

NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE POULAILLON
INITIEE PAR LA SOCIETE

EUGENIE

Présentée par
INVEST SECURITIES



PRIX UNITAIRE DE L'OFFRE : 9,00 euros par action

DUREE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») conformément à son règlement général



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-28 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée du 18 juin 2026, apposé le visa n°26-203 sur la présente note d'information en réponse.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet CROWE HAF représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Poulailon (<https://www.poulaillon.fr>) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- POULAILLON, 8 rue du Luxembourg, 68310 WITTELSHEIM.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Poulailon seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 231-28 et 221-3 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	5
1.2.1. Présentation de l'Initiateur et de son groupe	5
1.2.2. Contexte de l'Offre	5
1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société	7
1.2.4. Titres et droits donnant accès au capital de la Société	8
1.2.5. Déclarations de franchissements de seuils et d'intentions.....	8
1.2.6. Acquisition des actions de la Société par l'Initiateur au cours des douze derniers mois	9
1.2.7. Engagement d'apport à l'Offre.....	9
1.2.8. Motifs de l'Offre	9
1.2.9. Autorisations réglementaires	9
1.3. CONDITIONS DE L'OFFRE	9
1.3.1. Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	9
1.3.2. Procédure de présentation des actions à l'offre	9
1.3.3. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris	10
1.3.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	11
1.3.5. Calendrier indicatif de l'offre.....	11
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE POULAILLON	11
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE POULAILLON	14
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	14
5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE	14
6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	14
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	15
7.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	15
7.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS.....	15
7.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE POULAILLON (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)	15
7.4. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE POULAILLON AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES.....	15
7.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	15
7.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER..	16
7.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT POULAILLON A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINDER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D'ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	16

7.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE POULAILLON.....	16
7.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration	16
7.8.2. Modification des statuts de la Société	16
7.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES.....	17
7.10. ACCORDS CONCLUS PAR POULAILLON QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE POULAILLON.....	20
7.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES DE POULAILLON, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	21
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	21
9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	21
10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	21
ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	22
ANNEXE 2 : ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	65

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, la société Eugénie, société par actions simplifiée au capital de 3 910 760 euros, dont le siège social est situé 8 rue du Luxembourg, 68310 WITTELSHEIM, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Mulhouse sous le numéro 102 099 819 (« **EUGENIE** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Poulaillon, société anonyme au capital de 5 111 119 euros, ayant son siège social au 8, rue du Luxembourg - 68310 Wittelsheim, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Mulhouse sous le numéro 493 311 435 (« **Poulaillon** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0013015583 (mnémonique : ALPOU), d'acquérir la totalité des actions Poulaillon dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), au prix de 9,00 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après.

L'Offre fait suite à l'apport en nature réalisé le 22 avril 2026 par Madame Magali Poulaillon, Messieurs Paul Poulaillon et Fabien Poulaillon, (les « **Actionnaires Majoritaires** ») de 3.906.260 actions représentant environ 76,43 % du capital et 76,13 % des droits de vote théoriques de la Société¹ (l'« **Apport en Nature** » et ensemble avec l'Offre, l'« **Opération** »). Ces 3.906.260 actions ont été apportées pour un montant total d'apport de 29.296.950 euros, prime d'émission incluse, soit une valeur unitaire de 7,50 euros par action apportée.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Apport en Nature, franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été déposé auprès de l'AMF le 23 avril 2026 par Invest Securities en qualité d'établissement présentateur en application des dispositions des articles 231-13 et suivants et 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur. L'Initiateur ayant procédé au rachat de 361.457 titres, au Prix de l'Offre, dans le cadre de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF permettant à l'initiateur de procéder au rachat de titres entre le dépôt du Projet de Note d'Information et l'ouverture de l'Offre. En conséquence, le nombre d'actions maximum objet de l'Offre, à la date de la Note en Réponse, est de 843.402 actions.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre, laquelle sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

