

Isin FR001301015583

ALPOU

	<b>Données boursières :</b> 26/2/24		n actions* : 5,111	
	<b>Dernier cours :</b> 5,10€		* 1,204M titres créés à l'IPO	
	<b>+haut /+bas 1 an :</b> 5,45/4,10			
	<b>Cap. boursière :</b> 26,1 M€			
<b>Performance YTD :</b> + 8%		<b>Perf. 2023 :</b> + 10%		
	<b>09/21</b>	<b>09/22</b>	<b>09/23</b>	<b>09/24e</b>
<b>BNA</b>	0,21€	0,36€	0,55€	0,61€
<b>Var. BNA</b>				
<b>Cash Flow pa</b>	1,3€	1,5€	1,7€	1,8€
<b>Actif Net pa</b>	4,4€	5,2€	5,8€	6,4€
<b>PER</b>			<b>9,3x</b>	<b>8,4x</b>
<b>P/CF</b>			<b>3,4x</b>	<b>3,0x</b>
<b>P/AN</b>	<b>1,16</b>	<b>0,97</b>	<b>0,88</b>	<b>0,80</b>
<b>CB/CA</b>		<b>0,24</b>		
<b>VE/CA</b>		<b>0,48</b>		
<b>VE / EBITDA</b>		<b>5,4x</b>		

**Actionariat après :**

Famille Poulaillon 76,71% (83% DdV), flottant 23,57%  
 Introduit en Bourse fin novembre 2015 à 5,10€ (avec augmentation de capital : 6,14M€)

**Poulaillon - Sfaf RA annuel 2022-23 au 30 septembre – 27 février 2024**

Des comptes 2022/23 un peu gonflés par l'issue positive du litige France & Paul, mais hors cela de la croissance, une profitabilité en amélioration semble-t-il, et un peu de désendettement, ce qui n'est pas du luxe.

Poulaillon toujours égal à lui-même en fait : une marque solide grâce à de la qualité au bon prix, un développement résolu mais prudent tant pour la chaîne que dans le B to B, et toujours un avenir radieux pour l'eau de Velleminfroy, même si ça met du temps à se concrétiser, et si ça pèse significativement sur la marge opérationnelle du groupe et obère sa génération de trésorerie libre.

Ce qui se retrouve ipso facto dans la valorisation, qui paraît des plus raisonnables à moins de 0,5x valeur d'entreprise/chiffre d'affaires et 5,4x VE/Ebitda.

Fabien Poulaillon, Magali Poulaillon +DAF et patron de la comptabilité.

**1 - Rappel - Poulaillon : boulangerie**

a) 3 axes de développement : les magasins, le B to B et la diversification dans l'eau minérale (Velleminfroy, créé en 2015).

b) un outil de production qui sert à la fois les magasins et la clientèle Grands Comptes. 2 boulangeries industrielles : Wittelsheim et Saint-Vit + Saint-Loup pour les surgelés + Velleminfroy pour l'eau minérale.

Cf les 2 lignes de fabrication de Moricette à Saint-Vit : 125 000 pièces par jour, distribuée chez les autres, dans les enseignes de restauration. Et la nouvelle ligne pour fabriquer des Manala (6 000 unités/heure, 5,4M produites en 2023) qui se vendent partout en France : fonctionne 24/7 et peut fabriquer d'autres produits aussi.

Nouveaux investissements en projet : 2 lignes d'emballages, après la ligne de fardelage (assemblage en pack sous film plastique) pour les bouteilles d'eau de Velleminfroy nouveau format (1,5l en PET).

c) NB : ESG : Première déclaration DPEF (disponible sur le site) avec le dépassement du seuil de 100M€ de CA. Sera passée en CSRD en 2025. Cartographie des risques : les risques les plus importants. Certification AB et bien-être animal pour les œufs, les poulets et les porcs.

d) Impact de France & Paul (ex-Imaval) : après 6 ans de procédure, et gain de cause obtenu en Cour d'Appel (arrêt exécutoire) rachat des parts de la société portant les murs de Wittelsheim et consolidation => plus d'actifs. France & Paul aura un impact positif : les loyers deviennent des amortissements et des intérêts d'emprunts, et +1,38M€ d'effet rétroactif comptabilisé en 2023 dans le ROC. Plus de la reprise de provision pour 1,52M€ en résultat net exceptionnel. NB : le procès gagné en appel est allé en Cassation : peut encore durer 5 ans si cassation et renvoi.

