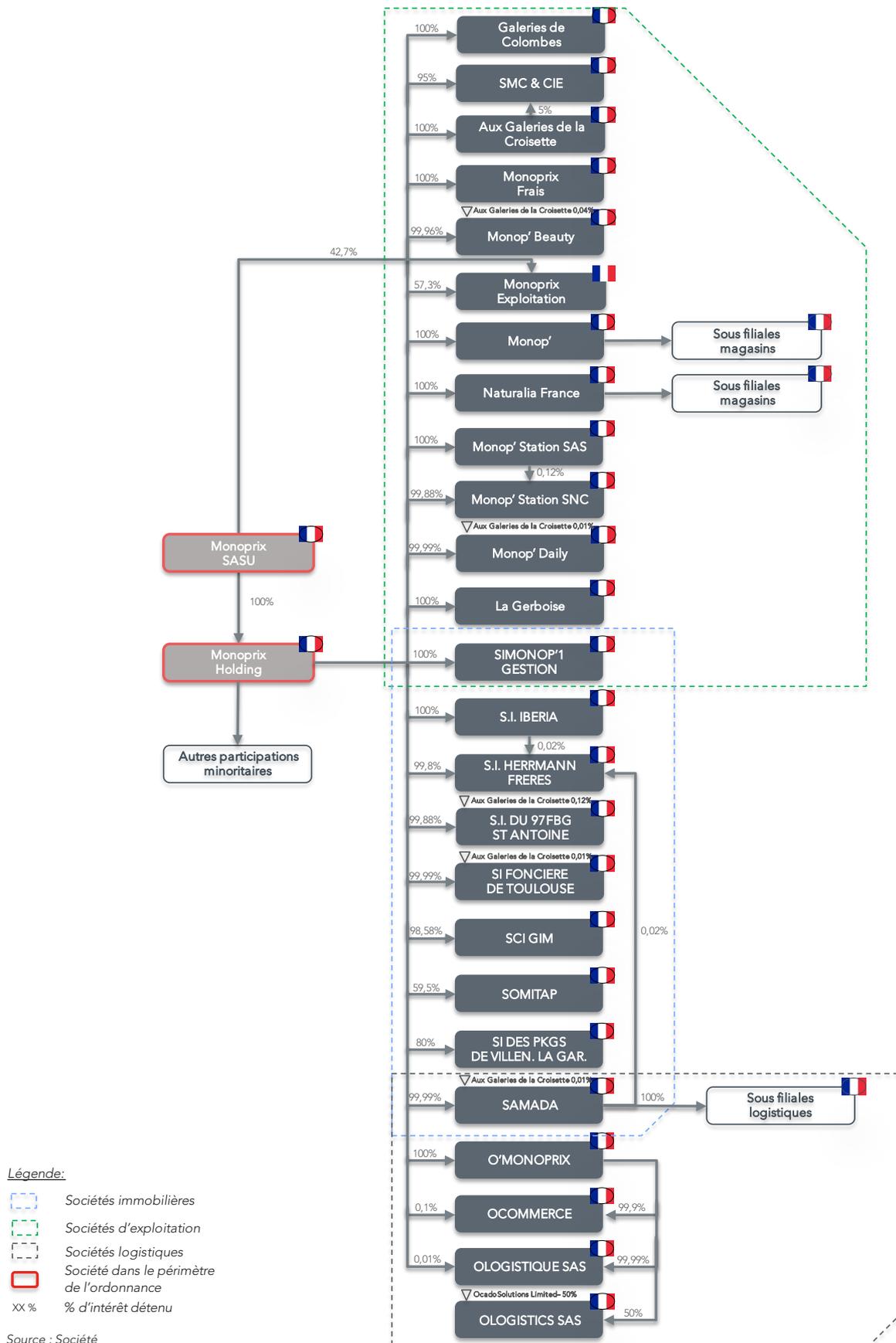
XX % % d'intérêt détenu

(1) Autres actionnaires : CGP (28,57%), CPF (14,29%) et Tevir (14,29%)

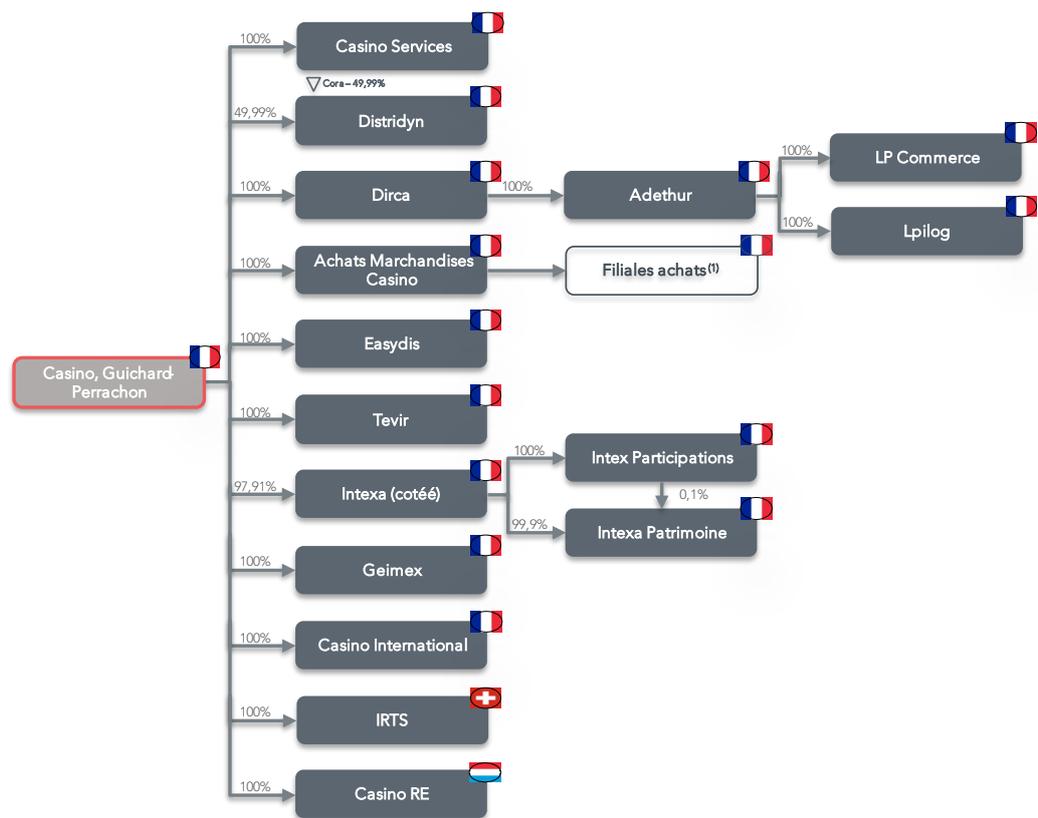
(2) Autres actionnaires : Uranie (3,02%), Dinetard (1,46%), CGP (1,13%), Bréal (0,86%) et Fructidor SNC (0,26%)