¹ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 5.111.119 actions représentant 5.131.033 droits de vote théorique au 22 avril 2026, après perte des droits de vote doubles attachés aux actions détenues par les Actionnaires Majoritaires.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. PRESENTATION DE L'INITIATEUR ET DE SON GROUPE

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français créée pour les besoins de l'Offre et son capital social est exclusivement détenu par les Actionnaires Majoritaires selon la répartition suivante :

Actionnaire	Nb actions ⁽¹⁾	% Capital	Nombre de droits de vote	% de vote
Paul Poulaillon ⁽²⁾	2 424 740	62,00%	43 140	1,10%
Magali Poulaillon ⁽³⁾	750 330	19,19%	1 941 130	49,64%
Fabien Poulaillon ⁽⁴⁾	735 690	18,81%	1 926 490	49,26%
Total	3 910 760	100,00%	3 910 760	100,00%

(1) Conformément à l'article L. 233-9 I 5° du Code de commerce, les actions dont l'actionnaire détient l'usufruit sont assimilées aux actions en pleine propriété.

(2) Monsieur Paul Poulaillon détient 43.140 actions en pleine propriété et 2.381.600 actions en usufruit (la nue-propriété étant détenu par Madame Magali Poulaillon à hauteur de 1.190.800 actions et par Monsieur Fabien Poulaillon à hauteur de 1.190.800 actions).

(3) Madame Magali Poulaillon détient 750.330 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété (Monsieur Paul Poulaillon en détient l'usufruit).

(4) Madame Fabien Poulaillon détient 735.690 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété (Monsieur Paul Poulaillon en détient l'usufruit).

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur est dirigé Monsieur Paul Poulaillon en qualité de président assisté de Madame Magali Poulaillon et de Monsieur Fabien Poulaillon en qualité de directeurs généraux.

A la date de la Note en Réponse, les associés de l'Initiateur ne sont pas liés par un pacte d'associés et aucune personne physique ou morale ne contrôle l'Initiateur au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

1.2.2. CONTEXTE DE L'OFFRE

Le groupe constitué par la Société et l'ensemble des sociétés qu'elle consolide (ci-après le « **Groupe** ») est un acteur de premier plan spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de produits de boulangerie et de pâtisserie frais et surgelés. Il développe également une activité de traiteur et commercialise l'eau Minérale de Velleminfroy.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la stratégie du Groupe, le maintien de la cotation des actions de la Société sur le marché Euronext Growth n'apparaît plus comme une réponse pertinente aux enjeux de la Société et de son Groupe, la Société n'envisageant plus de faire appel au marché dans un environnement peu favorable et avec une liquidité très faible.

Dans ce contexte, les Actionnaires Majoritaires ont souhaité initier l'Offre en agissant par l'intermédiaire d'Eugénie, société créée pour les besoins spécifiques de l'Offre.

Dans cette perspective, les Actionnaires Majoritaires ont apporté les actions de la Société qu'ils détenaient à l'Initiateur dans le cadre de l'Apport en Nature.

Dans le cadre de l'Offre, en vertu de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la Société est tenue de désigner un expert indépendant pour les raisons suivantes :

- i) la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur (article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF) ;
- ii) l'Offre a vocation à être suivie du Retrait Obligatoire (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 9 mars 2026, a constaté qu'il n'était constitué d'aucun membre indépendant et qu'en conséquence il n'était pas en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF. En conséquence, le conseil d'administration a décidé, lors de cette réunion, de soumettre la désignation de Crowe HAF, en qualité d'expert indépendant, auprès de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

L'AMF ayant notifié à la Société son absence d'opposition à cette nomination, le conseil d'administration, lors de sa réunion du 18 mars 2026, a désigné le cabinet CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (ci-après l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'émettre un rapport sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires de la Société d'un point de vue financier, y compris en cas de Retrait Obligatoire.

Le 14 avril 2026, la Société et l'Initiateur ont publié un communiqué de presse annonçant le projet d'Offre.

