

LE SAUVETAGE EN PLEINE MER DE LA GRANDE RÉCRÉ ET DE SA FAMILLE FONDATRICE



par Stéphane Cohen,
WINGATE

« *Ils ne savaient pas que c'était impossible alors ils l'ont fait* », Mark Twain

Cette citation est la raison d'être de la banque d'affaires Wingate, dont L'ADN est de secourir des entreprises in extremis dans des environnements à haut voltage de tension. Après Monceau Fleurs, Cybergun, Geci système ou encore Bontout, c'est à la forteresse du plan de cession programmé de la Grande Récré que Wingate a décidé de s'attaquer.

Revenons sur la première scène de ce film qui a rythmé les publications des 6 derniers mois. C'est avant tout la rencontre avec Jean-Michel Grunberg, entrepreneur pur-sang, qui a fasciné Stéphane Cohen, associé fondateur de Wingate.

« *Il m'a donné comme le dit Johnny Halliday, l'envie d'avoir envie* », explique ce dernier, « *une envie de déplacer les montagnes, de grimper l'Himalaya pour ce Groupe qui a rythmé les week-ends de nos enfants adorés.* »

Lumière sur les idées reçues concernant le marché du jouet

Pour mieux comprendre cette affaire, commençons par nous intéresser aux actifs sur lesquels il serait possible de

rebâtir une entreprise championne. Contrairement à ce que peut en penser le public, les difficultés du Groupe Ludo ne sont pas liées à Amazon ni même à un marché en pleine déconfiture. Elles ne s'apparentent pas non plus à celles du leader mondial Toys'R'Us, étouffé par sa dette LBO.

Non, le marché du jouet n'est pas en chute vertigineuse ! Il représentait à fin 2017, 3,4 milliards d'euros en France, en croissance de 1,7 % entre 2010 et 2017. Et non ce n'est pas Amazon qui a tué les spécialistes du jouet comme la Grande Récré ! Ces pures players détenaient à fin 2017, 40% de parts de marché contre 19% pour les digitaux retailers. Entre 2010 et 2017, ces spécialistes n'ont donc pas perdu de parts de marché.

S'il est vrai que les digitaux retailers ont connu une forte croissance sur la même période (+21,1%) c'est bien au détriment de la grande distribution (Carrefour, Leclerc,...).

Le frein principal réside dans le fait que les acheteurs (les parents) ne sont pas les clients (les enfants). Alors que les parents cherchent le prix, les enfants veulent vivre une expérience émotionnelle et être en contact avec les jouets et leurs démonstrateurs.

Sur ce marché, la Grande Récré occupait (avant la disparition de Toys'R'Us) la 3ème place avec 9 % de parts de marché. Ses résultats antérieurs démontraient également la maîtrise de la rentabilité avec un EBITDA 2016 de 25 M€.

Ces contre-vérités, Wingate, mandaté afin de rechercher des investisseurs en vue de restructurer la dette, les a entendues maintes fois de la part des candidats approchés.

L'origine des difficultés du groupe Ludendo

C'est l'histoire d'une croissance tous azimuts mal financée. Boostée par l'arrivée des derniers investisseurs, le groupe a été entraîné dans une course au chiffre d'affaires à base d'ouverture de magasins en propre et de build up à l'international. Le Groupe Ludendo ira même jusqu'à acquérir, Hamleys, l'un des bijoux de la couronne anglaise, après avoir acquis des réseaux en Suisse, en Belgique, et en Espagne.

Parallèlement, face à l'insistance des actionnaires, Jean-Michel Grunberg, encore majoritaire avec son frère Arnaud, accepte la stratégie de renforcement du management. Il qualifie pourtant cette dernière de « technocratique », désormais au service d'une entreprise financiarisée, de plus en plus éloignée de ses clients et de son réseau de magasins. Lui aussi a été mis sur le banc des remplaçants afin de permettre aux stars de la croissance d'atteindre les objectifs fixés par le board.