Source : Société

14.12. Annexe 12. : organigramme Monoprix



14.13. Annexe 13. : organigramme des autres entités de Casino



Légende:

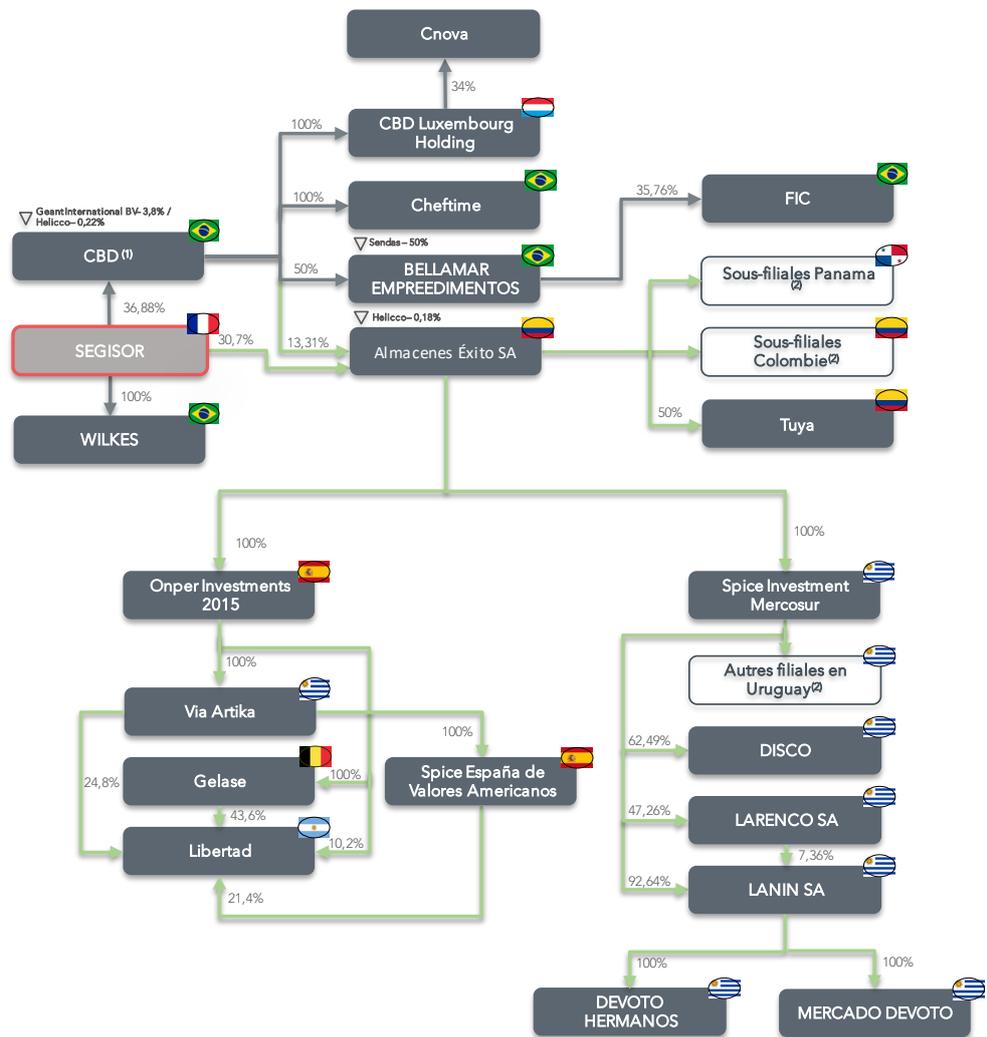
 Société dans le périmètre de l'ordonnance

XX % % de détention

(1) dont Auxo achats alimentaires (30%), Auxo achats non alimentaires (70%), Horizon achats (44%), Horizon appels d'offres (44%), Intermarché Casino Achats (50%) et Sirius Achats (50%)

Source : Société

14.14. Annexe 14. : organigramme Ségisor



Légende:

