

# RETAIL PERSPECTIVES

- 2 HYPOTHÈSES DE MARCHÉ
- 3 SCÉNARIOS DE CONSOLIDATION

Mars 2025

# RETAIL PERSPECTIVES

- 2 HYPOTHÈSES DE MARCHÉ
- 3 SCÉNARIOS DE CONSOLIDATION



Le retail français est en ébullition. Une fois n'est pas coutume, l'image n'a rien d'exagéré. Jamais dans l'histoire contemporaine du commerce en effet, l'avenir même des acteurs n'aura été autant challengé.

**La consommation atone, couplée à un inéluctable mouvement de fragmentation (au bénéfice d'enseignes spécialisées), pèse sur les volumes des "grands distributeurs".** Or les volumes sont la base même de leur modèle économique. Voilà pourquoi les pressions sur les marges sont maximales. Et les doutes des actionnaires ou des créanciers au plus haut.

**Dessiner le futur du retail n'a donc jamais été autant périlleux.** Et c'est précisément pour affronter cette difficulté que nous avons choisi de conjuguer nos analyses : financière d'un côté, conso-sociologique et opérationnelle de l'autre.

Vous le découvrirez, les pages qui suivent sont riches en parti-pris. Mais toujours avec arguments ! Les vôtres sont aussi les bienvenus.



Clément  
Genelot

BRYAN, GARNIER & Co

Olivier  
Dauvers  
éditions  
DAUVERS



# RETAIL PERSPECTIVES

## 2 HYPOTHÈSES DE MARCHÉ

La fragmentation  
de la conso  
va se poursuivre



Le marché GSA sera durablement  
récessif en volumes

Les indépendants  
vont continuer  
leur gain de PDM



Le "reste à se partager"  
se restreindra pour les intégrés

## • 1/ La fragmentation de la consommation va se poursuivre

Les Français sont plus que jamais zappeurs dans leur consommation et multiplient les lieux d'achat : à la fois pour dépenser moins ET pour dépenser mieux.

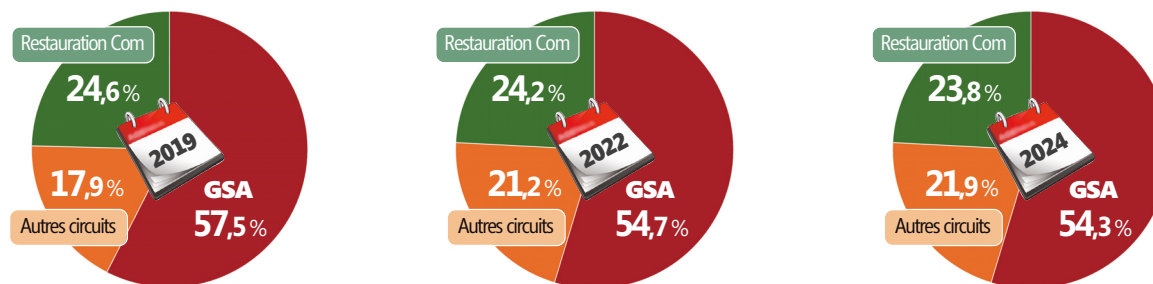
Pour dépenser moins, ils fréquentent davantage d'enseignes GSA différentes (Kantar le démontre tous les ans). Mais, en parallèle, les consommateurs cherchent aussi à dépenser mieux. A donner davantage de valeur aux euros qu'ils dépensent.

Et, pour ce faire, ils se tournent peu à peu vers les enseignes spécialisées (Grand Frais au premier chef). La spécialisation apporte en effet un premium de valeur perçue. Conséquence : une part des clients, pour une part de leurs achats, se déplacent vers les circuits spécialisés. Le mouvement est certes lent mais, comme l'érosion, il est inéluctable. Et se traduit par un effritement des volumes en GSA (voir infographie page suivante).