Dans le prolongement de cette annonce, le 22 avril 2026, les Actionnaires Majoritaires ont apporté la totalité de leurs titres de la Société à l'Initiateur dans le cadre de l'Apport en Nature. Dans ce contexte, l'Initiateur a déclaré à l'AMF le 22 avril 2026, le franchissement, à la hausse, des seuils de détention de 50% du capital et des droits de votes, en application des articles L. 233-7 du Code de commerce et 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 23 avril 2026 par Invest Securities en qualité d'établissement présentateur en application des dispositions des articles 231-13 et suivants et 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF. Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Le 18 mai 2026, la Société a déposé le projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») à l'Offre auprès de l'AMF et l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet (www.amf-france.org). Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ont été mis en ligne sur le site internet de l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur (pour le Projet de Note d'Information) et au siège de la Société (pour le Projet de Note en Réponse). Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse a été publié par la Société et rendu public sur son site internet (<https://www.poulaillon.fr/>).

En application des dispositions des articles 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période de dix (10) jours de négociation, à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre en contrepartie d'une somme en numéraire de 9,00 euros par action.

A l'issue de l'Offre, et dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (à l'exception des actions auto-détenues par la Société) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de votes de la Société, l'Initiateur demandera à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'OPAS (le « **Retrait Obligatoire** »).

En cas de Succès de l'Offre et du Retrait Obligatoire, l'Initiateur prendrait le contrôle exclusif de la Société. Par ailleurs, en cas de Succès de l'Offre et du Retrait Obligatoire ainsi qu'à la suite des apports en actions qui seront réalisés, l'Initiateur sera contrôlé indirectement par les Actionnaires Majoritaires.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre avec les dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité a emporté visa de la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») et de la Note en Réponse.

La Note en Réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Poulaillon seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la Société (<https://www.poulaillon.fr/>) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

1.2.3. REPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

Le capital social de la Société s'élève, à la date de la présente Note en Réponse, à 5 111 119,00 euros divisé en 5 111 119,00 actions ordinaires de 1,00 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

• Répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Apport en Nature

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Apport en Nature est la suivante² :

Actionnaires	Nb actions ⁽¹⁾	% capital	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote Double	Droits de vote Affectation des résultats ⁽²⁾		Droits de vote Autres décisions ⁽²⁾	
					Total Droits de vote	% Droits de vote	Total Droits de vote	% Droits de vote
Monsieur Paul Poulaillon ⁽³⁾	2 423 240	47,41%	-	2 423 240	4 846 480	53,63%	83 280	0,92%
Madame Magali Poulaillon ⁽⁴⁾	748 830	14,65%	-	748 830	1 497 660	16,57%	3 879 260	42,93%
Monsieur Fabien Poulaillon ⁽⁵⁾	734 190	14,36%	-	734 190	1 468 380	16,25%	3 849 980	42,60%
Sous-total Famille Poulaillon	3 906 260	76,43%	-	3 906 260	7 812 520	86,45%	7 812 520	86,45%
Autres nominatifs	22 291	0,44%	2 392	19 899	42 190	0,47%	42 190	0,47%
Actions propres	-	0,00%	-	-	-	0,00%	-	0,00%
Public	1 182 568	23,14%	1 182 568	-	1 182 568	13,09%	1 182 568	13,09%
Total	5 111 119	100,00%	1 184 960	3 926 159	9 037 278	100,00%	9 037 278	100,00%

(1) Conformément à l'article L. 233-9 I 5° du Code de commerce, les actions dont l'actionnaire détient l'usufruit sont assimilées aux actions en pleine propriété.

(2) Conformément aux stipulations de l'article 15 des statuts de la Société, le droit de vote attaché aux actions démembrées appartient au nu-propriétaire pour toutes les décisions collectives ordinaires et extraordinaires, à l'exception des décisions concernant l'affectation des bénéfices où il appartient à l'usufruitier.