Société dans le périmètre de l'ordonnance

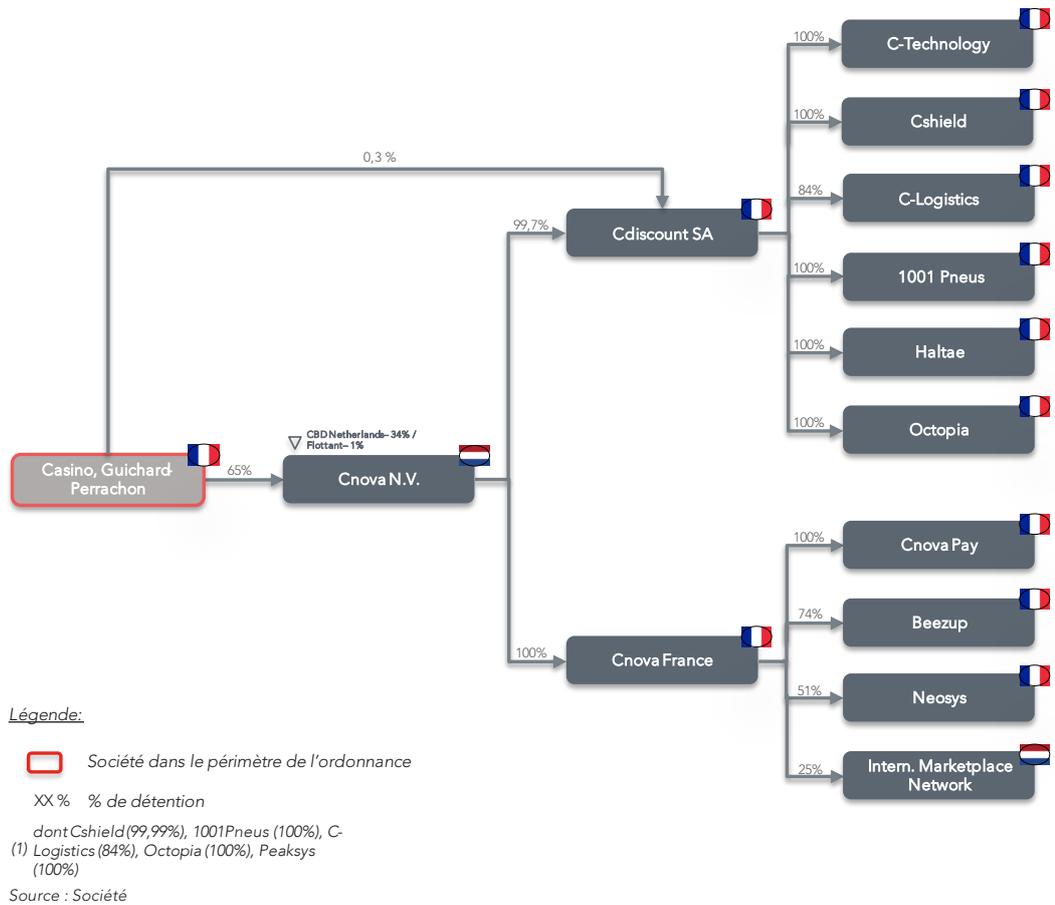
xx % % d'intérêt détenu

→ Périmètre cédé prochainement

(1) Sociétés sans activités opérationnelles significatives

Source : Société

14.15. Annexe 15. : organigramme E-commerce – Cnova



14.16. Annexe 16. : entités CPF opérationnellement rattachées à DCF

- > Archerna
- > Carnosa
- > Carvi
- > Dicayron
- > Doremi
- > EMD
- > Franklindis
- > Karbau
- > PLMP
- > Régie Média Trade
- > Retail Extented Logistics
- > Thibodis
- > Tombac
- > Velissy
- > Visioca

14.17. Annexe 17. : entités DCF opérationnellement rattachées à Autres

- 3C Cameroun
- ExtenC
- Kerria

14.18. Annexe 18. : entités CPF opérationnellement rattachées à Autres

- > Bankin
- > Campus Casino
- > Casino Agro
- > Entreprise Laitière de Sauvain
- > Green Yellow Holding
- > Infinity Advertising
- > Inlead
- > Lugh
- > Perspecteev
- > Phoenix hors Cnova
- > RelevanC
- > RelevanC Brasil
- > RelevanC Colombia
- > SCAF
- > ScaleMax
- > Yenka Energie
- > Yenka Holding

Trajectoire de FCF 2024 - 2028

en M€	2023	2024	2025	//	2028
EBITDA après loyers	-100	222	509		912
APCO	-284	-237	-147		-58
Autres éléments de la CAF	-206	-120	-91		-87
CAF	-590	-135	272		767
Capex nets	-455	-487	-487		-513
CAF - CAPEX	-1 045	-622	-215		254
IS	-27	-17	-16		-8
BFR*	-990	29	59		25
<i>dont financements BFR</i>	-837				
<i>dont décalages dette sociale</i>	216	-216			
FCF	-2 062	-610	-173		271
<i>FCF hors financements BFR</i>	<i>-1 442</i>	<i>-394</i>	<i>-173</i>		<i>271</i>

Distribution Casino France

Indicateurs financiers clés

en M€	2023	2024	2025	//	2028
EBITDA après loyers^(*)	-538	-281	-74		175
APCO	-163	-142	-71		-20
Autres éléments	-79	-50	-50		-50
CAF	-780	-473	-195		105
IS	-6	-4	-4		-4
BFR	-445	55	35		18
<i>dont décalages dette sociale</i>	82	-82			
Capex	-194	-209	-197		-182
FCF avant allocation autres BUs	-1 426	-631	-361		-63
Rétention achats AMC (p17)	34	37	43		43
Ecos synergies sièges simulation ^(**) (p17)		15	23		23
EBITDA après allocation autres BUs	-504	-228	-8		241
FCF après allocation autres BUs	-1 392	-578	-295		3

Monoprix

Indicateurs financiers clés

en M€	2023	2024	2025	//	2028
EBITDA après loyers^(*)	195	185	201		279
APCO	-41	-40	-35		-20
Autres éléments	-43	-30	-21		-17
CAF	111	115	145		242
IS	-5	-5	-5		0
BFR	-123	-37	13		3
<i>dont décalages dette sociale</i>	95	-95			
Capex	-105	-129	-147		-180
FCF avant allocation autres BUs	-122	-55	7		65
Rétention achats AMC (p17)	25	30	36		36
Ecos synergies sièges simulation ^(**) (p17)		11	16		16
EBITDA après allocation autres BUs	220	226	253		331
FCF après allocation autres BUs	-97	-15	59		117

Franprix

Indicateurs financiers clés

en M€	2023	2024	2025	//	2028
EBITDA après loyers^(*)	85	99	113		153
APCO	-17	-10	-10		-5
Autres éléments	-7	-10	-10		-10
CAF	61	79	93		138
IS	-7	-1	-1		-1
BFR	-108	-9	0		-1
<i>dont décalages dette sociale</i>	20	-20			
Capex	-54	-55	-64		-73
FCF avant allocation autres BUs	-108	14	28		64
Rétention achats AMC (p17)	10	12	15		15
Ecos synergies sièges simulation ^(**) (p17)		4	6		6
EBITDA après allocation autres BUs	95	115	134		174
FCF après allocation autres BUs	-98	30	48		85

Cdiscount

Indicateurs financiers clés

en M€	2023	2024	2025	//	2028
EBITDA après loyers ^(*)	48	81	99		131
APCO	-13	-8	-3		-3
Autres éléments					
CAF	35	73	96		128
IS	-4	-3	-3		-3
BFR	-111	47	8		4
Capex	-59	-52	-53		-56
CB4X	-26	-24	-23		-26
FCF	-164	41	25		47

Autres BUs

Indicateurs financiers clés

en M€	2023	2024	2025	//	2028
AMC	69	79	94		94
<i>dont gains à terme reversé à DCF</i>	34	37	43		43
<i>dont gains à terme reversé à Monoprix</i>	25	30	36		36
<i>dont gains à terme reversé à Franprix</i>	10	12	15		15
ExtenC	8	8	12		13
RelevanC	7	12	18		21
IGC	27	12	4		1
LP	-17	-4	-4		0
Holdings et autre	16	30	45		45
EBITDA après loyers ^(*)	110	138	170		174

14.20. Annexe 20. : impact des ouvertures de magasins France Retail

Monoprix					
	2024	2025	2026	2027	2028
CA	56	55	48	42	32
EBITDA	4	4	3	3	2
Capex	-20	-18	-16	-10	-9

Franprix					
	2024	2025	2026	2027	2028
CA	116	112	83	47	19
EBITDA	8	8	6	3	1
Capex	-40	-40	-40	-15	-15

DCF					
	2024	2025	2026	2027	2028
CA	82	82	87	105	55
EBITDA	8	8	9	11	5
Capex	-38	-32	-32	-32	-32

Total					
	2024	2025	2026	2027	2028
CA	254	249	218	194	106
EBITDA	21	20	18	17	9
Capex	-98	-90	-88	-57	-56

