



Diagnostic et analyse financière

30/03/2005

Jonathan Benchimol

Sommaire

Sommaire	2
Présentation	3
Analyse de la rentabilité financière	4
Analyse de la rentabilité économique	8
Equilibre financier.....	9
Autres remarques	10
Politique d'investissement et de financement	11
Les problèmes	13
Les conséquences	14
Rabais	14
Poursuites	14
Conclusions juridiques	15
Conclusion.....	16
Marionnaud racheté par un groupe chinois	16
L'image de la compréhension	17
Actuellement	18

Présentation

Marionnaud Parfumeries est le n° 1 français de la distribution sélective d'articles de parfumerie et de cosmétique. Le groupe est également le n° 1 européen en nombre de points de vente. Le CA par pays se répartit comme suit :

- France (67,5%) ;
- International (32,5%).

Le CA s'articule géographiquement entre péninsule ibérique (25,2%), Suisse (25,1% ; leader suisse), Italie (22,7%), Autriche (17,4% ; leader autrichien) et Europe de l'Est (9,6%).

En mai 2004, le réseau de distribution totalisait 1 235 boutiques implantées en France (567), en péninsule ibérique (182), en Europe de l'Est (153), en Italie (136), en Suisse (103) et en Autriche (94).

Une présentation de l'actualité juridique de la firme sera effectuée en deuxième partie de cette présente analyse, à la suite du diagnostic financier détaillé de Marionnaud. Cependant, nous tenons à rappeler que cette analyse financière ne prend pas en compte l'année 2004 du fait des problèmes juridiques engendrés par une émission d'information financière erronée de la part de Marionnaud, et donc d'un bilan 2004 comptablement erroné en certains points.

Nous avons donc pris la décision d'étendre notre analyse financière de l'année 2001 incluse à l'année 2003 incluse.

Analyse de la rentabilité financière

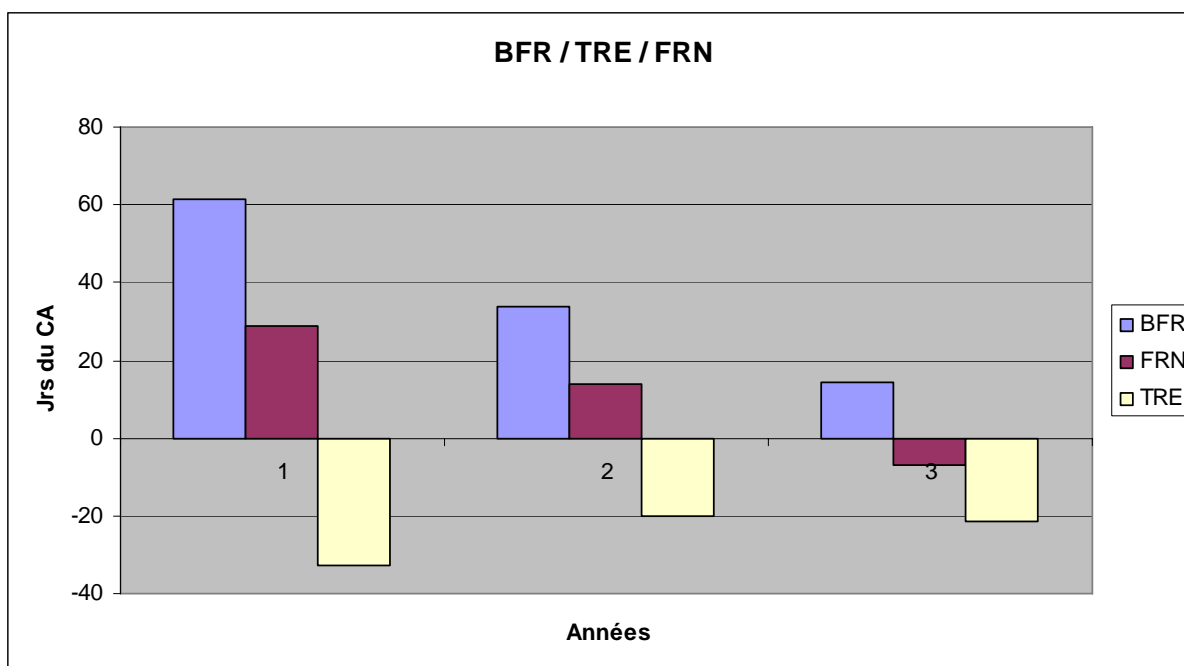
Exposons tout d'abord l'ensemble des calculs et ratios effectués afin d'analyser en profondeur la structure financière de Marionnaud Parfumeries.

Analyse de la liquidité		2003	2002	2001	
Liquidité générale (>1) = Actif circulant/DCT		1,37	1,35	1,17	
Liquidité restreinte = (Actif circulant-Stocks)/DCT		0,61	0,68	0,54	
Liquidité immédiate = (VMP + Disp.)/DCT		0,16	0,19	0,21	
Liquidité générale (>1) = Actif circulant/DfinCT		4,42	4,80	3,63	
Liquidité restreinte = (Actif circulant-Stocks)/DfinCT		1,98	2,40	1,67	
Liquidité immédiate = (VMP + Disp.)/DfinCT		0,52	0,69	0,65	
Analyse des besoins liés au cycle d'exploitation		2003	2002	2001	
FRN=(FP+DettesMLT)-Aimmobilisé		29	14	-7	jrs de CA
		90973	39964	-15165	Unité de valeur
BFR=Stocks+Créance d'exp.-Dettes d'exp.		62	34	14	jrs de CA
		194345	96967	31004	Unité de valeur
TRE=FRN-BFR		-33	-20	-22	jrs de CA
		-103372	-57003	-46169	Unité de valeur
Analyse de la structure financière (static approach)		2003	2002	2001	
L = Levier financier		102%	91%	55%	
L' = Levier financier bis.		71%	65%	31%	
DMLT/CAF		5,14	5,15	2,65	
Analyse de la structure financière (dynamic approach)		2003	2002	2001	
BN/CA		0,03	0,04	0,05	
CA/AE		1,09	1,11	1,09	
AE/FP		2,02	1,91	1,55	
ROE = Rc		7,5%	8,0%	7,9%	

En ce qui concerne la liquidité, on remarque que ce ratio est légèrement supérieur à l'unité, ce qui dénote une certaine difficulté à faire face à ses obligations à court terme, même si on remarque une bonne amélioration dans le temps, avec un ratio supérieur à l'unité en 2003 et 2002, ce qui montre une amélioration notable pour répondre aux obligations à court terme de l'entreprise. Cependant, un autre calcul de ce ratio nous montre que l'entreprise n'a pas de soucis de liquidité, au vu d'un ratio qui atteint 4,42 en 2003, mais qui ne considère uniquement les dettes financières (c'est-à-dire générant des intérêts pénalisant l'entreprise, sans compter les dettes d'exploitation, aussi à court termes). En somme, la liquidité générale de l'entreprise reste supérieure au seuil critique de l'unité et met en évidence une relativement bonne liquidité globale de l'entreprise, c'est-à-dire que l'entreprise peut répondre aux obligations à court terme que son exploitation exige.