(3) Monsieur Paul Poulaillon détenait préalablement à l'Apport en Nature 41.640 actions en pleine propriété et 2.381.600 actions en usufruit (la nue-propriété était détenue par Madame Magali Poulaillon à hauteur

² Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

de 1.190.800 actions et par Monsieur Fabien Poulaillon à hauteur de 1.190.800 actions). L'ensemble de ces actions étaient assorties d'un droit de vote double.

- (4) Madame Magali Poulaillon détenait préalablement à l'Apport en Nature 748.830 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété (Monsieur Paul Poulaillon en détenait l'usufruit). L'ensemble de ces actions étaient assorties d'un droit de vote double.
- (5) Madame Fabien Poulaillon détenait préalablement à l'Apport en Nature 734.190 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété (Monsieur Paul Poulaillon en détenait l'usufruit). L'ensemble de ces actions étaient assorties d'un droit de vote double.

- **Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date des présentes, postérieurement à la réalisation de l'Apport et au dépôt de l'Offre auprès de l'AMF**³

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nb actions	% capital	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote Double	Total Droits de vote	% Droits de vote
EUGENIE	4 267 717	83,50%	4 267 717	-	4 267 717	83,37%
Autres nominatifs	9 727	0,19%	2 063	7 664	17 391	0,34%
Actions propres	-	-	-	-	-	-
Public et Autres	833 675	16,31%	833 675	-	833 675	16,29%
Total	5 111 119	100,00%	5 103 455	7 664	5 118 783	100,00%

L'Initiateur ne détenait aucune action, directement ou indirectement, préalablement à l'Apport.

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-123 du Code de commerce et aux stipulations de l'article 12.2 des statuts de la Société, les actions apportées à l'Initiateur dans le cadre de l'Apport en Nature ont perdu leur droit de vote double en raison du transfert de propriété en résultant.

- **Répartition du capital et des droits de vote de la Société en cas de Succès de l'Offre et de Retrait Obligatoire à l'issue desquels l'Initiateur détiendrait 100% du capital social et des droits de vote de la Société**

Actionnaires	Nb actions	% capital	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote Double	Total Droits de vote	% Droits de vote
EUGENIE	5 111 119	100,00%	5 111 119	-	5 111 119	100,00%
Autres nominatifs	-	0,00%	-	-	-	0,00%
Actions propres	-	0,00%	-	-	-	0,00%
Public et autres	-	0,00%	-	-	-	0,00%
Total	5 111 119	100,00%	5 111 119	-	5 111 119	100,00%

1.2.4. TITRES ET DROITS DONNANT ACCES AU CAPITAL DE LA SOCIETE

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions existantes de la Société.

1.2.5. DECLARATIONS DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS ET D'INTENTIONS

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré à l'AMF et à la Société, à la suite de l'Apport en Nature dont la réalisation est intervenue le 22 avril 2026, avoir franchi à la hausse, à titre individuel, les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

³ L'Initiateur a procédé au rachat de 361.457 actions, au Prix de l'Offre, entre le dépôt du Projet de Note d'Information et l'ouverture de l'Offre conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 23 avril 2026 sous le numéro n°226C05.

1.2.6. ACQUISITION DES ACTIONS DE LA SOCIETE PAR L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE DERNIERS MOIS

A l'exception de l'Apport en Nature, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'action de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Apport en Nature.

1.2.7. ENGAGEMENT D'APPORT A L'OFFRE

A l'exception des engagements d'apport de Mont Blanc Alpen Stock et de Madame Eva Poulaillon décrits à la section 6 de la Note en Réponse, Poulaillon n'a pas connaissance d'engagement d'apport d'actions à l'Offre.

Les administrateurs de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé ont fait part de leurs intentions, qui sont indiquées au paragraphe 3 de la Note en Réponse.