14.21. Annexe 21. : taux de change BRL/EUR

Taux de change BRL – EUR entre le 26 octobre 2022 et le 25 octobre 2023



Source : Bloomberg

14.22. Annexe 22. : passage de la VE à la Valeur des Fonds Propres

France Retail

M€	CGP	CF	DCF	CPF hors Quatrim	Quatrim	Monoprix	Autres	juin-23
Stocks de nature immobilière	-	-	2	0	3	3	28	36
Participations dans les entreprises associées	-	-	11	145	41	2	20	219
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	-	-	-	-	-	-	0	0
Créances fiscales et sociales brésiliennes	-	-	-	-	-	-	-	-
Puts sur minoritaires	(0)	-	(29)	-	-	(1)	-	(29)
Autres actifs	1	(0)	113	3	4	24	46	192
Autres passifs	(0)	11	(185)	(2)	(5)	(57)	(2)	(240)
Non réévalués	0	11	(87)	146	44	(28)	92	177
Actifs nets de passifs destinés à la vente	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions pour risques et charges	(15)	-	(271)	(15)	(14)	(98)	(32)	(447)
Impôts différés nets	4	-	70	4	4	25	8	115
Réévalués	4	-	70	4	4	25	(24)	(331)
Ajustements Comptables	(11)	11	(288)	134	33	(102)	68	(154)
Dettes financières brute	(3 541)	(2 147)	(60)	(2)	(555)	(404)	(14)	(6 723)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1	881	151	12	0	53	27	1 125
Actifs financiers DFN	20	54	27	5	19	23	10	157
DFN	(3 520)	(1 212)	118	15	(536)	(327)	22	(5 441)
TSSDI	(1 350)	-	-	-	-	-	-	(1 350)
Primes et Frais	(134)	(2)	(1)	(8)	-	-	-	(145)
Dettes LF	-	-	9	-	-	-	-	9
Ajustements DFN	(1 484)	(2)	8	(8)	-	-	-	(1 486)

Source : Société, analyse Ledouble

France Retail - Variation T3

M€	juin-23	CGP	CF	DCF	CPF hors Quatrim	Quatrim	Monoprix	Autres	sept-23
Stocks de nature immobilière	36								
Participations dans les entreprises associées	219								
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	0								
Créances fiscales et sociales brésiliennes	-								
Puts sur minoritaires	(29)								
Autres actifs	192								
Autres passifs	(240)								
Non réévalués	177								
Actifs nets de passifs destinés à la vente	-								
Provisions pour risques et charges	(447)								
Impôts différés nets	115								
Réévalués	(331)								
Ajustements Comptables	(154)	(0)	1	13	(2)	0	15	(7)	(135)
Dettes financières brute	(6 723)								
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 125								
Actifs financiers DFN	157								
DFN	(5 441)	(68)	36	(130)	-	(8)	25	1	(5 585)
TSSDI	(1 350)								
Primes et Frais	(145)								
Dettes LF	9								
Ajustements DFN	(1 486)	23	3	(8)	8	(1)	11	1	(1 451)

Source : Société, analyse Ledouble

E-commerce

M€	juin-23	Var. T3	sept-23
Stocks de nature immobilière	-		
Participations dans les entreprises associées	3		
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	-		
Créances fiscales et sociales brésiliennes	-		
Puts sur minoritaires	(1)		
Autres actifs	7		
Autres passifs	(30)		
Non réévalués	(22)		
Actifs nets de passifs destinés à la vente	-		
Provisions pour risques et charges	(12)		
Impôts différés nets	3		
Réévalués	(9)		
Ajustements Comptables	(30)	6	(25)
Dette financière brute	(142)		
Trésorerie et équivalents de trésorerie	10		
Actifs financiers DFN	54		
DFN	(78)	7	(71)
TSSDI	-		
Primes et Frais	-		
Dettes LF	-		
Ajustements DFN	-	-	-

Source : Société, analyse Ledouble

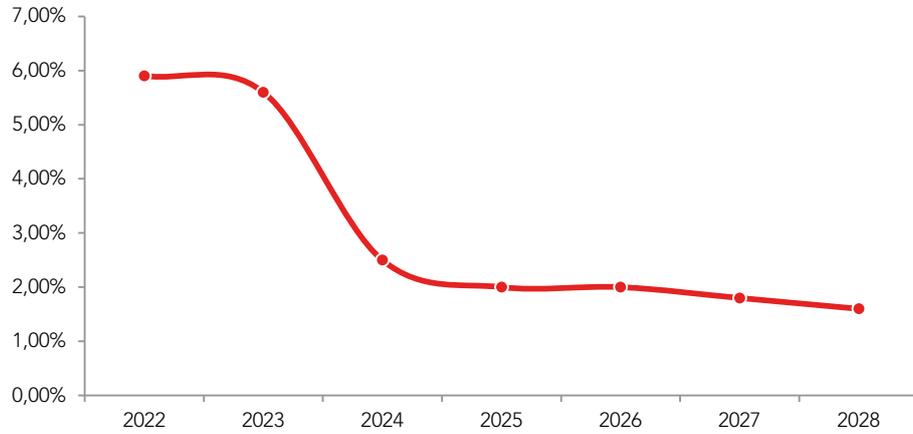
Latam Retail

M€	GPA	Éxito	Holding Ségisor	juin-23	GPA	Éxito	Holding Ségisor	sept-23
Stocks de nature immobilière	-	0	-	0				
Participations dans les entreprises associées	50	65	-	115				
Dépôts judiciaires (litiges Brésil)	130	-	-	130				
Créances fiscales et sociales brésiliennes	538	-	-	538				
Puts sur minoritaires	-	(124)	-	(124)				
Autres actifs	172	10	(0)	182				
Autres passifs	(23)	(24)	0	(46)				
Non réévalués	868	(72)	0	796				
Actifs nets de passifs destinés à la vente	-	-	-	-				
Provisions pour risques et charges	(521)	(17)	-	(538)				
Impôts différés nets	177	5	-	182				
Réévalués	(344)	(12)	-	(356)				
Ajustements Comptables	524	(84)	0	440	(115)	84	0	410
Dette financière brute	(1 167)	(398)	-	(1 565)				
Trésorerie et équivalents de trésorerie	609	307	74	990				
Actifs financiers DFN	31	4	-	35				
DFN	(527)	(88)	74	(541)	(12)	88	(55)	(520)
TSSDI	-	-	-	-				
Primes et Frais	-	-	-	-				
Dettes LF	-	-	-	-				
Ajustements DFN	-	-	-	-	(7)	-	-	(7)