Le ratio de trésorerie (liquidité restreinte) montre aussi une relative amélioration de cette dernière dans le temps, même si il est difficile, avec de tels ratios de définir un avis tranché sur la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations à court terme. Son évolution, et surtout sa variation entre 2002 et 2003 nous met en évidence une complication probable à venir.

Enfin, en ce qui concerne la liquidité immédiate, l'évolution de ce ratio est préoccupante car en diminution constante, et surtout en forte diminution entre 2002 et 2003 ce qui peut aussi augmenter la probabilité d'apparition de cas critiques à l'avenir : les dettes à court terme pèsent sur les disponibilités sur cette durée.



En ce qui concerne les besoins en fond de roulement, on remarque une forte augmentation de ces derniers durant la période d'analyse. Les besoins en fond de roulement ont été pratiquement multipliés par 4.5 en deux ans, entre 2001 et 2003, par rapport à l'évolution de l'activité. Cela dénote tout de même un accroissement du risque de base lié à l'exploitation comparé à l'évolution de l'activité de la firme. Cela ne présage rien de bon pour l'avenir de la stabilité de l'exploitation.

La trésorerie reste négative et creuse sa baisse, surtout en 2003, par rapport à l'évolution de l'activité, ce qui montre, au premier abord, un aperçu plutôt négatif de l'évolution des besoins de l'activité par rapport à l'évolution de l'activité elle-même.

En ce qui concerne la structure financière à proprement parlé, nous distinguerons deux aspects d'analyse : une approche statique, et une approche dynamique.

En ce qui concerne l'analyse statique de la structure financière de l'entreprise Marionnaud Parfumeries, nous nous apercevons que le levier financier de base (incluant l'ensemble des dettes, c'est à dire Dettes Court Terme + Dettes à Moyen Long Terme) atteint en 2003 le seuil des 100% pour le dépasser légèrement, ce qui laisse à penser qu'une partie des dettes n'est pas couverte par les capitaux propres, qui constitue la principale garantie dont disposent les créanciers financiers au cas où l'entreprise entrerait dans une situation difficile.

Mais par souci de précision, séparons les financements courts (dettes à court terme ou crédit de trésorerie), qui financent les emplois nets du cycle d'exploitation, des financements longs (capitaux propres et dettes à moyen long terme), qui financent les actifs immobilisés.

Cette séparation ainsi effectuée permet de mettre en avant le levier financier bis, qui, certes s'accroît dans le temps, mais qui reste en dessous du seuil des 100%. Il est tout de même inquiétant de voir que ce ratio a plus que doublé en trois ans.

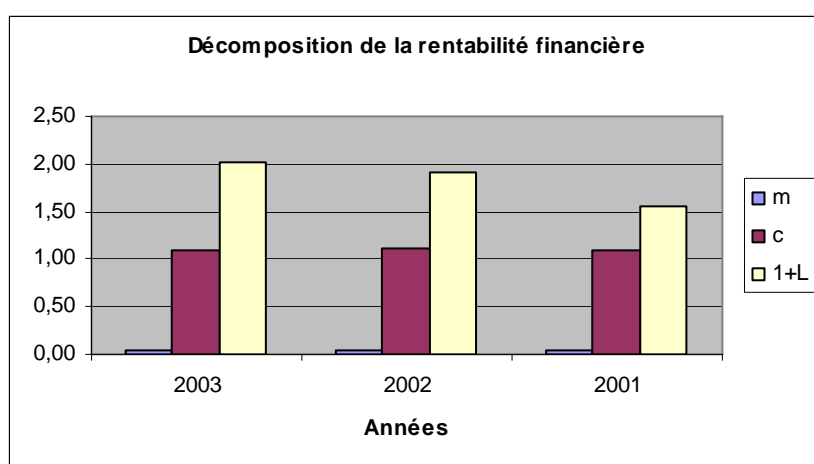
Cette dernière remarque est confirmée par le fait que les dettes à moyen et long terme représentent plus de cinq fois, en 2002 et en 2003, les cash flows d'exploitation. Cela signifie entre autre que l'entreprise doit fonctionner plus de cinq années pour rembourser les dettes à moyen et long terme, ce qui est assez conséquent, et dénote un important endettement de Marionnaud Parfumeries.

L'analyse statique de l'entreprise fait donc ressortir quelques facteurs d'inquiétude qui auront sûrement leurs conséquences (plutôt négative) dans les années à venir, voire même l'année suivante.

Enfin, pour ce qui est de l'analyse dynamique de la structure financière de Marionnaud Parfumeries, nous nous intéresserons à la rentabilité financière de l'entreprise. Cette rentabilité peut se décomposer, par construction, en un produit de trois ratios. En effet, $Rc=m.c.(1+L)$ où m représente le taux de marge brute, c le coefficient de rotation des actifs économiques et L le levier financier de l'entreprise qui reflète la politique de financement de l'entreprise.

On remarque, par une analyse succincte de la rentabilité financière de l'entreprise, que cette dernière reste quasi constante sur les trois années.

Pourtant, en analysant la décomposition de cette rentabilité, on s'aperçoit de deux évolutions conjointes et relativement négatives pour l'entreprise : tout d'abord, comme ce que l'on avait obtenu précédemment lors de l'analyse statique, une hausse du levier financier tout au long des trois années de l'analyse, pour atteindre le seuil de l'unité (100% soit en d'autres termes Dettes = Capitaux propres), et ensuite, une baisse constante du taux de marge brute de l'exploitation.



C'est cette évolution relativement négative et conjointe de ces deux ratios, avec une évolution quasi stable de la rotation des actifs sur les trois années de l'analyse, qui engendrent une rentabilité financière quasi constante, équivalente à 7.7% en moyenne sur les trois années. Le problème mis en évidence par cette décomposition nous montre l'importance de la rotation des actifs au sein d'une entreprise.

