

Lion Capital fond pour Picard

Le groupe de surgelés s'apprête à vivre son troisième LBO en dix ans, passant sous le giron du fonds d'investissement Britannique Lion Capital après six années aux côtés de BC Partners. Le succès de l'entreprise ne se dément pas au fil des rachats successifs, et l'opération s'effectue à des multiples élevés. État des lieux d'une transaction de référence.

« **P**ar sa taille, son financement – près d'un milliard d'euros de dette, soit quasiment deux tiers du montant total, et une substitution du high yield pour la mezzanine – et sa structure juridique (Luxco à étages multiples), l'opération sur Picard est encore une fois une référence », explique Lionel Scotto, associé fondateur du cabinet du même

nom. Après des semaines de négociations, Lion Capital se prépare à reprendre Picard surgelés à BC Partners pour plus d'un milliard et demi d'euros. La valorisation du groupe de distribution reflète une success story en trois dimensions. Réussite entrepreneuriale tout d'abord pour cette enseigne familiale basée à Fontainebleau, dont la naissance remonte à 1906, reprise par Armand

Decelle en 1973 et qui a pratiquement inventé le surgelé, dont elle a changé la perception. La société a su créer son propre marché et profite d'une absence relative de concurrence. « Sa croissance et ses profits sont réguliers. Elle résiste à la crise », décrypte Philippe Jaegy, vice-président du cabinet de conseil Solving Efeso (cf. encadré sur les chiffres clés).

Réussite LBO ensuite, car son succès ne se dément pas au fil des changements de propriétaires, dont le premier, la cession par Carrefour à Candover pour 5 milliards de francs en 2000, a servi de benchmark en termes de taille, de multiples et de levier aux opérations qui ont suivi. Sa structure financière est assainie ; la dette d'acquisition a disparu et ses financements sont passés de 7,2 à 3,1 fois l'excédent brut d'exploitation (Ebe).

Et réussite de la marque, manifeste dans l'étude de septembre 2010 du cabinet de conseil OC&C, mesurant « la cote d'amour » des sociétés auprès de leurs clients : l'entreprise est l'enseigne de distribution préférée des Français. Une réputation fondée sur l'innovation, la qualité et le choix : Picard propose environ 1 150 références contre 400 à 500 en hypermarchés, avec 150 nouveaux produits par an contre 5 pour son concurrent Findus. Cette offre justifie aux yeux des consommateurs des tarifs se situant dans le haut de la fourchette. La société vise la fidélisation de ses clients pour leurs achats au quotidien de nourriture et y parvient, avec une part de marché de l'ordre de 19 % selon André François-Poncet, associé chez BC Partners. Une position de force confirmée au niveau de son approvisionnement, car « ce sont les fournisseurs qui viennent s'adresser à Picard, pas l'inverse », assure ainsi le vendeur.

Ce qu'il faut retenir

GÉNÉRAL :

- Retour des financements LBO à un milliard d'euros
- Le high yield se substitue à la mezzanine
- Baisse des leviers
- Valorisations élevées pour les actifs de qualité
- Management présent dans la structuration du financement

L'ENTREPRISE :

- Lion Capital rachète 100 % de Picard surgelés, dont 71 % à BC Partners
- Lion Capital compte poursuivre l'expansion de Picard et renforcer sa présence à l'international
- Les salariés demandent leur part de la plus-value

FINANCIER :

- 200 millions d'euros de plus-value pour BC Partners
- Valeur d'entreprise de 1,5 milliard d'euros (10,7 fois l'excédent brut d'exploitation)
- Environ 975 millions d'euros de dette (dont 300 millions de high yield) pour 540 millions d'euros de cash

JURIDIQUE :

- Mise en place de Luxco multiples qui s'impose comme la structure juridique de référence du LBO

Les chiffres clés de Picard

- **Chiffre d'affaires annuel de 1,161 milliard d'euros** fin juin 2010
- **158 millions d'euros d'Ebe**
- **Environ 4 000 salariés**
- **820 magasins**

Source : site Internet Picard

Les conseils de l'opération

POUR BC PARTNERS :