Source : Société, analyse Ledouble

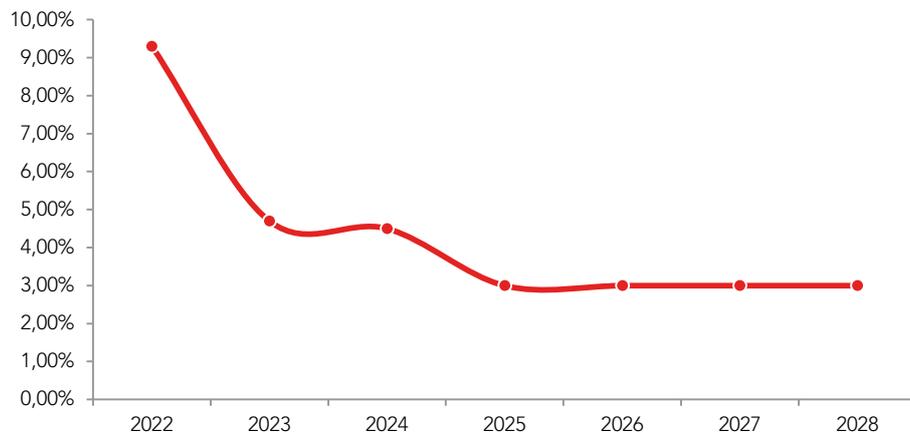
14.23. Annexe 23. : taux d'inflation prévisionnels

Taux d'inflation prévisionnels de la France à horizon 2028



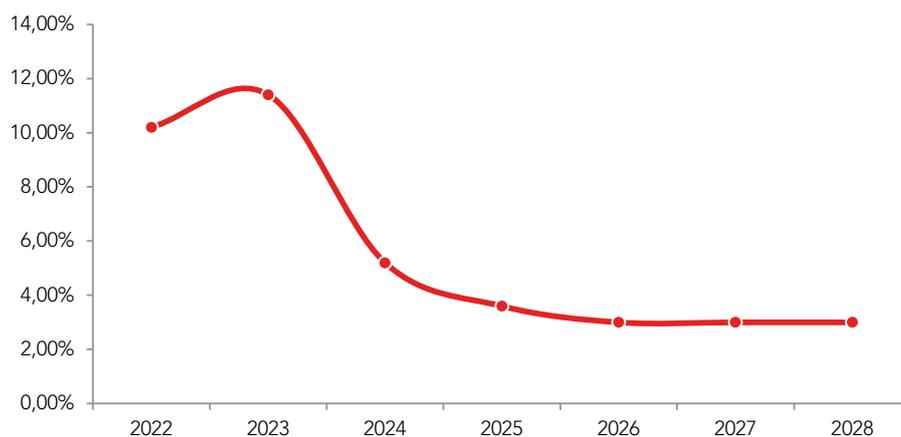
Source : FMI, octobre 2023

Taux d'inflation prévisionnels du Brésil à horizon 2028



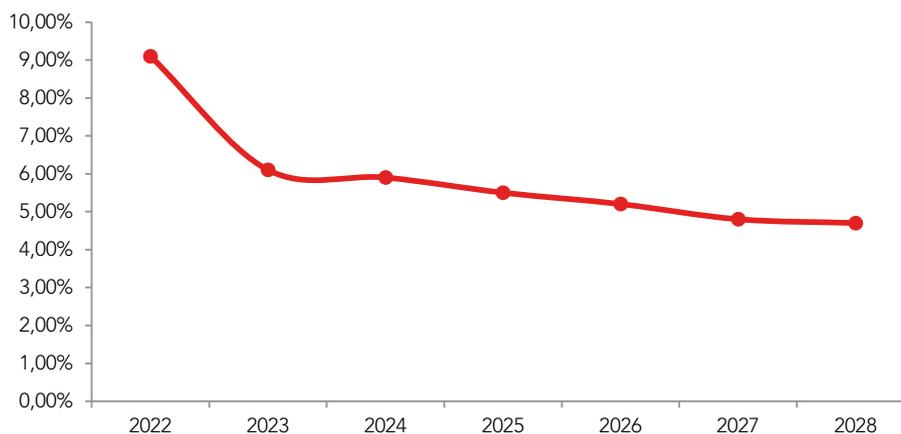
Source : FMI, octobre 2023

Taux d'inflation prévisionnels de la Colombie à horizon 2028



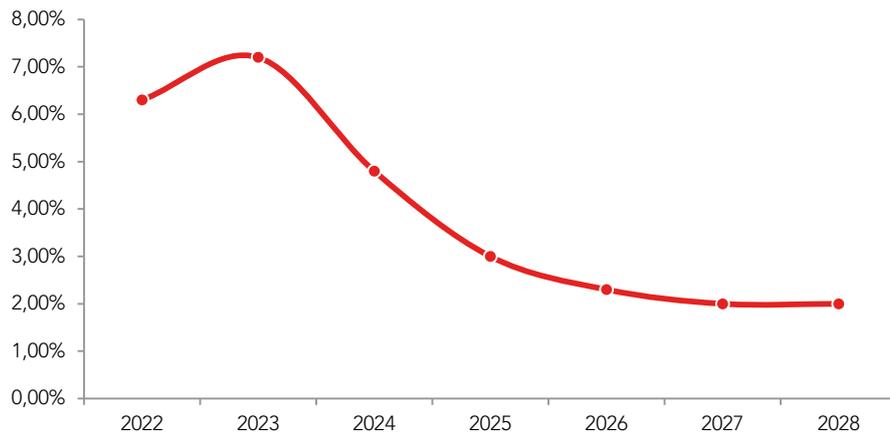
Source : FMI, octobre 2023

Taux d'inflation prévisionnels de l'Uruguay à horizon 2028



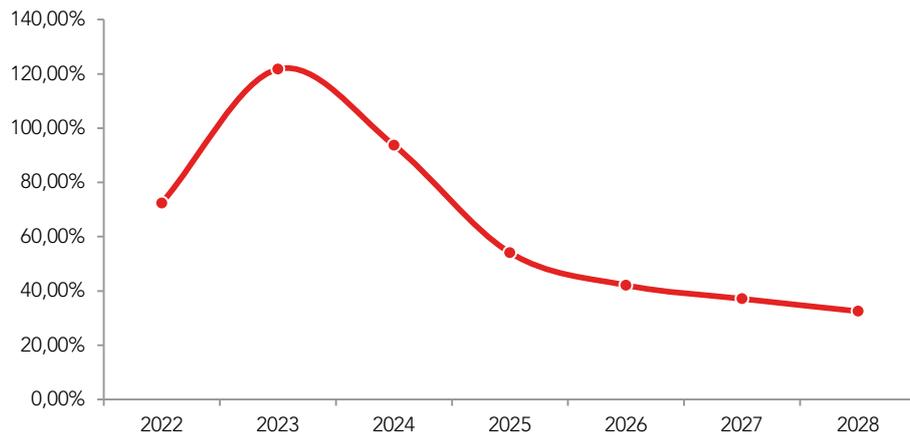
Source : FMI, octobre 2023

Taux d'inflation prévisionnels du Cameroun à horizon 2028



Source : FMI, octobre 2023

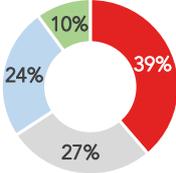
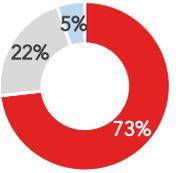
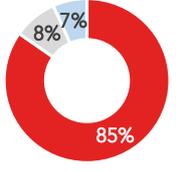
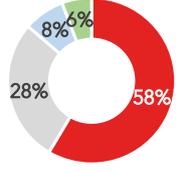
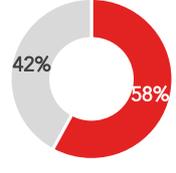
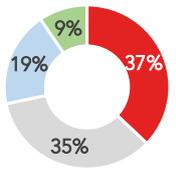
Taux d'inflation prévisionnels de l'Argentine à horizon 2028