### LE RECUL DES GSA DANS LA CONSOMMATION ALIMENTAIRE

Circana.

> La part des GSA dans les dépenses alimentaires (PGC alimentaires + Frais traditionnel)

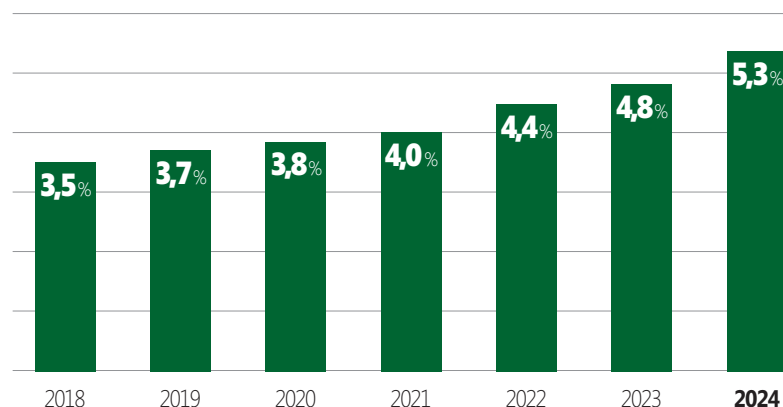


– 3,2 pts en 5 ans  
(8,4 Mds€ perdus pour les GSA, soit 1,7 Md€/an)

### LA PART DE MARCHÉ DES MULTIFRAIS (DONT GRAND FRAIS)

KANTAR

Frais traditionnel



4,7%

Grand Frais représente l'essentiel du marché des multifrais avec 4,7 %.

## • 1/ La fragmentation de la consommation va se poursuivre

Sur l'alimentaire, la conséquence de la fragmentation de la consommation au bénéfice d'enseignes plus spécialisées se traduit par un recul des volumes en grandes surfaces généralistes. Le gâteau perd donc en taille ! En valeur absolue (le gain Covid a été cédé) comme en valeur relative puisque l'évolution démographique annuelle devrait mécaniquement pousser les volumes de 0,5 % par an !

En parallèle, les rayons non-alimentaires se vident aussi, au double bénéfice d'enseignes là-aussi spécialisées (Fnac, Darty, Boulanger, Decathlon, Leroy Merlin, etc.) et du e-commerce. En 10 ans, Carrefour a ainsi abandonné plus de 40 % de son CA non-alimentaire.

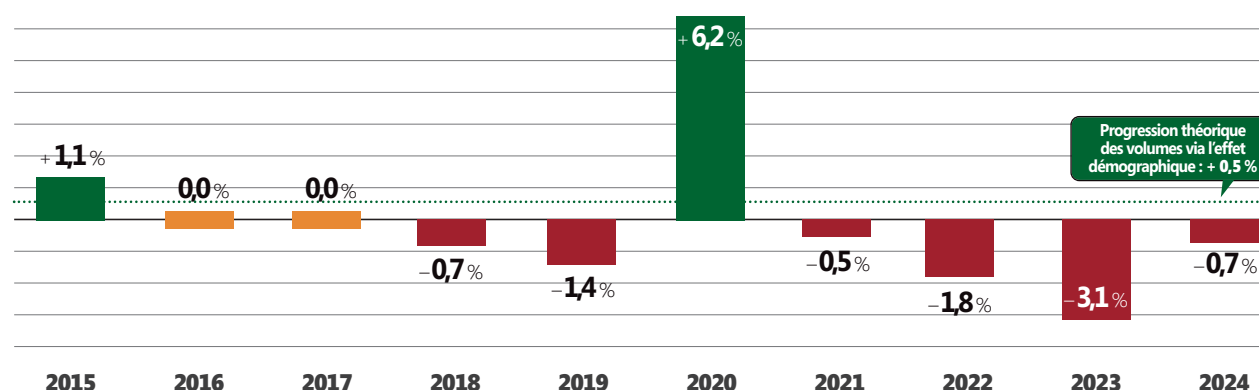
Conséquence : les chiffres d'affaires tous produits ont presque toujours évolué moins rapidement que l'inflation (et donc que les salaires). Ce qui produit une perte de rendement commercial d'autant plus douloureuse que, sur les 10 dernières années, les capacités commerciales (mètres carrés de magasin ou surfaces de drives entrepôt par exemple) ont encore cru.