**2 - Exercice 2022/23 :**

Pb de l'inflation : a été forte en 2022, mais est en baisse actuellement cf le prix d'achat de la farine : doublé dans la crise ukrainienne et revenu à +15 du niveau d'avant. Energie : nouveau contrat sur un an au 1<sup>er</sup> janvier : +80%, qui sera absorbée en principe par la baisse des matières premières, et des prix maintenus à un bon niveau dans les négociations avec les grands comptes de la GDD.

Activités et Résultats : CA	CA		ROC	Marge	ROC	Marge			
	09/23	%CA						09/22	Var. CA :
Boulangerie/réseau	63,03	59%	52,66	+20%	3,42	5,4%	2,60	4,9%	+0,5pt
Professionnels	41,96	39%	33,80	+24%	2,57	6,1%	0,20	0,6%	+5,5pt
Eau	2,22	2%	1,59	+40%	-1,75		-1,92		
Autres & Eliminations	0,52		0,55		-0,59		0,76		
	107,73	100%	88,60	+22%	3,65	3,4%	1,64	1,9%	+1,5pt

: +1,383M€ impact France et Paul

**a) Pôle Eau** : toujours investissements publicitaires dans les média régionaux + nouvel emballage pack de 6 bouteilles 1,5l en plastique comme les autres eaux minérales, lancé en 2023, et du temps pour être re-référencé, mais les volumes décollent en GDD : +33% en 2023. Nouveau système de bouchonnage + nouvelle cuve pour servir un grand contrat MDD (1 000 points de vente), potentiel 400 000 pack par an + un autre MDD avec 85 magasins + référencement dans les points de vente des stations-services TotalEnergie

**b) BtoB** : toujours bon développement dans les sandwiches de qualité premium, vendus sur autoroutes chez TotalEnergie et Lecerc + un nouveau client chaîne de restauration pour les produits traiteur (CA passé de 300k à 1M€ et bon espoir de 1,5M en 2024). Présence dans les salons pour développer le BtoB.

**c) BtoC : Magasins : 3 types de magasins :**

- 24 moulins avec drive : grands magasins, franchisables éventuellement
- 35 ateliers de cuisson, dont 10 en franchise
- corners de galeries marchandes

La chaîne concentrée sur l'Alsace, avec un bon développement à Strasbourg : nouvelle salle de restauration pour profiter du tourisme. Développement : moulin en bord d'autoroute, moulin à Strasbourg, mais avec un démarrage plus lent que prévu. Test à Delle : un moulin côte à côte avec un grand magasin de primeur, à un rond-point, qui démarre très bien, car l'offre répond à un besoin non satisfait apparemment. Un magasin franchisé à Dôle dans le centre Leclerc, avec des conditions locatives favorables (et reprise au commerçant de son magasin de Dijon => 2 boutiques à Dijon). Des fermetures de magasins non rentables :

- à Reims, chez Leclerc, mal placé et loyer trop cher, sorti au bout de 6 ans
- petit magasin à Wittelsheim dans un Cora
- le kiosque Gare de Lille : loyer trop élevé, et au bout de la partie basse du centre commercial où tous les restaurants ont fermé.

Des projets en cours : Andelnans (mars 2024), aéroport de Bâle Mulhouse (octobre 2024 ; accord avec le groupe Lagardère, qui apporte beaucoup en termes de savoir-faire marketing et une boutique dans l'usine Peugeot Sochaux (déjà à Peugeot Mulhouse), et réponse à des AO pour des surfaces dans le groupe Lagardère et chez Avia.

**d) CA : 107,7M€ +21,6%** : plus de magasins, plus de clients BtoB et croissance forte : +40%, dans l'eau avec les nouveaux emballages.