Source : FMI, octobre 2023

14.24. Annexe 24. : Comparables Boursiers France Retail

Comparables Boursiers - Échantillon France Retail

Société	Pays	Chiffres clés	Cap. boursière moyenne 3 mois (M€) ¹	Proportion de magasins
Ahold Delhaize		Création : 1867 CA 2022 (en M€) : 86 984 Effectif : 414 000	28 567	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Supermarchés ■ Hypermarchés ■ Proximité ■ Autres
Tesco		Création : 1919 CA 2022 (en M€) : 74 462 Effectif : 330 000	21 783	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Proximité ■ Hypermarchés ■ Autres
Jerónimo Martins		Création : 1792 CA 2022 (en M€) : 25 385 Effectif : 121 208	14 073	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Proximité ■ Supermarchés ■ Autres
Carrefour		Création : 1959 CA 2022 (en M€) : 82 893 Effectif : 346 666	12 338	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Proximité ■ Supermarchés ■ Hypermarchés ■ Autres
J Sainsbury		Création : 1869 CA 2022 (en M€) : 35 584 Effectif : 152 000	7 280	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Proximité ■ Supermarchés
Colruyt Group		Création : 1928 CA 2022 (en M€) : 9 933 Effectif : 26 293	4 978	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Hypermarchés ■ Supermarchés ■ Proximité ■ Autres
Metro		Création : 1964 CA 2022 (en M€) : 29 754 Effectif : 86 910	2 537	Distribution alimentaire BtoB

Source : Documents d'Enregistrement Universel des Comparables Boursiers , S&P Capital IQ

¹ Capitalisation boursière au 25 octobre 2023

14.25. Annexe 25. : multiples issus des Comparables Boursiers France Retail

Profil Opérationnel - France Retail

Société	Croissance CA			Marge EBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Carrefour	4%	4%	3%	4%	5%	5%
Jeronimo Martins	20%	9%	7%	5%	5%	6%
Ahold Delhaize	2%	2%	2%	6%	6%	6%
Colruyt	7%	7%	4%	5%	6%	6%
Metro	3%	2%	6%	3%	3%	3%
Tesco	7%	4%	2%	4%	5%	5%
Sainsbury	5%	3%	1%	3%	4%	5%
Moyenne	7%	5%	4%	4%	5%	5%
Médiane	5%	4%	3%	4%	5%	5%

Multiples - France Retail

Société	xCA			xEBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Carrefour	0,3x	0,3x	0,3x	6,8x	6,0x	5,6x
Jeronimo Martins	0,4x	0,4x	0,4x	8,3x	7,5x	6,7x
Ahold Delhaize	0,4x	0,4x	0,4x	6,3x	6,0x	5,8x
Colruyt	0,6x	0,5x	0,5x	10,6x	8,9x	8,4x
Metro	0,1x	0,1x	0,1x	3,9x	4,1x	3,8x
Tesco	0,3x	0,3x	0,3x	9,3x	5,9x	5,7x
Sainsbury	0,2x	0,2x	0,2x	5,2x	3,8x	3,6x
Moyenne	0,3x	0,3x	0,3x	7,2x	6,0x	5,7x
Médiane	0,3x	0,3x	0,3x	6,8x	6,0x	5,7x

Valeur d'Entreprise DCF

M€	Distribution Casino France		
	2023	2024	2025
Multiple de CA ajusté du BFR	0,1x	0,1x	0,1x
Décote Liquidative	30%	30%	30%
Multiple de CA décoté	0,1x	0,1x	0,1x
Agrégat HM / SM	5 416	4 617	4 782
Valeur d'Entreprise	310	284	277
Multiple EBITDA Proximité	5,7x	5,7x	5,2x
Décote Liquidative	30%	30%	30%
Multiple EBITDA décoté	4,0x	4,0x	3,7x
Agrégat	3	45	58
Valeur d'Entreprise Proximité	13	178	212
Valeur d'Entreprise DCF	323	463	489
% BFR normatif	(6%)	(6%)	(6%)
Ajustement BFR	(80)	(173)	(187)
Prépaiement A2 ITM	(140)	(140)	(140)
Valeur d'Entreprise ajustée du BFR	103	149	163

Valeur d'Entreprise Monoprix - Franprix

M€	Monoprix			Franprix		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Multiple EBITDA ajusté du BFR	7,1x	6,4x	5,9x	8,6x	6,4x	6,1x
Décote Liquidative	20%	20%	20%	30%	30%	30%
Multiple EBITDA décoté	5,7x	5,1x	4,7x	6,0x	4,5x	4,3x
Agrégat	195	181	193	85	91	96
Valeur d'Entreprise	1 107	921	908	512	407	411
% BFR normatif	(5,7%)	(5,7%)	(5,7%)	(5,7%)	(5,7%)	(5,7%)
Ajustement BFR	(65)	(16)	(18)	(15)	3	10
Valeur d'Entreprise ajustée du BFR	1 043	905	890	496	410	421