- Financier : **Rothschild** (Laurent Baril, Vincent Danjoux), **Crédit agricole Cib** (François Kayat)
- Juridique : **Linklaters** (Édouard Chapellier, Arnaud Fromion, Philippe Herbelin, Vincent Ponsonaille), **Cleary Gottlieb Steen & Hamilton** (Jean-Marie Ambrosi, Valérie Lemaître)

POUR LION CAPITAL :

- Financier : **Citigroup**
- Juridique : **SJ Berwin** (Maxence Bloch, Thomas Maitrejean, Fanny Combourieu, Ian Borman)

POUR LE MANAGEMENT :

- Financier : **Hawkpoint** (Nadim Barouki)
- Juridique : **Scotto & Associés** (Lionel Scotto, Nicolas Menard-Durand, Jérémie Jeausserand)



© Flickr - Fotolia.com

De nouveaux relais de croissance

Toutefois, le management, emmené par le président-directeur général Philippe Pauze, ancien de Carrefour, ne saurait se reposer sur ses lauriers. D'importants investissements dans les systèmes d'information ont été effectués en 2008 et les ouvertures de magasins se poursuivent au rythme soutenu d'une trentaine chaque année (cf. « Évolution du nombre de magasins du réseau Picard » page 59). En outre, l'enseigne diversifie sa gamme avec l'introduction, depuis 2004, de produits plus simples et meilleur marché comme les pâtes alimentaires.

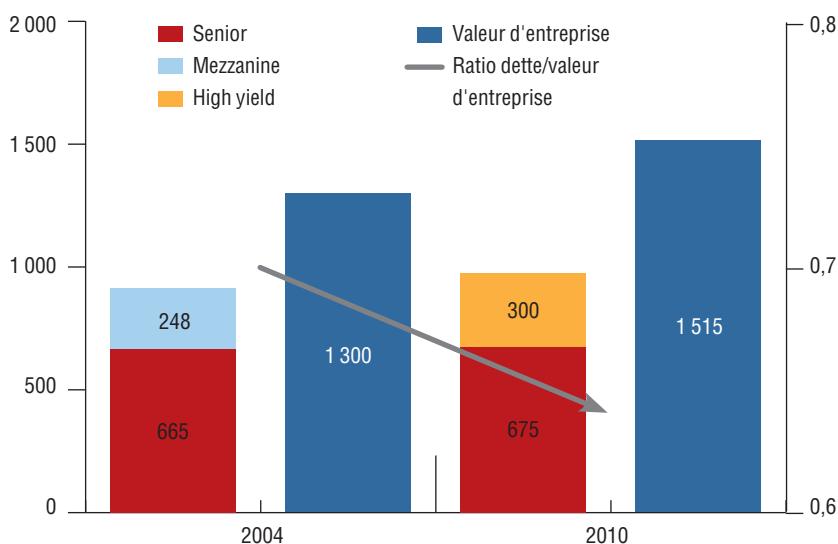
L'idée étant de réduire la perception de prix élevés sans sacrifier l'image de qualité de la marque. Picard est aussi leader sur Internet, même si la livraison à domicile ne constitue encore que 2 % de son chiffre d'affaires, un segment à développer vu la croissance de ce marché.

Ici, le dénominateur commun est celui de la nourriture en général, qu'il s'agisse de frais ou de surgelé. La société envisage l'alimentaire de façon globale, cherchant à améliorer sa « part d'estomac » et voyant des concurrents potentiels aussi bien chez les supermarchés que chez les

traiteurs et les boulangers. Même si Picard décèle en Thiriet (magasins et livraison à domicile), Maximo et Toupargel (livraison uniquement) des adversaires, aucun n'a su développer un réseau de l'envergure du sien. Le management et Lion Capital entrevoient de nombreux autres relais de croissance, estimant que Picard, qui ne possède pour l'instant qu'une trentaine de magasins en Italie, a vocation à se développer à l'international. D'autant qu'il disposera, grâce à son repreneur, de la plate-forme européenne qui lui fait défaut, et que l'investissement ►