Voilà en quoi la fragmentation de la consommation produit incontestablement une fragilisation des modèles économiques !

### 2024, NOUVELLE ANNÉE DE RECUL DES VOLUMES EN GSA

Circana.

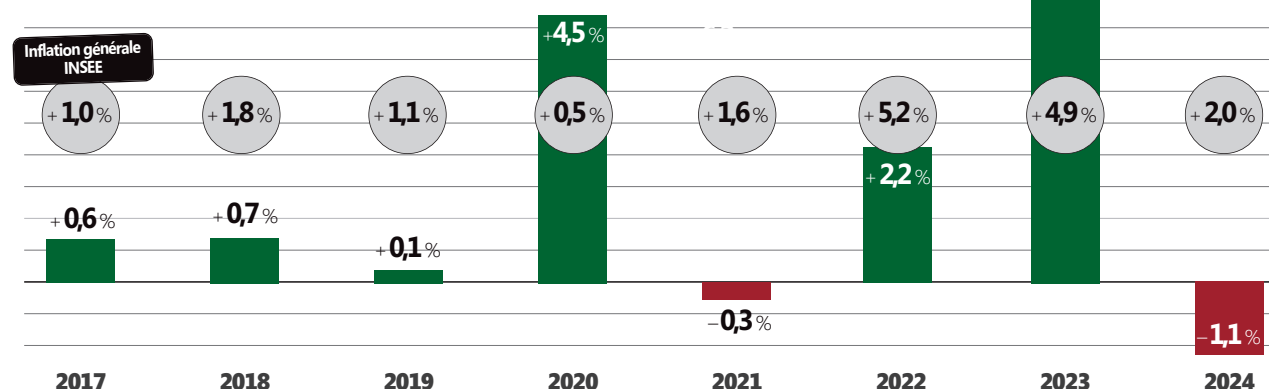
> Évolution des ventes VOLUMES des PGC / Frais LS (tous circuits GSA)



### ÉVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES TOUS PRODUITS

Circana.

> Évolution des ventes VALEUR (tous circuits GSA)