14.26. Annexe 26. : multiples issus des Transactions Comparables France Retail

Transactions Comparables - France Retail

Date	Cible	Acquéreur	Multiples de CA		Multiples d'EBITDA	
			Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle	Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle
oct.-23	Profi Roumanie	Delhaize	0,5x	0,4x	n.d.	n.d.
juil.-23	Cora	Carrefour	0,2x	0,2x	5,6x	4,0x
janv.-23	J. Sainsbury	Bestway	0,1x	0,1x	2,7x	2,2x
janv.-22	ICA	AMF Pensions-foersaekring	0,8x	0,7x	14,6x	11,9x
déc.-21	Uvesco	PAI Partners	0,5x	0,4x	n.d.	n.d.
oct.-21	WM Morrison	Clayton, Dubilier & Rice	0,6x	0,4x	13,4x	10,2x
août-21	Sonae	CVC Advisers	0,6x	0,5x	5,8x	5,1x
mars-21	Tesco Polska	Salling Group	0,1x	0,1x	n.d.	n.d.
mars-21	Supersol Spain	Carrefour	0,2x	0,1x	n.d.	n.d.
déc.-20	Metro	EP Gobal Commerce	0,1x	0,1x	6,5x	5,2x
nov.-20	Bio C Bon	Carrefour	0,4x	0,3x	n.d.	n.d.
oct.-20	Asda	Issa Brothers	0,3x	0,2x	7,1x	5,4x
mars-20	Esselunga Group	Familles Caprotti et Albera	0,8x	0,7x	9,8x	8,5x
mars-20	Leader Price	Aldi	0,3x	0,2x	n.d.	n.d.
nov.-19	Metro	EP Gobal Commerce	0,3x	0,2x	7,3x	6,5x
juil.-19	Bon Preu	Baloo d'Inversions	0,2x	0,2x	4,3x	3,5x
mai-19	DIA	L1 Retail	0,3x	0,3x	5,6x	5,5x
avr.-19	Lenta	Servergoup	0,5x	0,4x	6,0x	5,4x
nov.-18	ICA	IC Handlarnas Forbund	0,6x	0,5x	10,0x	8,6x
oct.-18	Metro	EP Gobal Commerce	0,2x	0,2x	6,7x	6,2x
juil.-18	Emté	Coop / Jumbo	0,5x	0,4x	n.d.	n.d.
Médiane			0,3x	0,3x	6,6x	5,4x
Moyenne			0,4x	0,3x	7,5x	6,3x

Source : MergerMarket, S&P Capital IQ, presse

Valeur d'Entreprise DCF

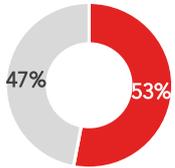
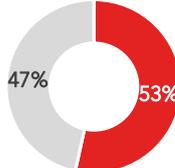
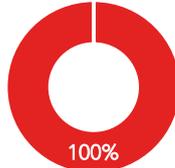
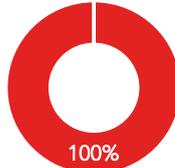
M€	LTM	
	Approche 1	Approche 2
Multiple de CA HM / SM	0,3x	0,2x
Décote	20%	-
Multiple décoté	0,3x	0,2x
Agrégat HM / SM	5 812	5 812
Valeur d'Entreprise	1 504	1 297
Multiple EBITDA Proximité	6,6x	5,7x
Décote	20%	-
Multiple décoté	5,3x	5,7x
Agrégat	36	36
Valeur d'Entreprise Proximité	192	206
Frais de restructuration	(209)	(209)
Prépaiement A1 et A2 ITM	(300)	(300)
Valeur d'Entreprise DCF	1 187	993

Valeur d'Entreprise Monoprix - Franprix

M€	Monoprix		Franprix	
	Approche 1	Approche 2	Approche 1	Approche 2
Multiple EBITDA	6,6x	5,7x	6,6x	5,7x
Décote	20%	-	30%	-
Multiple décoté	5,3x	5,7x	4,6x	5,7x
Agrégat	226	226	95	95
Valeur d'Entreprise	1 190	1 277	438	537

14.27. Annexe 27. : Comparables Boursiers Latam Retail

Comparables Boursiers - Échantillon Latam Retail

Société	Pays	Chiffres clés	Cap. boursière moyenne 3 mois (M€) ¹	Répartition géographique
Cencosud		Création : 1963 CA 2022 (en M€) : 15 642 Effectif : 120 866	5 189	 <ul style="list-style-type: none"> Autres Chili
* Sur la base de la marge brute				
Chedraui		Création : 1920 CA 2022 (en M€) : 12 440 Effectif : 65 977	5 182	 <ul style="list-style-type: none"> Mexique Amérique Centrale
Atacadao		Création : 1962 CA 2022 (en M€) : 18 211 Effectif : 95 667	4 136	 <ul style="list-style-type: none"> Brésil
Sendas		Création : 1974 CA 2022 (en M€) : 9 650 Effectif : 70 000	3 152	 <ul style="list-style-type: none"> Brésil
Mateus		Création : 1986 CA 2022 (en M€) : 3 853 Effectif : 1 000	2 941	 <ul style="list-style-type: none"> Brésil
Soriana		Création : 1968 CA 2022 (en M€) : 7 840 Effectif : 83 655	2 721	 <ul style="list-style-type: none"> Mexique

Source : Documents d'Enregistrement Universel des Comparables Boursiers , S&P Capital IQ

¹ Capitalisation boursière au 25 octobre 2023

14.28. Annexe 28. : multiples issus des Comparables Boursiers Latam Retail

Profil Opérationnel - Latam Retail

Société	Croissance CA			Marge EBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Soriana	5%	4%	5%	6%	6%	6%
Chedraui	4%	7%	6%	7%	8%	8%
Cencosud	7%	5%	6%	10%	10%	10%
Sendas	23%	17%	12%	6%	6%	6%
Atacadao	9%	10%	10%	5%	6%	6%
Grupo Mateus	24%	26%	20%	6%	6%	7%
Moyenne	12%	11%	10%	7%	7%	7%
Médiane	8%	9%	8%	6%	6%	6%

Multiples - GPA

Société	xEBITDA		
	2023	2024	2025
Soriana	6,4x	6,1x	5,7x
Chedraui	5,0x	4,5x	4,2x
Cencosud	6,0x	5,7x	5,3x
Sendas	6,8x	5,5x	4,8x
Atacadao	6,0x	4,7x	4,0x
Grupo Mateus	10,7x	7,9x	6,1x
Moyenne	6,8x	5,7x	5,0x
Médiane	6,2x	5,6x	5,0x

Source : Bloomberg

Valeur d'Entreprise - GPA

M€	EBITDA		
	2023	2024	2025
Multiple	6,2x	5,6x	5,0x
Décote	20%	20%	20%
Multiple décoté	5,0x	4,5x	4,0x
Agrégat	417	599	1 162
Cessions prévues	320	320	320
Valeur d'Entreprise LC	2 399	3 015	4 997
Taux de change (25/10 - BRL/EUR)	0,188	0,188	0,188
Valeur d'Entreprise €	451	566	938
Dette financière nette GPA	(527)	(527)	(527)
Valeur des Fonds propres €	(76)	39	412
Taux de détention	40,9%	40,9%	40,9%
Fonds propres - part du Groupe	(31)	16	168

14.29. Annexe 29. : multiples issus des Transactions Comparables Latam Retail

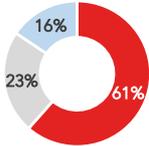
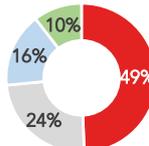
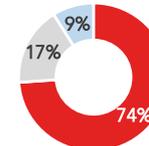
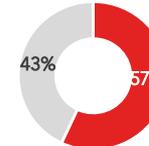
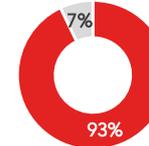
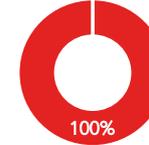
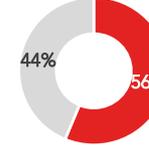
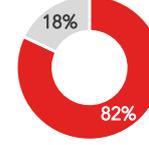
Transactions Comparables - Latam Retail