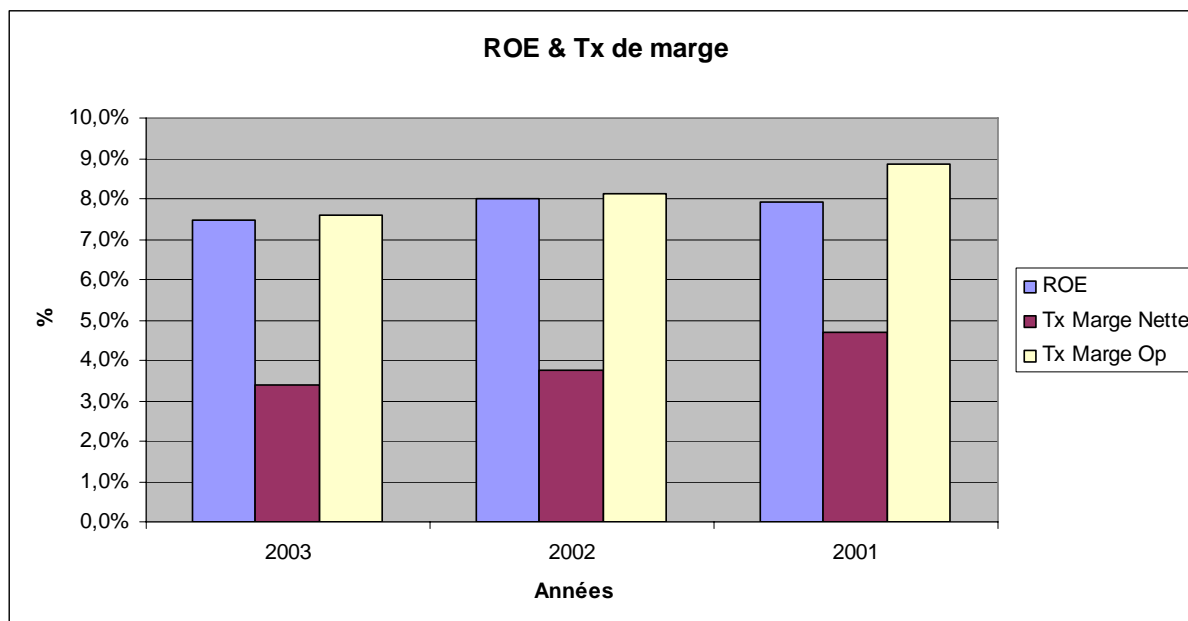
En résumé, nous avons le tableau récapitulatif suivant :

Décomposition de la rentabilité financière

	2003	2002	2001
Marge op. : BE/CA	7,6%	8,1%	8,9%
Marge nette m=BN/CA	3,4%	3,8%	4,7%
Rotation des capitaux investis c=CA/AE	1,09	1,11	1,09
Levier financier DF/FP	1,02	0,91	0,55
Rentabilité financière Rc=BN/FP	7,5%	8,0%	7,9%

En sommes, il aurait été judicieux de la part du management du groupe Marionnaud Parfumeries de prêter attention à la rotation des capitaux investi, en mettant tout en œuvre pour la faire croître afin d'optimiser la rentabilité financier, à marge nette et levier financier fixe.

En conclusion, il est utile de remarquer que la rentabilité de l'activité industrielle (Marge opérationnelle) et la rentabilité commerciale nette (Marge nette), indépendamment de son financement et des éléments exceptionnels, sont en constante décroissance au cours des trois années de l'analyse. Cela ne présage pas de bonnes perspectives de stabilité pour la structure financière globale de l'entreprise.



Marge nette (RN/CA)	3,4%	3,8%	4,7%
Rc = ROE (RN/FP)	7,5%	8,0%	7,9%
Taux de marge opérationnelle (REX/CA)	7,6%	8,1%	8,9%
Taux de marge nette (RN/CA)	3,4%	3,8%	4,7%

En définitive, l'ensemble des marges (nette et opérationnelle) de l'entreprise sont à la baisse sur les trois années de l'analyse. Cela montre une certaine difficulté à générer du cash et de la profitabilité en fonction de l'activité, et donc un risque global grandissant.

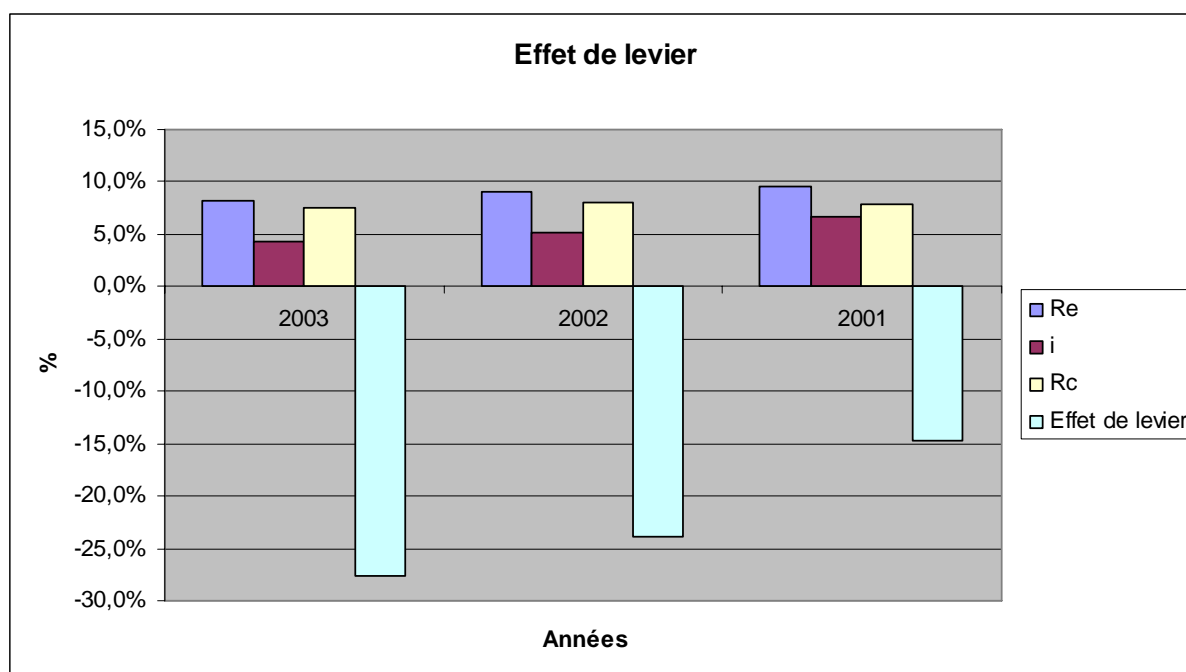
En définitive, l'analyse de la rentabilité financière nous a déjà donné un aperçu plutôt précis en termes financiers des risques d'exploitation que Marionnaud Parfumeries ne minimise pas (ou est impuissante à diminuer tout du moins).