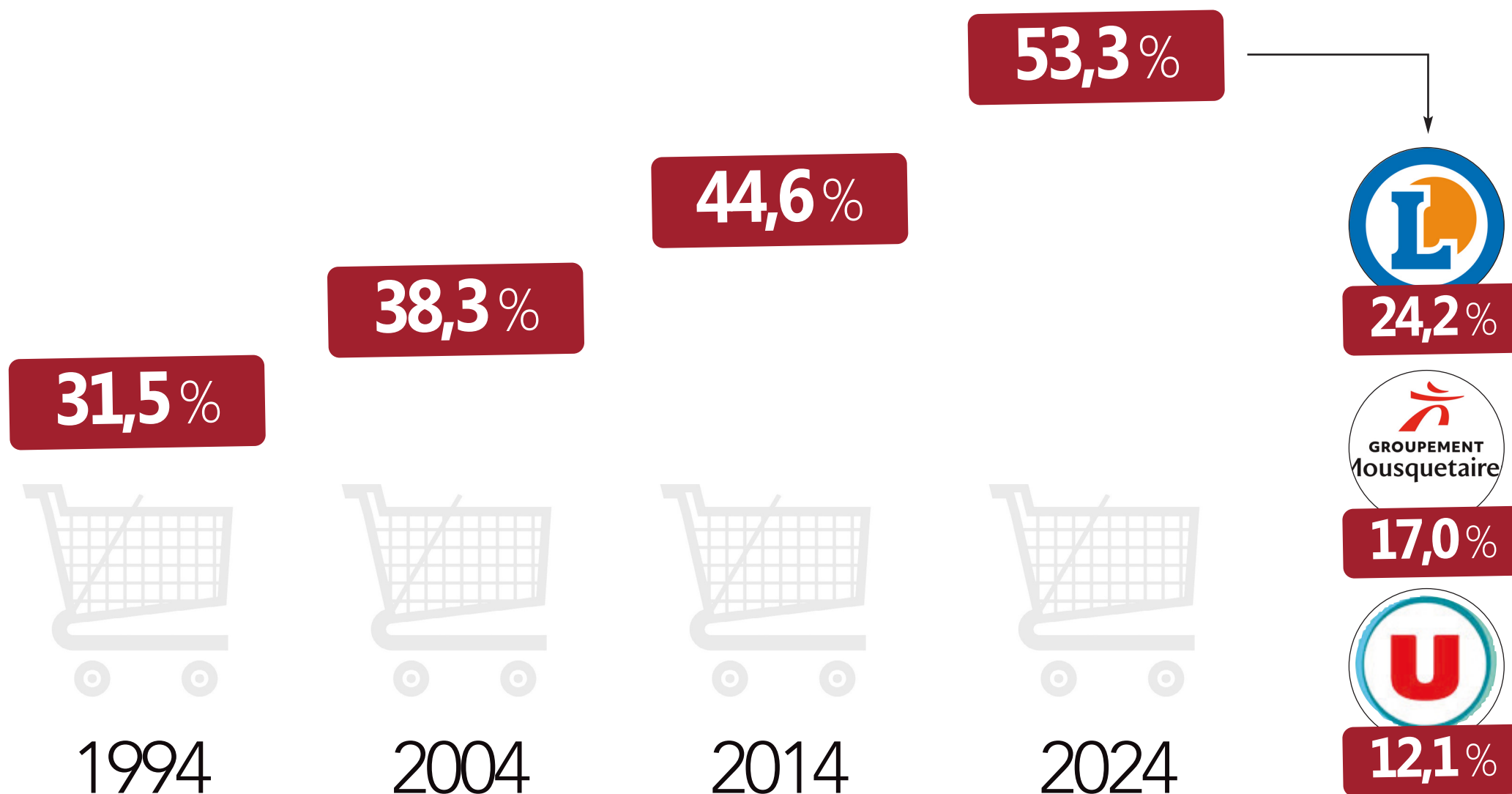
# RETAIL PERSPECTIVES

éditions  
DAUVERS

BRYAN, GARNIER & Co

## • 2/ L'inarrêtable croissance des indépendants

Sources : Kantar / Editions Dauvers



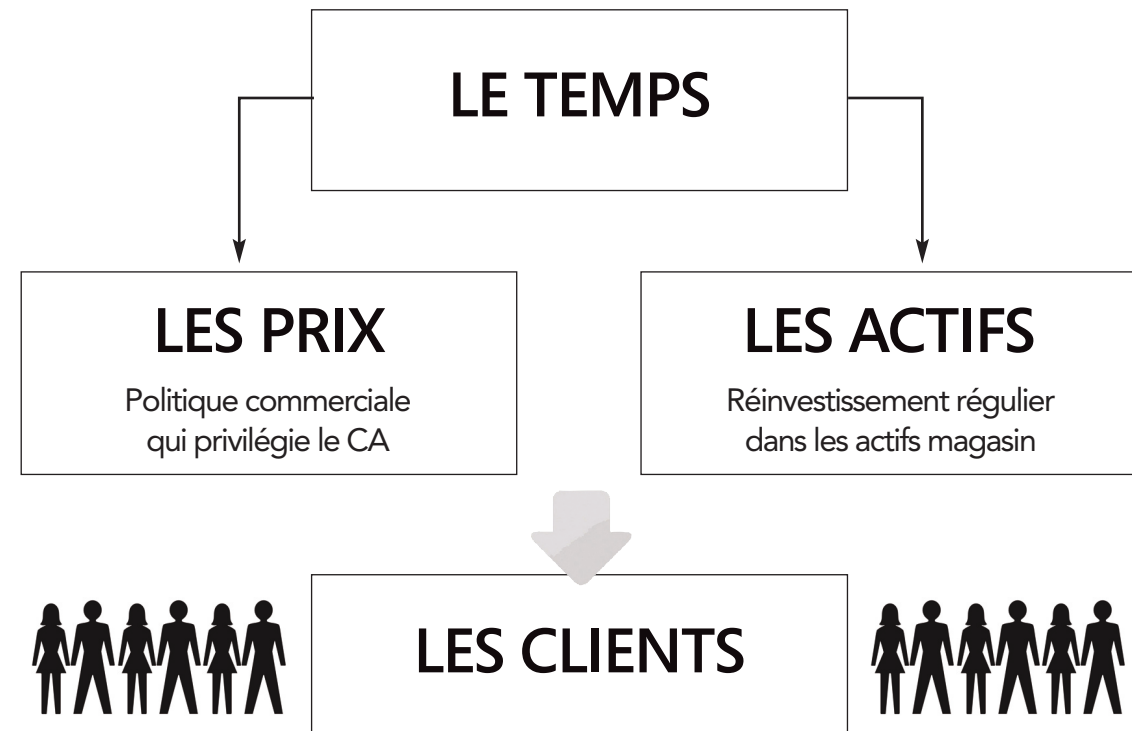
## • 2/ L'inarrêtable croissance des indépendants

**Le succès des indépendants sur le temps long est un fait de marché indiscutable.** En 30 ans (et alors qu'on leur promettait les pires difficultés de transmission dans les années 1990), leur part de marché cumulée a bondi de 31,5 % à 53,3 %. Soit un gain annuel de 0,7 pt.

**Le gain a été plus conséquent encore sur la dernière décennie : près de 1 pt par an. Explication : plus les temps (commerciaux) sont durs, plus le modèle indépendant est performant.** Comme un marin confirmé qui affronte plus facilement la tempête que le débutant !

Parmi les explications à cet écart de performance, il y a la structure de coût et notamment le poste des frais de personnel. Argument souvent mis en exergue par les "intégrés" pour se plaindre d'une concurrence qui serait inéquitable.