Structure de la dette LBO de Picard en millions d'euros

Six ans après, la valorisation a augmenté mais le levier a baissé, et le high yield est venu remplacer la mezzanine (en millions d'euros)



Source : Bloomberg

Le financement du deal

975 millions d'euros empruntés, soit 6,2 fois l'Ebe

DEUX TRANCHES :

- Senior : 675 millions d'euros, maturité six ou sept ans, dont 275 millions d'euros 500 pb au-dessus du taux Euribor et 400 millions d'euros 450 pb au-dessus de ce taux
- High yield : 300 millions d'euros, maturité supérieure à la dette senior

BANQUES :

Credit suisse, Morgan Stanley, Citigroup, Société générale Cib, Crédit agricole Cib

Source : Conseils de l'opération

► dans les magasins est en général peu consommateur de cash. « *Un Français consomme 37 kilos de surgelés par an, contre 47 kilos pour un Espagnol et 80 kilos pour un Britannique* », commente Philippe Jaegy. Autant d'« estomacs » à conquérir. Des incursions seraient notamment prévues en Belgique et en Scandinavie, avec un ciblage géographique de l'offre. En Italie, Picard revoit d'ailleurs le modèle de ses magasins en mettant en place une offre de produits aux couleurs plus locales.

Une initiative qui s'appliquera aussi à la France, où Lion Capital regretterait l'absence actuelle de véritable gestion de la relation client, illustrée par la similarité de l'offre de produits et la rentabilité homogène dans tous les points de vente de l'Hexagone. Ce ciblage déterminera aussi l'expansion du nombre de magasins, particulièrement nécessaire dans les zones rurales, puisque la moitié des surfaces actuelles se situent en Île-de-France. Le parc potentiel est estimé à 1 100.

D'autres questions stratégiques, aux réponses plus délicates, se profilent, telle celle de l'introduction d'un système de franchise qui pourrait présenter des risques pour la réputation de l'enseigne. Serait-il judicieux d'introduire des marques nationales?

À quel prix, et avec quelles marges? Derrière cette interrogation se dessine celle du positionnement vis-à-vis des grandes surfaces.

Des questions subsistent

Ces nouvelles ambitions ont appelé quelques changements à la tête du groupe. Ayant mené l'entreprise depuis 2002 et poursuivi avec talent le travail de son père, Xavier Decelle quitte en mai 2008 l'opérationnel pour présider la holding Groupe Picard, avant de passer administrateur de la société. Marc Leguillon, ancien directeur des ventes, est réintégré par BC Partners en attendant le nouveau dirigeant, Philippe Pauze, arrivé en avril 2009.

Cet été, le buy-out par Lion Capital a suscité quelques crispations syndicales que le cabinet d'avocats Scotto & Associés – accompagnateur du management depuis le premier LBO et conseil de la société sur les aspects sociaux de l'opération – s'est efforcé de désamorcer avec lui, obtenant un avis du comité d'entreprise le 24 août dernier. « *Une discussion sur la rémunération aura lieu comme à l'accoutumée en fin d'année* », détaille Myriam de Gaudusson, responsable de la pratique de droit social du cabinet, « *mais les employés gardent foi dans*

le produit et la société ». Précurseur dans le domaine financier, ce LBO le sera-t-il dans le domaine social? La distribution d'une partie de la plus-value aux salariés lors de la cession par Axa Private Equity de Spotless, où BC Partners était acheteur, n'a pas échappé aux employés de Picard, qui demandent leur part du gâteau.

Pris de vitesse

BC Partners est entré au capital de Picard en 2004 pour 1,3 milliard d'euros par l'intermédiaire de son fonds VII, levé en 2000 et avec un ticket moyen de 300 millions. À l'époque, il anticipait augmentation de 100 ou 150 points de vente. Ce sont finalement 280 magasins qui seront ouverts.

Le fonds réfléchissait depuis quelque temps déjà à une sortie, mais avait dû y renoncer jusqu'à maintenant, nonobstant cette croissance illustrée aussi par un chiffre d'affaires de Picard en hausse de 41 % sur la période 2005-2010, soit un taux de croissance annuel moyen de 7 %. Il n'avait pas souhaité vendre en 2007, année où il avait pourtant désinvesti quatre fois plus qu'il n'avait acheté, ni en 2008, malgré des rumeurs de valorisations allant jusqu'à douze fois l'Ebe, soit deux milliards d'euros.