ROC : 5,03M€, et 3,65M€ hors impact France & Paul, soit +1,5 point de marge op. : hausse des matières premières compensées par un bon contrôle des frais de personnel

RN : 4,19M€ et 1,83M€ hors impact total de +2,91M€ de France & Paul.

**Bilan** : Dette Nette/Fonds Propres 96%, mais 83% hors l'intégration de France & Paul, soit plutôt en baisse par rapport aux 97% de 2021/22.

### Poulaillon - Historique & Prévisions :

en M€	09/21	09/22	09/23	09/24e	09/25e	Bilan 30/09/2023 en M€			
Chiffre d'affaires	67,10	88,60	107,73	115,0	125,0	GW et incorp.	7,92	Fonds Propres	26,78
EBE	7,48	7,44	9,55	10,0	10,5	Immobilisations	44,23	Provisions	1,02
Résultat Op. Courant	1,88	1,64	3,65	4,0	4,5	Autres actifs	20,29	Dette financière*	32,68
Marge opérationnelle	2,8%	1,9%	3,4%	3,5%	3,6%	Liquidités	7,03	Autres passifs	18,99
Résultat financier	-0,48	-0,44	-0,47	-0,5	-0,5		79,47		79,47
RCAI	1,40	1,20	3,19	3,5	4,0				
Résultat net pdg	1,06	1,06	4,19	2,2	2,5			* : dont DCT :	12,37
Résultat net retraité	1,06	1,06	1,83	2,8	3,1	Dette nette :	25,65	dt factor :	3,53
Marge nette	1,6%	1,2%	1,7%	2,4%	2,5%	Dette nette/FP :	96%	FR	-4,05
						ROE :	7%	BFR	1,30
						Coût de la dette :	1,4%	Trésorerie Nette	-5,34

Nb : retr. 09/21 : amt GW -0,556  
 Nb : retr. 09/22 : amt GW -0,548  
 Nb : retr. 09/23 : +2,36, dt amt GW -0,548, impact France et Paul de +2,91, dont +1,38 en ROC et +1,52 en RN

Financement		Nb : prévisions 24e et 25e : amt GW -0,548			
CAF	6,66	6,86	7,73	8,8	9,1
- Investissements bruts	2,71	4,77	8,25	5,0	5,0
= Free cash-flow	3,95	2,09	-0,52	3,8	4,1

Sources : publications société

### 3- Questions :

#### Q : désendettement : quand ?

R : 110% cible à l'IPO, 85% hors F&P ⇔ volonté du groupe à se désendetter, mais il faut toujours investir, et essayer d'améliorer les coûts de production.

#### Q : les +1,5M€ de France & Paul : dans l'Ebitda ou l'Ebit ?

R : 1,3M€ dans l'Ebitda, soit 1,1 en Ebit + 1,4 d'exceptionnels, et +2,91M€ en tout net : reprises de provisions sur des charges contestées. L'entrée de périmètre de F&P ajoute 5M€ de dette.

#### Q : Velleminfroy : ROC > 0 un jour ?

R : nouveau métier, où on a fait beaucoup d'erreurs dans le packaging, mais nouveau dynamisme avec les nouveaux emballages => hausse des volumes ⇔ point mort peut-être dans deux ans. Velleminfroy profite du scandale à Vittel + Cristalline. Et aussi de la forte réduction de la production d'Hépar, parce que Velleminfroy a les mêmes vertus médicinales, et peut-être recommandé par les médecins. D'abord désendetter Velleminfroy.

#### Q : investissements bruts ? capex ?

R : 4 sites de productions : 1,5M€ minimum par an pour le maintien et l'automatisation. +2,5M€ pour 4 à 6 ouvertures de magasins par an.