Mais **il y a bien plus fort : la relation au temps long chez les indépendants (l'horizon du propriétaire du magasin dépasse le trimestre ou l'année).** De cette relation au temps découle une politique commerciale qui privilégie le chiffre (donc plus agressive) et un réinvestissement régulier dans les actifs. La combinaison de prix plus bas et d'une meilleure expérience d'achat attire mécaniquement davantage de clients. Tant que les indépendants auront le temps, ils auront donc les clients !



# RETAIL PERSPECTIVES

## 3 SCÉNARIOS DE CONSOLIDATION

Les deux hypothèses présentées induisent un marché récessif pour les trois acteurs intégrés (Carrefour, Auchan et Casino) qui en deviennent contraints à chercher des synergies pour préserver leurs résultats malgré des chiffres d'affaires négatifs en comparable. La quête de synergies passe par la consolidation de deux des trois acteurs, façon jeu des chaises musicales !

## • Scénario 1 **Auchan rachète Carrefour et mise tout sur l'atteinte de la taille critique**

**Auchan** | RETAIL  
FRANCE



- **En se projetant à fin 2026, le nouvel ensemble génèrerait quasiment 111 Mds€ de CA HT** post-cessions de magasins en France et dans les autres marchés en commun (Espagne, Roumanie, Pologne). Le CA France tutoierait les 50 Mds€, dont 75 % resteraient exposés à Leclerc.