1.2.8. MOTIFS DE L'OFFRE

L'Initiateur et les Actionnaires Majoritaires considèrent l'Offre comme une étape significative de la stratégie du Groupe, le maintien de la cotation des actions de la Société sur le marché Euronext Growth n'apparaissant plus comme une réponse pertinente aux enjeux de la Société, notamment au regard de l'environnement peu favorable avec une liquidité très faible.

Il est par ailleurs à noter que, dans la mesure où l'Initiateur a franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société dans le cadre de l'Apport en Nature, le dépôt de l'Offre par l'Initiateur revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

1.2.9. AUTORISATIONS REGLEMENTAIRES

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

1.3. CONDITIONS DE L'OFFRE

1.3.1. NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 4.267.717 actions représentant 83,50% du capital et 83,37% des droits de vote théoriques de la Société⁴.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions non détenues, directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre soit, à la date des présentes, un nombre maximum de 843.402 actions.

1.3.2. PROCEDURE DE PRESENTATION DES ACTIONS A L'OFFRE

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF et sur la base du calendrier indicatif figurant à la section 2.9 de la Note d'Information.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre

⁴ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 5.111.119 actions représentant 5.118.783 droits de vote théoriques au 13 mai 2026.

transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Invest Securities, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Les actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs actions afin de les apporter à l'Offre. L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile, afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre. Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

Le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le 8 juillet 2026 (selon le calendrier indicatif de l'Offre), jour de négociation suivant celui d'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Les ordres de présentation des actions Poulaillon à l'Offre seront irrévocables.

1.3.3. RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT PARIS

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Poulaillon ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de Poulaillon, l'Initiateur demandera à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Poulaillon non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire l'issue de l'Offre, les actions Poulaillon qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 9,00 euros par action égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès d'Euronext, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, Euronext, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear

France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Poulaillon de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Poulaillon dont les ayants droit sont restés inconnus (i.e., titres en déshérence ou assimilés (notamment ceux des actionnaires dont les coordonnées resteraient inconnues) seront conservés par Euronext pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions Poulaillon d'Euronext Paris.

1.3.4. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites au paragraphe 2.11 de la Note d'Information.

1.3.5. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.9 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE POULAILLON

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et sur convocation faite conformément aux stipulations statutaires, les administrateurs de la Société se sont réunis le 15 mai 2026 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre initié par EUGENIE.

Etaient présents et ont signé la feuille de présence :

- Monsieur Paul Poulaillon, président du conseil d'administration ;
- Monsieur Fabien Poulaillon, administrateur et directeur général ;
- Madame Magali Poulaillon, administrateur et directeur général délégué ;
- Monsieur Tom Nesci, administrateur ;
- Madame Eva Poulaillon, administrateur ;
- Monsieur Thierry Mysliwicz, administrateur.

Les administrateurs, présents ou représentés, réunissant plus de la moitié des administrateurs en fonction, le conseil d'administration de la Société a pu valablement délibérer.

L'avis motivé du Conseil d'administration sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires est reproduit ci-dessous :

« AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'Administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation préparés par Invest Securities tels que figurant dans le Projet de Note d'Information et (iv) du rapport de l'Expert Indépendant, constate que :

- *l'Offre fait suite à l'apport en nature par les Actionnaires Majoritaires à l'Initiateur le 22 avril 2026 de 3.906.260 actions, au prix de 9,00 euros, représentant environ 76,43 % du capital et 76,31 % des droits de vote théoriques de la Société ;*