Chronologie des rachats successifs

- **1994** : Picard devient une filiale du groupe Carrefour, qui détient 79 % de son capital.
- **2000** : Candover Partners, Chevrillon & Associés, Montagu private equity, Astorg et HSBC private equity, associés à la famille Decelle et au management, rachètent la société pour 920 millions d'euros, soit 11 fois l'Ebe, permettant à Carrefour d'engranger 330 millions d'euros de plus-value.
- **2004** : BC Partners acquiert Picard en 2004 pour 1,3 milliard d'euros, soit 12 fois l'Ebe, offrant 380 millions d'euros de plus-value à Candover Partners.
- **2010** : 3^e LBO : rachat à BC Partners par Lion Capital pour 1,5 milliard d'euros, soit 10,7 fois l'Ebe, ce qui laisse une plus-value de 200 millions d'euros à BC Partners.



Les étapes phares du développement de Picard

- **1906** : Raymond Picard crée les Glacières de Fontainebleau, une fabrique de pains de glace.
- **1962** : les Glacières de Fontainebleau deviennent les Établissements Picard.
- **1973** : rachat de l'entreprise par Armand Decelle, chiffre d'affaires de 5 millions de francs (760 000 euros).
- **1999** : Picard s'installe en Italie en rachetant les magasins de la filiale italienne de Gel 2000.
- **Avril 2008** : le p-dg et fils du repreneur de Picard en 1973, Xavier Decelle, est remplacé par l'actionnaire principal, BC Partners, qui nomme Philippe Pauze.

La faute, aux dires de l'actionnaire, à la difficulté depuis la crise financière à lever de la dette pour une opération de cette envergure, peut-être aussi à l'incertitude due aux changements au sommet.

Quid d'une introduction en Bourse à la mode Médica (cf. n° 115 de *Décideurs*)? « *Le potentiel instantané de croissance était insuffisant* », justifie André François-Poncet.

La vente aujourd'hui est attribuable à une conjonction d'événements favorables, dont la reprise du marché de la dette, un certain retour de la confiance des acteurs du capital-investissement, les performances correctes du groupe de surgelés et la compétence confirmée du management actuel. Le fonds ayant manifesté son intention de se désengager, Rothschild s'est attelé à la structuration d'un financement disponible pour tous les acheteurs potentiels, le rendant efficace dès la deuxième quinzaine de juin, soit avant la remise des offres, cas exceptionnel. À cette date, Clayton Dubilier & Rice, CVC Capital Partners, Lion Capital, Cinven et Eurazeo sont tous candidats à la reprise, la disponibilité de la dette leur permettant de se concentrer sur le business case.

Finalement, Lion Capital s'est assuré la mise, ayant devancé et surclassé ses concurrents avec son offre à 1,515 milliard d'euros – dont environ 975 millions empruntés – le week-end du 24 et 25 juillet dernier. Ce qui correspond à un multiple

d'acquisition total en valeur d'entreprise (hors frais d'acquisition) de 10,7 fois l'Ebe. Sa réactivité, son offre simple, sa connaissance du secteur et sa compréhension des problématiques de Picard ont conquis le vendeur. Il faut dire que le fonds anglais, déjà propriétaire du reste du groupe Findus (France, Scandinavie et Royaume-Uni), avait mal accepté d'être écarté mi-juillet par Permira sur la dernière ligne droite du rachat à Unilever de Findus Italie. Les deux autres finalistes, CVC et Bain, avaient formulé des propositions d'un peu plus de 1,3 milliard d'euros et moins fermes lors du premier tour du 13 juillet.