Résultat de cette stratégie financière : une dette abyssale et des banquiers réunis en pool, devenus nerveux et obligeant le Groupe à faire marche arrière pour les rembourser.

Alors voilà désormais notre entrepreneur rappelé à la rescousse pour trouver des financements permettant d'éviter le pire. C'est dans ces conditions que Jean-Michel Grunberg, acculé, cèdera Hamleys fin 2015, pour un prix de 136 M€, avec une plus-value de plusieurs dizaines de millions d'euros.

Les difficultés du Groupe auraient pu s'arrêter là... Mais non. Cette opération n'a pas directement profité à l'entreprise puisque le prix de cession a permis de désengager très significativement les banquiers séniors, qui ne sont désormais plus exposés qu'à hauteur de 23 M€.

La suite était imaginable...Même si les bonnes volontés étaient réunies à l'occasion des accords intervenus en conciliation, le réveil du lendemain de fête a été brutal. Les banquiers d'exploitation du pool décident de ne plus augmenter - à nouveau - leur exposition, empêchant le groupe de passer ses commandes pour remplir ses magasins. Alors même que plus de 60 % du chiffre d'affaires du jouet se réalise sur la période de Noël ! Nous sommes en décembre, les clients affluent mais les rayons sont vides faute de financements insuffisants du besoin en fonds de roulement.

Mauvais Noël, mauvaise année, telle est l'équation du métier. Noël 2017 fut donc marqué par un recul brutal de près de 10 % du chiffre d'affaires. Entre 2015 et 2017, le chiffre d'affaires consolidé est passé de 381 M€ à 320 M€ malgré un effort de maîtrise des coûts de structure.

Face à cette situation financière ayant entraîné une augmentation de l'endettement, notamment auprès de l'Etat, l'entrepreneur Jean-Michel Grunberg siffle la fin de la partie. Il décide de remonter sur le ring en plaçant le groupe sous la protection du Tribunal de commerce de Paris en ouvrant en mars 2018 une procédure de redressement judiciaire avec un double objectif :

- réaliser une restructuration en profondeur une bonne fois pour toute
- restructurer la dette

Cet acte courageux, notre entrepreneur n'en mesurait pas encore toutes les conséquences, qui auraient pu lui coûter la perte de son Groupe...

Le film du redressement judiciaire

Début 2018, Jean-Michel Grunberg mandate la banque d'affaires Lazard. Objectif : rechercher des candidats industriels ou financiers afin de renforcer les fonds propres en vue d'une participation majoritaire. Mandat repris par les organes de la procédure. Pourtant, il constate rapidement l'échec de ce process, à l'exception d'une forte marque d'intérêt du Groupe FNAC DARTY, mais pour la reprise des actifs français en plan de cession.

Face à cette situation, les coadministrateurs décident de lancer un appel d'offre en vue de challenger l'offre de FNAC DARTY et fixe la date limite de dépôt des offres au 15/06/2018.

Ce moment est, pour la plupart des entrepreneurs, celui où les carottes sont cuites !

Mais pas pour Jean-Michel Grunberg qui croit dur comme fer en son ambitieux plan de restructuration en profondeur sur 6 mois et en un plan de continuation. Seul problème de taille pour cela, la dette, quelques 240 M€...

C'est là qu'intervient Wingate, impressionné par la résilience de l'entrepreneur. La banque d'affaires prend le pari de réussir la restructuration de plus de 50 % de cette dette avec toujours la même recette : debt equity swap. Chez Wingate, on ne change pas une méthode gagnante : au fil des années, toute l'équipe s'est affûtée à ces opérations complexes, alliant savoir-faire juridico financier, psychologie de la négociation et process de levée de fonds auprès de family office notamment.