- **Malgré les cessions de magasins nécessaires en France, la part de marché combinée propulserait Auchan/Carrefour à la 1<sup>ère</sup> place avec plus de 26 % devant Leclerc et ses 24 %.** Mais, comme toujours, gare au délaissement commercial pendant les périodes d'intégration des grandes fusions et donc aux pertes de parts de marché...

- **Des synergies de coûts équivalentes à la fusion d'Ahold et de Delhaize en 2016, environ 1 % du CA combiné, dégageraient 1 Md€ étalés sur 3 ans minimum** (combinaison des sièges, réorganisation de l'outil logistique, meilleures conditions d'achat).

- Loin des 21 € proposés par Couche-Tard début 2021 ou des 21,5 € par Auchan fin 2021, **une offre de rachat à 17 €/action en cash soit plus de 11 Mds€ pourrait néanmoins satisfaire la majorité des actionnaires.**

- **La structure financière du nouvel ensemble serait très tendue avec un ratio de dette nette/EBITDA supérieur à 3x**, même en tenant compte de toutes les synergies futures. 5 Mds€ de cessions d'actifs (au sein des 15 Mds€ d'actifs immobiliers et des éventuels pays jugés non-stratégiques) deviendraient dès lors nécessaires pour ramener le ratio d'endettement vers des niveaux plus soutenables autour de 2,5x.

## • Scénario 2 Auchan rachète Casino, pousse plus loin la coopération et cherche à baisser son exposition aux hypers

**Auchan** | RETAIL  
FRANCE



**Casino**

- **En se projetant à fin 2026, Auchan générerait 41 Mds€ de CA HT dont quasiment 26 Mds€ en France.** Auchan baisserait significativement son exposition à Leclerc en France de 90 % de son CA à environ 60 %.

- **Auchan resterait le 5<sup>e</sup> acteur mais talonnerait Coopérative U de très près avec quasiment 12 % de parts de marché.**

- **Les synergies de coûts seraient réduites, de l'ordre de 180 M€ soit moins de 0,5 % du CA combiné,** compte tenu de la présence d'Auchan France et Casino dans la même alliance d'achat et à des rôles secondaires.

- **Alors que Casino est confronté à un réel risque de non-respect de ses covenants bancaires** et de liquidité à partir de fin 2026 en l'absence de signaux de redressement commercial et d'un cash-burn persistant, le duo Kretinsky-de Lacharrière

pourrait préférer une vente à une nouvelle injection de capital.

- **Ils auraient besoin d'une offre de rachat à 4,5 €/action en cash pour rentrer dans leurs frais...** Ce 1,8 Md€ ajouté aux plus de 3 Mds€ de dette nette de Casino attendus d'ici 2026 rendraient la structure financière d'Auchan intenable avec un ratio de dette nette/EBITDA à 3,8x, même en incluant les synergies futures. Un règlement en actions Auchan étant improbable (quel serait l'intérêt de Kretinsky de siéger au conseil d'administration cadennassé par la famille Mulliez ?), Auchan devrait céder la moitié de son portefeuille immobilier pour environ 2,5 Mds€ afin de ramener son endettement à 2,5x...

## • Scénario 3 Carrefour rachète Casino pour se désensibiliser de Leclerc en France



- En se projetant à fin 2026, Carrefour générerait 94 Mds€ de CA HT post-cessions de magasins en France, dont 47 Mds€ en France. Carrefour baisserait son exposition à Leclerc en France de 75 % à environ 60 % de son CA.

- Carrefour rattraperait enfin Leclerc avec 24 % de parts de marché.

- Les synergies de coûts seraient de l'ordre de 280 M€, soit moins de 0,5 % du CA combiné hors Cdiscount. Les gains seraient significatifs dans l'approvisionnement de marques nationales en France ainsi que dans l'optimisation logistique.

- Alors que Casino est confronté à un réel risque de non-respect de ses covenants bancaires et de liquidité à partir de fin 2026 en l'absence de signaux de redressement commercial et d'un cash-burn persistant, le duo Kretinsky-de Lacharrière pourrait préférer une vente à une nouvelle injection de capital.