#### Q : évolution des prix en 2022/23 et en 2024e ?

R : deux augmentations des prix de vente magasins sur la boulangerie et la restauration : +5 à +6%, soit moins que les concurrents (Paul, la Mie Câline), avec un impact très positif pour les volumes : Poulaillon a su garder sa clientèle populaire bien mieux que les autres en sacrifiant un peu sa marge. Car les clients sont très sensibles aux variations de prix en fait, même si on essaie d'ajuster

Dans le BtoB : des contrats cadres et la loi Egalim : les prix augmentés de +8 à +10% selon les clients sur 18 mois : hausses modérées en fait => les clients n'ont pas demandé de baisses quand les prix des matières ont reculé;

En tout, Poulaillon a pu augmenter ses prix, mais a aussi bien progressé en volumes sur tous les segments : n'a jamais dépassé les seuils psychologiques qui déclenchent des arbitrages chez les consommateurs.

#### Q : baisse des coûts ?

R : la farine, le carton -25%, les œufs -10%, huile de colza (de 3€ le litre à 1,15€) etc... : baisse totale des matières premières de -10% environ, qui compensera à peu près la hausse des coûts énergétiques.

#### Q : liquidité du titre ? faire un contrat de liquidité et plus de com fi ?

R : Poulaillon ne fera pas de prévisions : cf la crise du covid avec les 2/3 des boutiques fermées etc..., pas encore structuré pour ça. Un contrat de liquidité arrêté car trop coûteux pour les résultats obtenus. La valorisation du titre change et changera avec les résultats. Un bureau d'étude qui écrit sur la société : MidCap. Et Velleminfroy sera dans Capital à la télévision dimanche soir prochain.

#### Q : un avis sur les rachats récents de réseaux de boulangerie ?

R : Boulangerie Louise : Poulaillon approché aussi, mais n'ont pas dévoilé leurs intentions, et il est apparu ensuite que le projet était intéressant pour Poulaillon, qui veut aussi développer des surfaces en coopération avec des

marchands de primeurs, comme à Delle. Boulangerie Ange : réorg en fait, pour être intégré verticalement : très impressionnant.

**Q : intérêt des investisseurs ?**

R : Poulaillon a su montrer son agilité dans un monde de la consommation en évolution permanente : est devenu restaurateur, et a des magasins toujours plein de monde.

**Q : céder des actifs ?**

R : non : on veut se développer, et on n'a rien à vendre.

**Q : perte de l'eau ?**

R : -1,5M€ et espoir de ROC > 0 dans deux ans.

**Q : CA du T1 : inflation ?**

R : +12%, sans augmentations de prix en BtoB.

**Q : commerce de centres villes ?**

R : Poulaillon fonctionne bien en centres-villes, cf Strasbourg qui a doublé son CA, mais préfère la périphérie pour avoir plus de surface.

**Q : loyers en baisse ? renégocier ?**

R : pas vraiment, ne pas gaspiller son énergie à les renégocier.

**Q : rester dans l'Est ?**

R : oui, et réponse aux AO de Lagardère ou d'Avia pour le Grand Est, où il y a toujours beaucoup à faire.

Poulaillon encore à Saint Quentin, en centre-ville : avec un loyer correct.

**Q : ouvertures 2024 ? franchises ?**

R : moins d'ouvertures en 2024 : faire une pause pour s'occuper de bien former les personnels, les fidéliser et les rendre plus productifs.

Un chargé de développement pour la franchise : deux projets qui devraient se concrétiser cette année, en plus des AO avec Lagardère, Avia, Eni, etc...

**Q : potentiel de la chaîne de magasins à terme ?**

R : Alsace : potentiel de 50 créations, pas de souci pour créer des magasins proches les uns des autres, même si quelques concurrents locaux très fort aussi. Ne pas galvauder la qualité de l'offre pour la croissance. Des propriétaires d'Intermarché et de Super U cherchent à développer la boulangerie chez eux, et sont candidats à une franchise.

**Q : abandon du plastique avec les réglementations EU ?**

R : il faudra utiliser du plastique recyclé, et toujours du carton pour livrer en BtoB. 600k d'investissements chez Velleminfroy pour la fargeuse et la cuve.

**Q : procès de Witelshheim ?**

R : le bailleur avait fait deux baux commerciaux sur une seule assise foncière. Le bâtiment évalué par Galtier en valeur finale et en valeur locative. Gain de loyer potentiel : 500k€/an.