André François-Poncet estime que « *les fonds conseillés par BC Partners auront réalisé, en prenant en compte le remboursement de la dette, une plus-value raisonnable. Face à notre durée d'investissement de six ans, il s'agit d'une bonne opération de fond de portefeuille dans le contexte de crise que nous avons connu* ». Lion Capital compte conserver le management installé en 2008, intéressé à travers des bons de souscription d'actions, et mettra l'accent sur le développement de Picard en France. Il dit ne pas prévoir de synergies avec Findus, ce qui rassurera certains.

La référence

« *C'est le premier buy-out tricolore supérieur à un milliard d'euros depuis celui en septembre 2008 de LBO France/Barclays PE sur Convertteam* »,

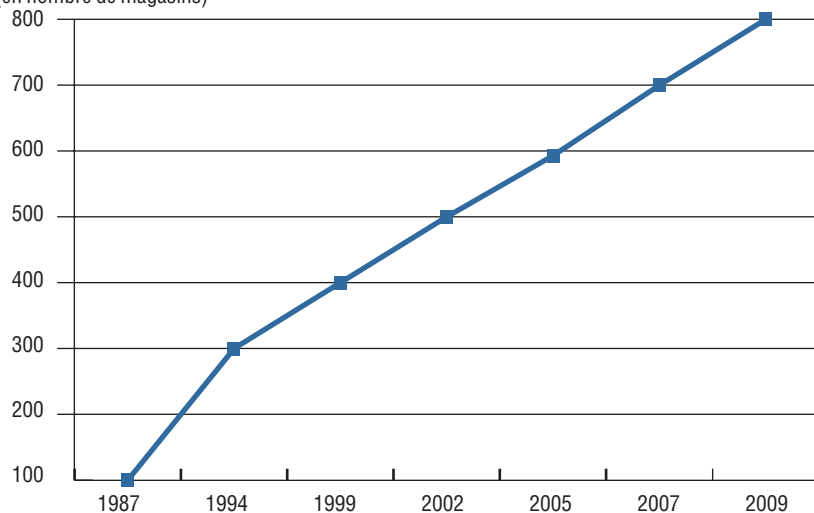
explique Lionel Scotto. Ce rachat exceptionnel signale-t-il pour autant la reprise tant attendue des jumbo deals LBO? À la condition d'une organisation type double Luxco, qui doit leur offrir une meilleure protection vis-à-vis de la loi de sauvegarde, les banques sont à nouveau prêtes à financer de larges opérations. Une tendance accentuée par la résurgence des financements structurés et de la dette syndiquée. Toutefois, selon Patrick Sandray de Société générale Cib, « *il faudra attendre 2011 pour voir un réel redémarrage des LBO large cap. Les financements restent encore parfois complexes à underwriter sur ce segment de marché* ». On note en tout cas un rebond d'activité dans le secteur agroalimentaire, avec le deal Findus-Permira et la possibilité d'une cession par PAI Partners de la moitié de sa participation dans Yoplait ainsi que de l'activité biscuit d'United Biscuits.

Pour les experts, des valorisations élevées, parfois comparables à 2007 (multiples d'acquisition de 9 à 11 fois l'Ebe), sont de retour, bien qu'uniquement pour les actifs de qualité ayant su montrer leur résilience ou profiter de la récession pour se réorganiser et repartir en force. Cela s'expliquerait entre autres par la contrainte des fonds communs de placement à risque (FCPR) à déployer les fonds levés avec le rapprochement de la fin de leur cycle d'investissement. La visibilité sur le business model et le talent des équipes de direction est aussi meilleure post-crise. Toutefois, la baisse du levier, une dette plus chère et du capital plus rare pressent à la baisse les taux de rendement interne, sésames de la performance de cette industrie.

Exit donc le grand soir, celui du crash de l'industrie du buy-out ou du levier star, mais un équilibre des éléments se met en place. Tant du point de vue des structures de deal que leur implémentation, le management est de plus en plus associé à la discussion sur la question du levier soutenable, tandis que les créanciers sont attentifs à la sécurisation de leur ligne. La crise aura ainsi ouvert la voie à une dette plus *intuitu personae*, que chacune des parties s'imagine maîtriser, dans les bons comme les mauvais jours. ■

Évolution du nombre de magasins du réseau

(en nombre de magasins)



Source: site internet Picard