- *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par Eugénie ;*
- *l'Initiateur, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Poulailhon ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de Poulailhon, demandera à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Poulailhon non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre ;*
- *les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :*
 - *en matière de stratégie industrielle, commerciale et financière, l'Initiateur entend poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie de développement actuelle et entend tout particulièrement soutenir et renforcer la capacité de la Société à se développer ;*
 - *en matière d'emploi, les intentions de l'Initiateur s'inscrivent dans la continuité de ce qui est fait actuellement au niveau de la Société ; l'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines, la politique salariale, la gestion des effectifs de la Société, les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif comme individuel ;*
 - *l'Initiateur n'envisage pas d'apporter de modifications aux statuts de la Société ;*
 - *l'Initiateur n'envisage pas de proposer des modifications substantielles dans la composition des organes sociaux et de direction de la Société ;*
 - *l'Initiateur, dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires (autres que les actions détenues par Eugénie et auto-détenues) ne détiendraient à la clôture de l'Offre pas plus de 10% du capital et des droits de vote, demandera la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois mois à l'issue de sa clôture. Le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de Poulailhon du marché Growth d'Euronext Paris ;*
 - *en matière de dividendes, l'Initiateur entend maintenir une politique de dividendes cohérente avec les projets de développement de la Société ainsi qu'avec sa capacité distributive, sa trésorerie et ses besoins de financement.*
- *les actionnaires minoritaires représentant 16,50 % du capital et 16,63 % des droits de vote de la Société, le titre Poulailhon est faiblement liquide ; les actionnaires minoritaires obtiendront ainsi une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions sur la base du Prix de l'Offre qui fait ressortir (i) une prime de 28,6% par rapport au dernier cours de bourse précédant l'annonce du projet d'Offre le 14 avril 2026, (ii) une prime de 41,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes au cours des trois derniers de cotation précédant l'annonce du projet d'Offre, (iii) une prime de 58,6% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes au cours des six derniers de cotation précédant l'annonce du projet d'Offre et (iv) une prime de 63,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes au cours des douze derniers de cotation précédant l'annonce du projet d'Offre.*

Le rapport de l'Expert Indépendant est ensuite présenté aux administrateurs. Il est notamment rappelé les diligences qui ont été réalisées par l'Expert Indépendant, les analyses élaborées dans le cadre de sa mission ainsi que les méthodes d'évaluation qui ont été retenues. Le conseil d'administration examine ensuite le rapport établi par l'Expert Indépendant, dont il ressort des conclusions que :

« En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs induites des différentes méthodes d'évaluation retenues.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 9,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Poulaillon »

Le conseil d'administration prend acte que, selon le rapport établi par l'Expert Indépendant, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur de 9,00 euros par action est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris, le cas échéant, dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Après en avoir délibéré, connaissance prise des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments qui précèdent, le conseil d'administration, à l'unanimité :

- (i) considère que l'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- (ii) considère que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires y compris pour les minoritaires ;*
- (iii) émet un avis favorable sur le projet d'Offre initiée par Eurgénie au prix de 9,00 euros par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, ainsi que le projet de Retrait Obligatoire, pour les motifs rappelés ci-dessus ;*
- (iv) recommande en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre ;*
- (v) prend acte que la Société ne détient aucune action auto-détenue ;*
- (vi) décide d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et de donner tous pouvoirs à Monsieur Fabien Poulaillon, en sa qualité de directeur général de la Société, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*
- (vii) décide de donner tous pouvoirs à Fabien Poulaillon, en sa qualité de directeur général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes les attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »*

L'expert indépendant a rendu un *addendum* à son rapport en date du 4 juin 2026. Les membres du conseil d'administration se sont réunis le 6 juin 2026 afin d'examiner l'*addendum* au rapport de l'expert indépendant.

Le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres, a constaté que :

- (i) l'addendum a été établi suite aux remarques de l'AMF concernant notamment la méthodologie retenue pour la méthode des Discounted Cash Flow, l'application de la méthode des comparables et les engagements d'apport à l'Offre ;*
- (ii) l'addendum ne modifiait pas les conclusions du rapport de l'expert indépendant ni l'appréciation de l'équité du Prix de l'Offre ;*
- (iii) l'addendum n'était, en conséquence, pas de nature à modifier l'avis motivé du conseil d'administration rendu le 15 mai 2026 et décrit ci-dessus.*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE POULAILLON