Analyse de la rentabilité économique

Effet de levier de la dette

	2003	2002	2001
FF	-23035	-22391	-16696
Rentabilité économique = $Re=BAII/AE$	8,3%	9,0%	9,6%
$i=FF/DF$	4,4%	5,1%	6,6%
Levier financier DF/FP	1,02	0,91	0,55
ROE = Rentabilité des capitaux propres $Rc=BN/FP$	7,5%	8,0%	7,9%
Taux d'imposition des Bénéfices	35,4%	35,4%	36,3%
Effet de levier	-27,7%	-23,9%	-14,7%

On remarque tout d'abord que les frais financiers vont en augmentant tout au long des trois années d'analyses. De plus, la rentabilité économique est en baisse constante sur les trois années. Enfin, l'effet de levier est un « effet de masse » dès 2001 qui affecte l'entreprise sur l'ensemble de la période d'analyse. Un aperçu de cet effet ci après :



Pour un effet de levier, plutôt effet de masse, grandissant (négativement donc), la rentabilité des capitaux propres reste constante (ROE), ainsi que la rentabilité économique. Cela démontre que l'endettement croissant de l'entreprise n'améliore pas la rentabilité globale de l'entreprise.

Plus encore, l'endettement que subit l'entreprise est susceptible d'affecter irrémédiablement l'entreprise au point de la « couler ».

L'analyse de la rentabilité économique démontre le caractère risqué de l'entreprise en 2003.

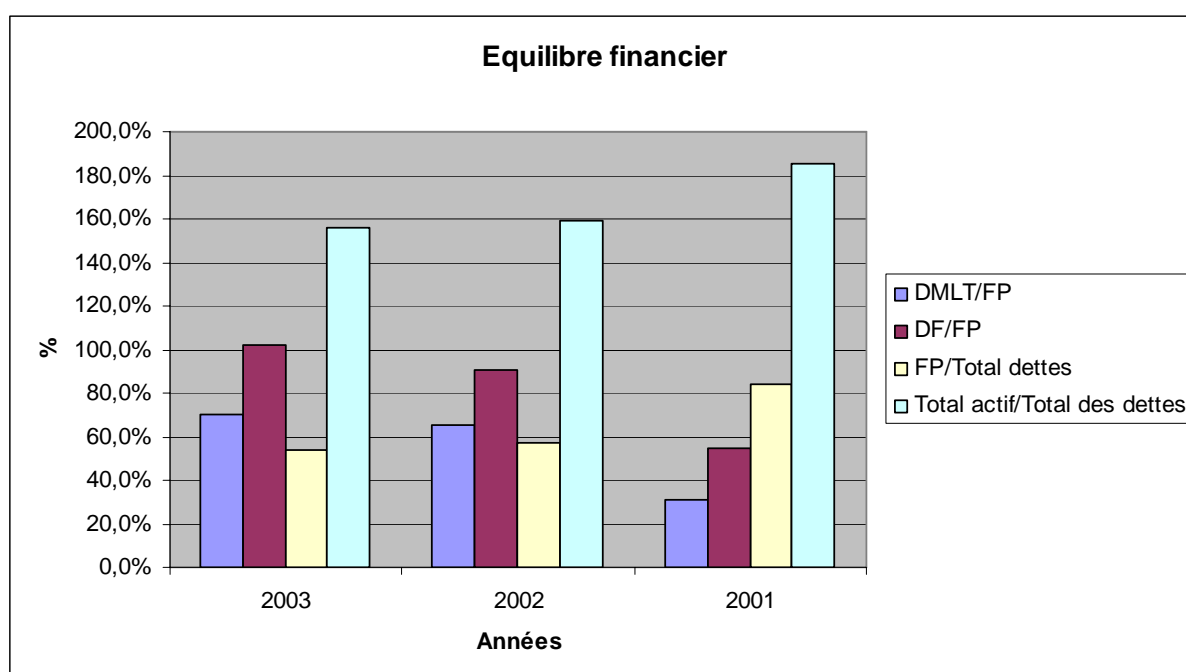
Equilibre financier

Equilibre financier

	2003	2002	2001
DMLT/FP	70,5%	65,3%	31,2%
DF/FP	101,9%	90,7%	54,9%
DMLT/CAF	5,14	5,15	2,65
FP/Total des dettes	53,6%	57,2%	84,1%
Total actif/Total des dettes	1,6	1,6	1,9

Analyse des besoins liés au cycle d'exploitation

	2003	2002	2001	
FRN	29	14	-7	jrs de CA
BFR	62	34	14	jrs de CA
TRE	-33	-20	-22	jrs de CA

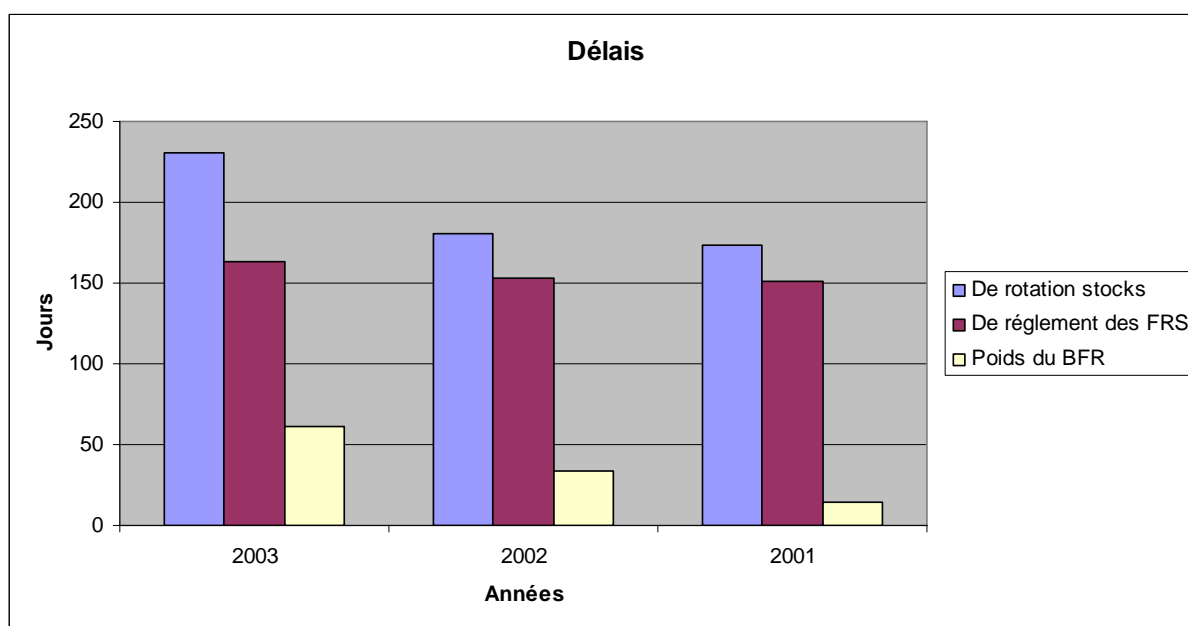


Tout d'abord, on remarque que les dettes impactent fortement l'ensemble des actifs. En effet, la proportion de dettes par rapport à l'actif total augmente tout au long de la période d'analyse. Plus précisément, la proportion des dettes par rapport aux fonds propres (qui restent constant tout au long de la période), va en augmentant de manière régulière. Cela est dû, en 2003, à un effet plus marqué des dettes à court terme que des dettes à moyen et long terme, ce qui dénote des difficultés dans l'activité et donc des risques d'exploitation importants.