Ainsi, la nouvelle équipe La Grande Récré/Wingate, accompagnée sur la partie financière par Eight Advisory, entre sur le terrain pour mener une guerre éclairée :

- L'équipe resserrée autour de Jean-Michel Grunberg restructure, avec l'accord des coadministrateurs judiciaires (Me Jonathan El Baze et Me Carole Martinez), l'opérationnel en vendant ou fermant les filiales européennes, en fermant 62 magasins non rentables afin de se recentrer sur les 104 magasins affichant plus de 30 % d'Ebitda, en réduisant de plus de 50 % les frais de siège. En parallèle, un volet offensif se met en place avec un effort conséquent sur la digitalisation et la sécurisation du réseau de franchisés.

- L'équipe Wingate, avec l'aide des conseils financiers Eight Advisory et des avocats du Groupe (Me Fabrice Patrizio et Me Gérard Bouhénic), présente aux coadministrateurs judiciaires un plan de continuation basé sur le périmètre réduit et sur une dette restructurée de 130 M€.

Du côté du plan de cession, le Groupe FNAC DARTY propose un prix d'acquisition de 16 m€, amélioré par la suite à 20 M€, soit moins de 10 % du passif... Offre jugée insuffisante par la plupart des créanciers... A la veille de l'audience du 23 juillet, le Groupe FNAC DARTY décide de retirer son offre, avant de la réintroduire le 3 septembre dans le cadre d'un nouvel appel d'offre lancé par les coadministrateurs judiciaires.

Du côté du plan de continuation, le périmètre restructuré dégagera un chiffre d'affaires de plus de 200 M€ pour une rentabilité de l'ordre de 8%.

Wingate propose donc aux investisseurs une opération financière basée sur un rachat des créances financières s'élevant dans le passif à un montant d'intérêts à échoir inclus de 130 M€. Ces créances étaient détenues par :

- des fonds d'investissement obligataires
- des fonds d'investissement en mezzanine
- des banques d'exploitations

En quelques semaines, Wingate reçoit une première lettre d'intention du family office belge CIM Capital (intervenu récemment sur la restructuration du Groupe Bontout, également conseillé par la banque d'affaires) puis mi-août une offre ferme de Financière Immobilière Bordelaise, la Holding d'investissement de la famille de Michel Ohayon. Le projet industriel séduira Jean-Michel Grunberg, les organes de la procédure et les créanciers vendeurs.

Malgré la période peu propice en raison des vacances d'été, Wingate réussira le challenge d'obtenir un accord avec 100% des créanciers financiers sur la cession de leurs dettes à la Holding de Michel Ohayon, Financière Immobilière Bordelaise. Ce dernier prenant alors l'engagement de renoncer à leurs remboursements et sous certaines conditions de les intégrer en fonds propres permettant de réduire le passif à apurer.

Résultat de l'opération de restructuration financière :

- une dette globale ramenée à 110 M€ à rembourser sur 9 ans
- des cash flows d'exploitation futurs de 200 M€ sur 9 ans

⇒ Une équation réaliste en faveur du plan de continuation

L'audience d'examen du plan de continuation du 20 septembre 2018

Les actes de cession de créances au profit de FIB en main, c'est avec une certaine émotion et une grande fierté que Me Carole Martinez et Me Jonathan El Baze présentaient au Tribunal de commerce le plan de continuation préparé par Jean-Michel Grunberg et ses conseils, soutenus par FIB.

La suite, nous la connaissons avec le délibéré du 2 octobre : arrêt par le Tribunal de commerce de Paris des 6 plans de continuation, le plan de cession n'ayant pas été finalement examiné compte tenu de la faisabilité et du financement des plans de continuation.

La famille Grunberg et la famille Ohayon sont désormais associées pour faire du Groupe La Grande Récré un champion français disruptif proposant une offre de service innovante.

Morale de l'histoire, à méditer en matière de traitement des difficultés : « *le pessimiste voit la difficulté dans chaque opportunité, et l'optimiste voit l'opportunité dans chaque difficulté* », Winston Churchill.