Date	Cible	Acquéreur	Multiples de CA		Multiples d'EBITDA	
			Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle	Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle
juil.-22	The Fresh Market	Cencosud	0,3x	0,2x	3,1x	2,4x
août-21	Hortigil Hortifruti, Grupo Natural da Terra	Lojas Americanas	1,2x	0,9x	10,0x	7,2x
mars-21	Grupo BIG Brasil	Atacadao	0,3x	0,2x	7,5x	5,3x
déc.-20	Makro Supermayorista	InRetail Peru	0,7x	0,5x	n.d.	n.d.
déc.-20	Sendas Distribuidora	GPA	0,5x	0,4x	n.d.	n.d.
févr.-20	Makro	Carrefour	0,7x	0,5x	n.d.	n.d.
sept.-19	GPA	Casino	0,9x	0,8x	12,2x	10,6x
juil.-19	Éxito	GPA	0,4x	0,3x	n.d.	n.d.
juil.-19	InRetail Perú	Acquéreur inconnu	1,5x	1,3x	11,5x	10,4x
Médiane			0,7x	0,5x	10,0x	7,2x
Moyenne			0,7x	0,6x	8,9x	7,2x

Source : MergerMarket, S&P Capital IQ, presse

14.30. Annexe 30. : Comparables Boursiers E-commerce

Comparables Boursiers - Échantillon E-commerce

Société	Pays	Chiffres clés	Cap. boursière moyenne 3 mois (M€) ¹	Nombre moyen de visiteurs mensuels (M)	Répartition géographique du chiffre d'affaires
Amazon		Création : 1994 CA 2022 (en M€) : 480 934 Effectif : 1 541 000	1 276 688	2 600	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique du Nord ■ Reste du monde
eBay		Création : 1995 CA 2022 (en M€) : 9 165 Effectif : 11 600	21 515	734	 <ul style="list-style-type: none"> ■ États-Unis ■ Reste du monde
Allegro		Création : 2017 CA 2022 (en M€) : 1 924 Effectif : 5 930	7 452	14	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Pologne ■ République Tchèque ■ Autres pays
Zalando		Création : 2008 CA 2022 (en M€) : 10 345 Effectif : 16 161	6 748	30	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Reste de l'Europe ■ Allemagne, Autriche et Suisse
Boozt		Création : 2007 CA 2022 (en M€) : 605 Effectif : 1 197	574	9	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Pays scandinaves ■ Reste de l'Europe
AO World		Création : 2000 CA 2022 (en M€) : 1 296 Effectif : 2 921	588	n.c.	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Royaume-Uni
Westwing Group		Création : 2011 CA 2022 (en M€) : 431 Effectif : 1 541	182	1	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Royaume-Uni
Showroom privé		Création : 2006 CA 2022 (en M€) : 657 Effectif : 1 107	154	7	 <ul style="list-style-type: none"> ■ France

Source : Documents d'Enregistrement Universel des Comparables Boursiers, S&P Capital IQ

¹ Capitalisation boursière au 25 octobre 2023

14.31. Annexe 31. : multiples issus des Comparables Boursiers E-commerce

Profil Opérationnel - Cnova

Société	Croissance CA			Marge EBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Amazon	11%	12%	12%	18%	19%	20%
Ebay	3%	4%	5%	2%	2%	3%
Allegro	12%	11%	10%	7%	7%	8%
AO World	3%	3%	4%	31%	31%	31%
Westwing	(2%)	5%	8%	5%	6%	7%
Boozt	10%	3%	10%	(8%)	(10%)	(2%)
Showroomprivé	(17%)	(7%)	7%	1%	3%	5%
Zalando	54%	15%	9%	(24%)	6%	12%
Moyenne	9%	6%	8%	4%	8%	10%
Médiane	7%	5%	9%	3%	6%	7%

Source : Bloomberg

Multiples - Cnova

Société	xEBITDA		
	2023	2024	2025
Amazon	13,1x	11,5x	9,8x
Ebay	8,4x	8,2x	7,8x
Allegro	17,5x	14,1x	11,8x
AO World	13,1x	9,2x	8,2x
Westwing	15,8x	10,3x	6,1x
Boozt	7,7x	6,4x	5,3x
Showroomprivé	12,6x	10,6x	9,2x
Zalando	11,9x	9,2x	7,2x
Moyenne	12,5x	9,9x	8,2x
Médiane	12,8x	9,8x	8,0x

Source : Bloomberg

Valeur d'Entreprise - Cnova

M€	xEBITDA		
	2023	2024	2025
Multiple	12,8x	9,8x	8,0x
Décote	30%	30%	30%
Multiple décoté	9,0x	6,9x	5,6x
Agrégat	48	81	99
Valeur d'Entreprise	432	554	553

14.32. Annexe 32. : multiples issus des Transactions Comparables E-commerce

Transactions Comparables - E-Commerce

Date	Cible	Acquéreur	Multiples de CA		Multiples d'EBITDA	
			Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle	Non ajustés de la prime de contrôle	Ajustés de la prime de contrôle
juin-23	AO World	Frasers	0,4x	0,4x	10,4x	9,2x
déc.-22	Mysale	Frasers	0,3x	0,2x	n.d.	n.d.
oct.-22	THG	Qatar Investment Authority	0,5x	0,4x	20,3x	18,9x
juin-22	Mysale	Frasers	0,2x	0,2x	n.d.	n.d.
nov.-21	THG	Inconnu	1,4x	1,2x	21,9x	18,6x
juil.-21	Navabi	City Chic Collective	0,6x	0,4x	n.d.	n.d.
juin-21	Zalando	Kinnevik	3,1x	2,6x	42,5x	36,0x
juin-21	CentralPoint International	Dustin Group	0,6x	0,4x	15,2x	11,0x
mars-21	Noella	Steinbacher & niceshops	2,4x	1,7x	13,0x	9,4x
nov.-19	Ellos Group	FNG	0,7x	0,5x	8,0x	6,3x
juil.-19	Arc E-commerce	BHG Group	1,0x	0,8x	n.d.	n.d.
sept.-18	Eprix	iApotek	0,6x	0,4x	n.d.	n.d.
août-18	ABOUT YOU	Bestseller	3,0x	2,2x	n.d.	n.d.
Médiane			0,6x	0,4x	15,2x	11,0x
Moyenne			1,1x	0,9x	18,8x	15,6x

Source : MergerMarket, S&P Capital IQ, presse