Enfin, on remarquera une seconde fois les conséquences du poids des besoins en fond de roulement. Il est intéressant de remarquer que ces besoins sont courts, et donc pourraient participer à la hausse de la dette courte terme constatée précédemment.

Autres remarques

Taux de variation du CA	10,7%	33,2%	
Valeur ajoutée = Marge brute - Services extérieurs	337 946	292 717	224 724
Taux de variation de la VA	15,5%	30,3%	
Coût apparent de la main d'œuvre	24,3	22,0	21,9
Poids du BFR sur l'activité	17,1%	9,4%	4,0%
(Jours) Délai de rotation des stocks = STK/Achats	231	180	173
(J) Délai de règlement des FRS = FRS/(Achats+Charges externes)	163	153	151



Afin de peaufiner les ratios des paragraphes ci avant, on remarquera que d'autres facteurs de risque subsistent. En effet, le coût (apparent) de la main d'œuvre n'est pas maîtrisé et s'accroît constamment sur les trois années. L'accroissement n'est pas inquiétant mais le devient au vues des paragraphes précédents.

Autres facteur de risque non négligeable, le délai de rotation des stocks, qui est lui aussi mal maîtrisé. La gestion des stocks pose donc des problèmes qui peuvent créer, par voie de conséquence, des problèmes de rentabilité liés au non écoulement des stocks et surtout, à l'augmentation de ces derniers.

De plus, il est intéressant de noter que les difficultés de l'entreprise commencent à avoir des répercussions quand au règlement de leurs fournisseurs. Le délai de règlement des fournisseurs est certes maîtrisé, mais s'accroît au cours de la période d'analyse.

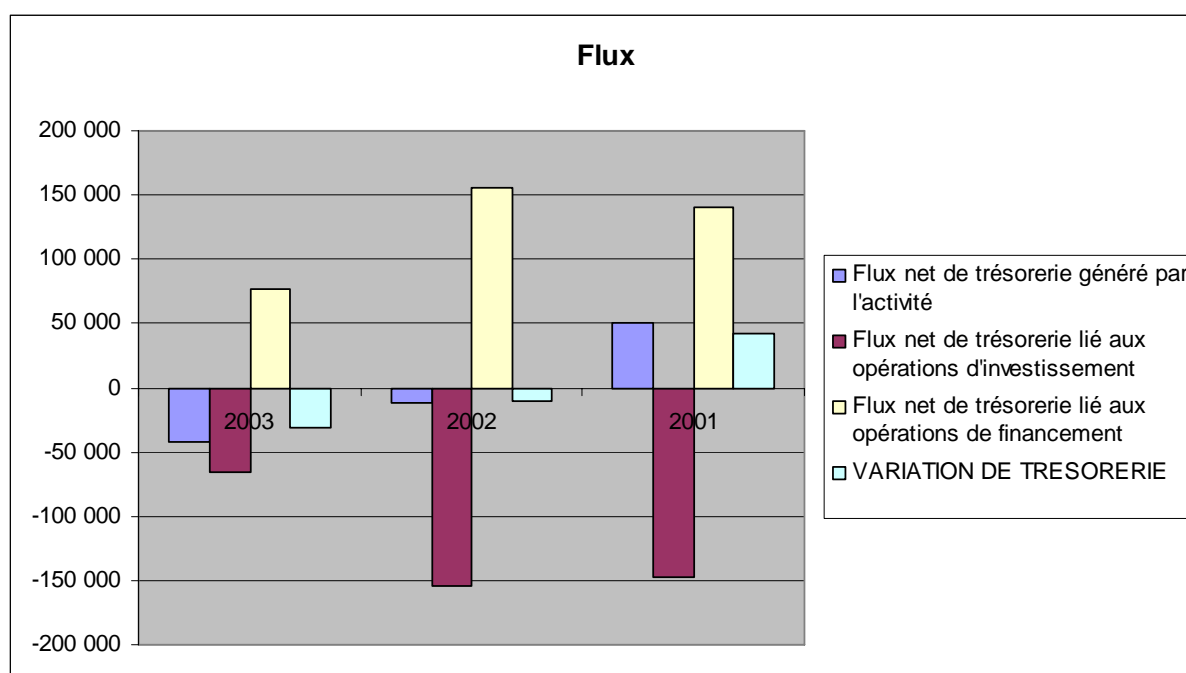
Pourtant, la valeur ajoutée s'accroît, mais apparemment pas suffisamment pour rehausser significativement la rentabilité de l'entreprise afin de lui permettre de faire face plus sereinement à ses dettes.

En conclusion, cette analyse des rentabilités nous a permis de mettre en évidence un grand nombre de facteurs de risques qui joueront sûrement un rôle de premier plan à court terme si rien n'est entrepris pour remédier aux différentes sources de risque d'exploitation et de réduction des dettes ainsi que de la capacité de l'entreprise à les rembourser.

Politique d'investissement et de financement

On remarque ensuite que Marionnaud Parfumeries diminue globalement ses flux d'investissements sur la période considérée. Cette information est très importante en marchés financiers : cela dénote soit un manque d'opportunités de l'entreprise à investir dans des projets rentables, soit une impossibilité de l'entreprise à investir par manque de liquidité. De plus, on remarque que la trésorerie est en diminution, de manière constante, sur l'ensemble de la période. L'entreprise investie donc de moins en moins, ce qui est peut être due à ses entrées, et ce qui fait preuve d'une certaine impuissance à saisir certaines opportunités d'investissement rentable.

La politique de financement laisse assez perplexe : les émissions d'emprunts ont été quasiment multipliées par 11 en trois ans et leur remboursement uniquement multiplié par 8 sur cette même période. Tout cela explique donc les variations des flux net de trésorerie liés aux opérations de financement.



En somme, tout cela explique une variation de trésorerie négative et un aspect globalement négatif de la politique de financement de Marionnaud Parfumeries.

Une remarque sur la politique de dividende de l'entreprise : Le dividende est une composante fondamentale de la rentabilité qui permet d'une part de « fidéliser » les actionnaires qui s'intéressent à un revenu élevé et, d'autre part, de véhiculer l'information entre les dirigeants, les actionnaires, l'entreprise et le marché la plus juste possible en général. L'approche néoclassique des marchés en équilibre montre la neutralité de la politique des dividendes.