- Ils auraient besoin d'une offre de rachat à 4,5 €/action en cash pour rentrer dans leurs frais... Ce 1,8 Md€ ajouté aux plus de 3 Mds€ de dette nette de Casino attendus d'ici 2026 rendraient la structure financière de Carrefour plus tendue mais encore tenable avec un ratio d'endettement à 2,6x en incluant des cessions de magasins en France, la cession de Cdiscount et les synergies futures. Des cessions d'actifs du côté de Carrefour à hauteur de 1 Md€ (la revue stratégique en cours pourrait fortuitement acter la vente de la Belgique et de l'Argentine pour ce montant) ou un règlement du deal moitié cash / moitié actions Carrefour (qui propulserait Kretinsky au conseil d'administration avec environ 5 % du capital, assurant une certaine stabilité de gouvernance en cas de départ de la famille Diniz et/ou Moulin-Houzé) permettraient de ramener le ratio sous les 2,5x.

# RETAIL PERSPECTIVES

éditions  
DAUVERS

BRYAN, GARNIER & Co

## PROBABILITÉS

[ Parce que des scénarios n'ont d'intérêt que lorsqu'on pondère leur probabilité ]

- **Scénario 1**  **Auchan rachète Carrefour et mise tout sur l'atteinte de la taille critique** **20 %**
- **Scénario 2**  **Auchan rachète Casino, pousse plus loin la coopération et cherche à baisser son exposition aux hypers** **30 %**
- **Scénario 3**  **Carrefour rachète Casino pour se désensibiliser de Leclerc en France** **50 %**

Pourquoi c'est  
notre scénario  
privilegié ?



## PROBABILITÉS [ Parce que des scénarios n'ont d'intérêt que lorsqu'on pondère leur probabilité ]



### Carrefour rachète Casino pour se désensibiliser de Leclerc en France

- Un rachat comme celui-ci est **beaucoup plus simple à digérer avec des synergies de coûts moins à risque qu'une fusion entre égaux**. Le cas décevant Carrefour/Promodès continue d'hanter les mémoires et le cas réussi Ahold/Delhaize fait toujours figure d'exception.
- Il s'agit du **scénario le plus tenable d'un point de vue bilanciel**. Seulement 1 Md€ de cession d'actifs maximum seraient nécessaires pour assurer une structure financière pérenne sous les 2,5x dette nette/EBITDA.
- **L'agenda est favorable car ce mariage résoudrait trois problématiques actionnariales/managériales d'un seul coup :**
  - C'est l'occasion pour Alexandre Bompard de propulser Carrefour dans un nouveau chapitre de son histoire alors que son plan stratégique et son mandat arrivent à échéance en 2026, ou à minima de partir sur un coup d'éclat.
  - Cela permettrait à Daniel Kretinsky de convertir un investissement majoritaire dans une société toujours vacillante en un investissement minoritaire avec siège au conseil d'administration d'un grand groupe plus sain.
  - Cela assurerait une certaine stabilité de la gouvernance chez Carrefour en cas de départ de la famille Diniz et/ou Moulin-Houzé.
- **Reste les sujets (ardus) de la concurrence et de la franchise.** Côté concurrence, des coupes significatives seraient inévitables. Mais les décisions récentes montrent que l'Autorité de la concurrence est désormais plus "souple" dans son appréciation des situations locales. Côté franchise, le risque est encore difficile à appréhender de manière tangible. Carrefour devra lâcher du lest, certes, mais dans quelle proportion ? L'issue du "procès de Rennes" (en juin) est par principe incertaine. Et l'appro parallèle de quelques franchisés encore faible.

# RETAIL PERSPECTIVES

- 2 HYPOTHÈSES DE MARCHÉ
- 3 SCÉNARIOS DE CONSOLIDATION

Mars 2025