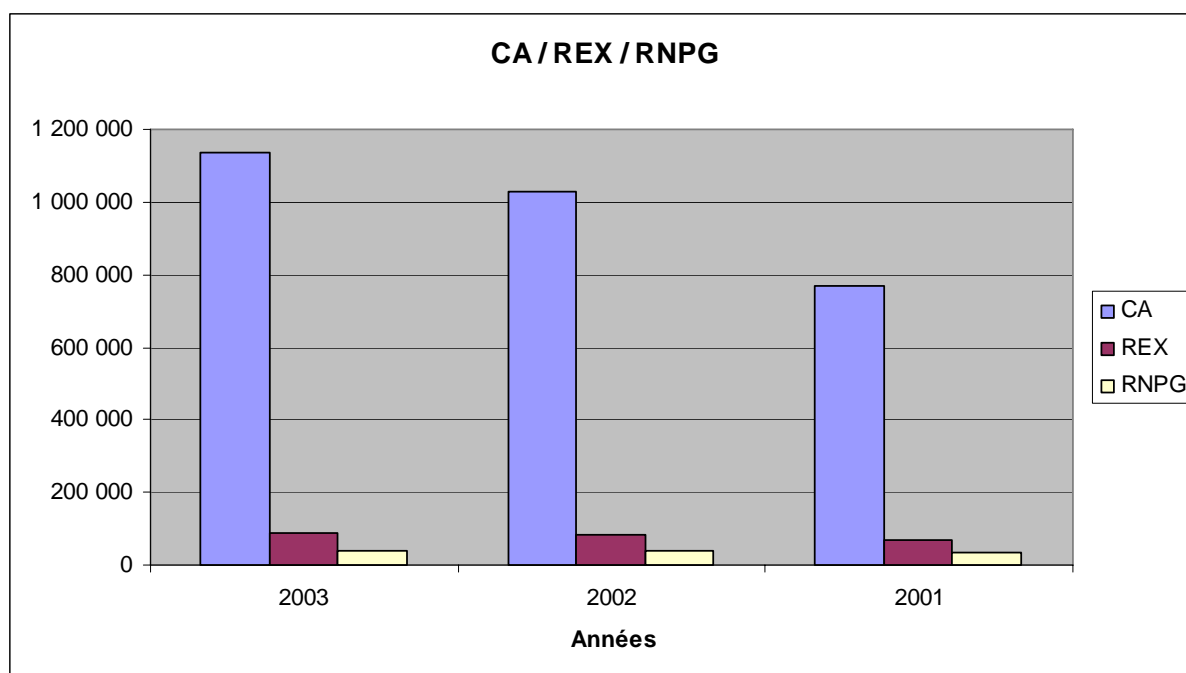
La théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché. La théorie des mandats montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, l'actionnaire peut utiliser le dividende comme une arme stratégique pour discipliner les dirigeants et les forcer à prendre en compte ses intérêts.

Plus précisément, la théorie du signal présente une explication en montrant que le dividende est un outil de communication extrêmement puissant entre l'entreprise et son marché. Ce signal implique un coût de sanction des dirigeants en cas de communication d'une fausse information au marché. Comme l'information entre l'entreprise et son marché est parfois imparfaite, le dividende constitue un signal approprié des flux de liquidités futurs de l'entreprise.

En ce qui concerne Marionnaud Parfumeries, le signal est biaisé. En effet, ce signal est donné pour attirer l'investisseur et séduire les actionnaires, mais n'est en aucun cas le reflet de la bonne santé financière de l'entreprise.

En sachant que l'information juste à un coût certain, avec un relatif retour sur ce pseudo investissement à moyen terme, le coût d'une information biaisée, via dividende ou rachat d'action d'ailleurs, est en général plus important et le retour sur ce pseudo investissement est plus qu'incertain à moyen terme. La sanction est donc immédiate en termes de coût, de notoriété, de visibilité... et se fait ressentir sur tous les domaines de la firme, au plus tard à moyen terme.

Un simple aperçu d'un comparatif des principaux chiffres de l'entreprise concernant l'activité et le résultat que génère cette activité nous montre la faiblesse de l'évolution du résultat par rapport à l'évolution de l'activité globale du groupe.



Cette aperçu simple est donc révélateur des difficultés qui attendent le management de Marionnaud Parfumeries afin d'optimiser la rentabilité de l'entreprise et son résultat par rapport a l'activité et à son évolution.

Les problèmes

Les **cartes de fidélité** sont émises par Marionnaud Parfumeries au bénéfice de ses clients. Ces cartes déclenchent lors de chaque achat en magasin, l'attribution de points. Au-delà d'un nombre déterminé de points (correspondant, dans les pays de la zone euro, à 150€ d'achats), Marionnaud Parfumeries émet au profit du client un "chèque" de 7,5€ (dans les mêmes pays) qui ne peut servir pendant un an qu'au règlement de ses achats ultérieurs, sans aucune possibilité de remboursement.

Compte tenu de ces caractéristiques, l'engagement résultant des points et des chèques émis ne faisait pas l'objet d'une provision, au motif que ces engagements ne constituaient pas une charge de l'exercice mais s'analysaient en une réduction de la marge bénéficiaire de l'exercice suivant. A la suite d'un contrôle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), la commission comptable de la CNCC a émis l'avis que cet engagement constitue un passif qu'il y avait lieu de provisionner, après prise en compte des chèques tombant en non-valeur. Il convient de préciser que ce traitement comptable fait l'objet d'une saisie du Comité d'urgence du Conseil National de la Comptabilité. Le Comité n'a pas, à ce jour, fait part de sa position. Dans ce contexte, la société a provisionné, à compter de l'exercice clos le 31 décembre 2003, les chèques émis encore en circulation à cette date. Le montant provisionné correspond au coût d'achat hors taxe des marchandises affecté d'un coefficient de retour déterminé sur la base des statistiques de retour des chèques fidélité.

Il s'élève avant impact de l'impôt sur les bénéfices à 3 778 K€ au 31 décembre 2003 (inclus dans la rubrique clients créditeurs), dont 2 418 K€ imputés sur les réserves (soit net d'impôts 1 602 Ke), en application des règles régissant la comptabilisation des effets des changements de méthode comptable.

L'impact sur le compte de résultat (1 360 K€) est affecté en diminution du chiffre d'affaires.

En conséquence, la société constitue une provision pour chèques fidélité aux conditions évoquées ci avant, concernant les changements comptables. La provision constituée est classée dans la rubrique "clients créditeurs".

Les points acquis non transformés en chèques fidélité ne font pas l'objet d'une provision dans les comptes. Ils sont considérés comme un engagement conditionnel (transformation des points en chèque fidélité pour 150€ d'achats par les clients). Le montant de cet engagement réciproque est porté en engagement hors bilan.

Un autre problème apparaît dans le rapport annuel, et concerne les primes de remboursement des **OCEANE**. En cas de non conversion des OCEANE (obligation convertible en actions nouvelles ou existantes) en actions, une prime de remboursement sera versée à leurs détenteurs à l'échéance des obligations. Le risque de non conversion a donné lieu à la constatation d'une provision, en tenant compte de la probabilité de non conversion (fonction de l'échéance et du cours de l'action). Cette provision sera progressive dans le temps. La provision a été calculée au taux de 5% du 7 février 2002 au 6 février 2003 et au taux de 10% du 7 février 2003 au 31 décembre 2003.

Les conséquences

La police judiciaire plonge son nez dans le parfum. Une enquête préliminaire a été ouverte, le 7 février 2005, par le pôle financier du parquet de Paris concernant la comptabilité de Marionnaud, leader français de la distribution sélective de parfums, en passe d'être cédé au milliardaire chinois Li Ka-shing. Le dossier vient tout juste d'être confié à la brigade financière. A charge pour les enquêteurs d'éplucher les comptes de la société dirigée par Marcel Frydman. Le 18 décembre 2004, Marionnaud avait publié ses bilans semestriels, après trois reports successifs et deux mois de retard sur le délai légal. «Lourdement affectés par des changements de méthodes comptables et des corrections d'erreurs», imposés par les commissaires aux comptes BDO Marque & Gendrot, les résultats du distributeur étaient rectifiés à la baisse de 93 millions d'euros. D'où une perte s'élevant à 79 millions d'euros. Une première depuis l'introduction en Bourse de Marionnaud en 1998.

Rabais

Ce sont les commissaires aux comptes de Marionnaud qui, en décembre dernier, ont fourni des éléments au parquet de Créteil, le siège de la société étant situé à Vincennes. Lequel, après «étude des pièces comptables» et au vu de la technicité du dossier, l'a transmis au pôle financier. Parallèlement à cette procédure, plusieurs enquêtes extrajudiciaires sont déjà en cours, comme celle de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur «l'information financière et comptable délivrée par la société Marionnaud», ouverte début janvier, et concernant les exercices 2002, 2003, 2004. Egalement sur le métier, l'audit commandé par les banques de Marionnaud, au cabinet Deloitte.

Les investigations de la brigade financière devraient notamment porter sur les éléments de comptabilité rectifiés sous la pression des commissaires aux comptes. En particulier, les inscriptions comptables des chèques-cadeaux et cartes de fidélité, 9 millions au total, selon Marionnaud. Un spécialiste des comptes de l'entreprise résume : «Marionnaud comptabilisait de la manière suivante : on a tant de cartes, les rabais autorisés aux clients sont de tel niveau, donc on multiplie ce niveau par le nombre de cartes. Ce qui pose des problèmes en termes de provisionnement. Ces chèques-cadeaux constituent de fait une créance de l'entreprise envers ses clients, qu'il faut bien comptabiliser...»

Poursuites

Autre point rétorqué par les commissaires aux comptes : la comptabilisation des stocks et le montant a priori surestimé depuis 2002 des ristournes et participations publicitaires offertes par les fournisseurs, en échange de volumes de vente garantis. «Marionnaud a négocié certains volumes d'achat et certains volumes de ventes pour bénéficier de ristournes auprès des grands groupes qui le fournissent, poursuit le spécialiste. Ce sont en partie ces ristournes qui font les bénéfices. D'où une tendance à acheter du stock pour bénéficier des ristournes. Donc, en cas de baisse de la consommation, il y a un effet pervers : Marionnaud achète plus pour maintenir ces bénéfices.»

Deux points de comptabilité qui, de fait, ont conduit à une majoration des bénéfices. Qui pourrait éventuellement valoir aux dirigeants de Marionnaud des poursuites pour «présentation de faux bilan» (code du commerce) ou «diffusion d'informations trompeuses» (code monétaire et financier). De bonne guerre, Marcel Frydman avait admis, à plusieurs reprises ces dernières semaines, des déficits dans le contrôle de la comptabilité du groupe.

Conclusions juridiques

La publication des comptes 2004 corrigés de Marionnaud a révélé une perte de 78,9 millions d'euros au 1er semestre 2004 et un endettement de 458 millions d'euros.

Marionnaud a construit son succès sur les avantages et les ristournes de fidélité. Le 13 octobre, le comité d'urgence du Conseil national de la comptabilité (CNC) ordonnait la comptabilisation immédiate «des droits à réduction et autres avantages en nature (produits ou services) accordés par les entreprises à leurs clients». Marionnaud a dû imputer 5,3 millions d'euros au titre du programme de fidélisation sur ses capitaux pour la période antérieure au 31 décembre 2003 et 269 000 euros au 30 juin 2004. Mais il a dû introduire dans sa comptabilité corrigée des éléments d'un poids plus considérable, principalement la provision de marges arrières concédées par ses propres fournisseurs en ristournes et participations publicitaires (54,8 millions d'euros), auxquels il faut ajouter des corrections sur la valeur des stocks des filiales étrangères et le coût de fabrication des cartes de fidélité. A la suite de ces corrections, le PDG fondateur de Marionnaud, Marcel Frydman, déclarait au Figaro : «Tous les comptes ont été nettoyés une bonne fois pour toutes, ils sont plus blancs que blancs.»

Marcel Frydman, 73 ans, s'est lancé dans la parfumerie au début des années 80. Il possédait une quarantaine de magasins au début des années 90. Son groupe a connu une croissance ultrarapide à partir du rachat, en 1996, des parfumeries Marionnaud dont il a conservé le nom. Marionnaud possède actuellement 1231 enseignes dont 566 en France (30% du marché) et 103 en Suisse, son deuxième pays d'implantation où il a fermé 18 magasins en 2003. Cette crise fait apparaître la fragilité financière et structurelle de Marionnaud. Outre les pertes du premier semestre 2004, la société affiche un endettement de 458 millions d'euros, soit 128% de ses fonds propres. Elle était dirigée jusqu'ici comme une entreprise familiale, la famille de Marcel Frydman occupant tous les sièges du conseil d'administration et la plupart des postes-clés de la direction.

L'Autorité des marchés financiers a ouvert une enquête sur sa comptabilité. Les banques créancières demandent un audit indépendant avant de se prononcer sur leur soutien futur ou sur une restructuration de la dette ; elles souhaitent, selon Les Echos, la nomination d'un directeur général chargé de la gestion opérationnelle. Les associations de petits porteurs et d'actionnaires minoritaires menacent.

Qui est responsable des erreurs comptables constatées chez Marionnaud ? La direction de l'entreprise se réfugie derrière l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui, à son tour, pointe du doigt les commissaires aux comptes de la société. La recherche d'un responsable pour les 93 millions d'euros d'erreurs comptables constatées dans les livres de Marionnaud, et la chute vertigineuse du titre qui a suivi, vient donc d'entrer dans sa phase active.

Les cabinets KPMG et Cofirec qui ont audité les comptes de la société jusqu'en 2003 et les ont certifiés sont aujourd'hui en première ligne. Ces deux cabinets ont certes alerté l'AMF concernant la comptabilisation des chèques cadeaux que Marionnaud distribue à ses clients mais n'ont pas vu les fautes les plus importantes commises sur les stocks et les rabais des fournisseurs. Selon Gérard Rameix, le directeur général de l'AMF, ce sont les nouveaux auditeurs BDO Marque Gendrot qui ont découvert cette anomalie et alerté immédiatement les autorités boursières. Face à l'ampleur des erreurs, l'AMF vient d'ouvrir une enquête sur les comptes 2001, 2002 et 2003 de Marionnaud ainsi que sur la manière dont ils ont été audités et rendus publics.

En dépit des rumeurs persistantes depuis trois ans d'un risque comptable chez Marionnaud et une communication financière floue de sa direction, le titre est longtemps resté parmi les valeurs les plus dynamiques. Aujourd'hui, les actionnaires se tournent vers l'AMF et lui réclament des explications. Depuis la révélation des inexactitudes, le titre a perdu un tiers de sa valeur. L'irruption d'Albert Frère dans le capital n'y aura rien fait.

Conclusion

Marionnaud racheté par un groupe chinois

Le groupe AS Watson lance une OPA sur la première chaîne de parfumerie en France.

C'est désormais officiel : le groupe chinois AS Watson, propriété du milliardaire de Hong Kong Li Ka-Shing, a lancé vendredi une offre de près de 900 millions d'euros pour racheter le groupe français de parfumerie Marionnaud, au prix de 21,80 euros par action. L'OPA (offre publique d'achat) devrait être ouverte le 28 janvier pour être bouclée fin mars. Elle a le soutien de Marcel Frydman, fondateur de la société, qui possède encore plus de 20 % des titres. Il empochera 75 millions d'euros et restera à la tête du groupe, assisté par un nouveau bras droit et un directeur financier. AS Watson, qui a également l'accord du Crédit agricole (9 % des actions) et du groupe belge Albert Frère (5 %), doit convaincre les petits porteurs, dont l'association a estimé que l'offre est insuffisante.

Jusqu'à présent, Marionnaud faisait figure d'exemple à suivre, avec un développement fulgurant depuis sa fondation en 1984 par Marcel Frydman. C'est à partir d'un petit magasin acheté sans grande ambition à Montreuil (Seine-Saint-Denis) que ce self-made-man atypique, se disant « toujours communiste dans sa tête », a construit un groupe qui possède aujourd'hui 1 300 magasins dont la moitié en France, et emploie 9 000 salariés. Après son introduction en Bourse en 1998, la société a connu une forte progression de ses ventes de 56 % en 1999 et 120 % en 2000. Mais en décembre dernier, M. Frydman a dû avouer des « erreurs » dans les comptes du groupe au premier semestre 2004, et afficher une perte semestrielle de 78 millions d'euros. Cette annonce a entraîné une chute de l'action de 70 %. Les banques ont imposé à Frydman la nomination d'un directeur financier et un audit sur les comptes. De leur côté, les petits porteurs d'actions, s'estimant lésés, ont réclamé une enquête de l'Autorité des marchés financiers (AMF), finalement ouverte début janvier. Le groupe AS Watson profite de cette crise pour lancer une offre se situant un centime d'euro au-dessus du prix de l'action après sa chute (21,79 euros). Possédant déjà 6 042 magasins de parfumerie dans le monde, il compte devenir avec ce rachat le « numéro 1 mondial de la distribution cosmétique ».

Quid de l'avenir des salariés ? Vendredi, le patron d'AS Watson a évoqué des « cohérences géographiques et des synergies à attendre » entre les deux groupes, notamment 35 millions de dollars d'économies par rationalisation des achats et ajustement des parcs de magasins. Marcel Frydman a assuré qu'« il n'y aurait pas de plan social » : « Il y a seulement 16 ou 17 magasins que nous essayons de recaser à d'autres et il y aura quelques fermetures. Watson n'a pas envie de créer un trouble dans l'entreprise dès son arrivée. On va se développer, on aura besoin de tout le monde, on aura peut-être plus besoin d'embaucher que de licencier. » Un discours convenu, mais qui ne devrait pas rassurer les salariés : les fameuses « synergies » évoquent inmanquablement doublons et licenciements, quand bien même ils se font par petits paquets et non par un plan social.

L'image de la compréhension

The infographic features a central grey circle with the Marionnaud logo and the text "900 M€ pour le rachat de Marionnaud, soit". Surrounding this central element are seven comparison points, each with an image and a text label:

- Viaduc de Millau:** 2,25 fois le Viaduc de Millau (Image of the viaduct).
- Swaziland:** 90% du PIB du Swaziland (Image of the Swaziland flag).
- Li Ka-Shing:** 8,7% de la fortune de Li Ka-Shing (Image of the Hong Kong flag).
- Marionnaud Perfumes:** 900 M€ pour le rachat de Marionnaud, soit (Central text).
- LVMH:** 7,5% le CA 2003 de LVMH (Image of the LVMH logo).
- Marionnaud Finance:** 79% du CA 2003 (Image of the Marionnaud Finance logo).
- Sécurité Sociale:** 6,4% du déficit 2004 de la Sécurité Sociale (Image of the Sécurité Sociale logo).
- Corrections d'erreurs:** 9,6 fois les corrections d'erreurs 2004 de Marionnaud (Image of stacks of money).

www.edubourse.com

Actuellement

L'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) présidée par Colette Neuville n'a pas reçu d'engagement de non apport de la part d'un fonds d'investissement américain, celui-ci s'étant contenté de faire part à l'ADAM de son mécontentement suite à l'annonce de l'OPA de Watson Group sur Marionnaud.

L'ADAM ne prend pas position pour l'instant au sujet de l'OPA de Watson Group et attend la note d'opération de l'AMF pour avoir plus d'éléments. Colette Neuville estime qu'il lui manque deux points principaux pour pouvoir affirmer s'il faut participer ou pas à cette offre, les éléments de valorisation de Marionnaud et l'existence ou non d'un projet d'augmentation de capital avec un risque de dilution à la clé.

S'agissant d'une éventuelle augmentation de capital pour rembourser les dettes, il convient de savoir si un droit de souscription serait réservé aux actionnaires et d'apprécier le risque de dilution sachant que Marionnaud a l'autorisation d'augmenter son capital de 9 millions d'actions nouvelles. Colette Neuville compte donc demander à l'AMF que ce point soit éclairci et figure dans la note d'opération.

L'ADAM rappelle enfin qu'il faut replacer l'OPA de Watson Group dans le contexte des difficultés financières de Marionnaud qui était au bord du dépôt de bilan au mois de décembre 2004 avec 262 Millions d'Euros de passif exigible à moins d'un an. Concernant d'éventuelles poursuites contre les dirigeants de Marionnaud au sujet des éléments trompeurs de leurs informations financière, l'ADAM examine actuellement les conditions d'un recours en justice et les moyens de financer une telle action.