Les administrateurs de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonctions	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Monsieur Paul Poulailon ⁽¹⁾	Président du conseil d'administration	0	N/A
Monsieur Fabien Poulailon ⁽²⁾	Directeur général et administrateur	0	N/A
Madame Magali Poulailon ⁽³⁾	Directeur général délégué et administrateur	0	N/A
Monsieur Nesci Tom	Administrateur	0	N/A
Madame Eva Poulailon	Administrateur	10	Apport
Monsieur Thierry Mysliwicz	Administrateur	1.260	Apport

(1) Monsieur Paul Poulailon détenait 2.423.240 actions avant l'Apport en nature qui ont été intégralement apportées à l'Initiateur.

(2) Monsieur Fabien Poulailon détenait 734.190 actions avant l'Apport en nature qui ont été intégralement apportées à l'Initiateur.

(3) Madame Magali Poulailon détenait 748.830 actions avant l'Apport en nature qui ont été intégralement apportées à l'Initiateur.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société ne détient aucune action propre.

5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

Les instances représentatives du personnel de la Société ont été informées du projet d'Apport en Nature puis du projet d'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, prévues aux articles L. 2312-45 à L. 2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

Toutefois, en application des dispositions de l'article L. 2312-44 du Code du travail, le comité social et économique de la Société recevra les documents liés à l'Offre dans les trois jours suivants le dépôt de l'Offre.

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Mont Blanc Alpen Stock, actionnaire de la Société, s'est engagée auprès de l'Initiateur, à apporter ses Actions à l'Offre, soit 143 439 Actions représentant 2,81 % du capital et 2,80 % des droits de vote théoriques⁵ de la Société à la date de la Note d'Information. Ces actions ont été acquises par Eugénie le 27 avril 2026 pendant la période pré-Offre conformément aux dispositions des articles 231-38 et

⁵ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 5.111.119 actions représentant 5.131.033 droits de vote théoriques au 22 avril 2026, après perte des droits de vote doubles attachés aux actions détenues par les Actionnaires Majoritaires.

231-39 du règlement général de l'AMF. Madame Eva Poulaillon s'est engagée auprès de l'Initiateur à apporter ses 10 Actions à l'Offre.

A l'exception des accords décrits ci-dessus, l'Initiateur n'a connaissance et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre et susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL

Le capital social de la Société s'élève, à la date de la Note en Réponse, à 5 111 119,00 euros divisé en 5 111 119,00 actions ordinaires de 1,00 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la date de la Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de Poulaillon, sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nb actions	% capital	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote Double	Total Droits de vote	% Droits de vote
EUGENIE	4 267 717	83,50%	4 267 717	-	4 267 717	83,37%
Autres nominatifs	9 727	0,19%	2 063	7 664	17 391	0,34%
Actions propres	-	-	-	-	-	-
Public et Autres	833 675	16,31%	833 675	0	833 675	16,29%
Total	5 111 119	100,00%	5 103 455	7 664	5 118 783	100,00%

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société.

7.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS

Néant.

7.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSIION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE POULAILLON (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)

A la date de la Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Poulaillon et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Poulaillon en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.4. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE POULAILLON AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de Poulaillon, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

7.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Néant.

7.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

7.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT POULAILLON A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de Poulaillon, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

7.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE POULAILLON

7.8.1. NOMINATION ET REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires qui peut les révoquer à tout moment.

Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination des administrateurs peut être faire par l'Assemblée Générale Extraordinaire.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les administrateurs personnes morales sont tenus, lors de leur nomination, de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civiles et pénales que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Ce mandat de représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente ; il doit être renouvelé à chaque renouvellement de mandat de celle-ci.

Lorsque la personne morale révoque son représentant, elle est tenue de notifier cette révocation à la Société, sans délai, par lettre recommandée et de désigner selon les mêmes modalités un nouveau représentant permanent ; il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'Assemblée Générale Ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'Administration.

Les nominations provisoires effectuées par le Conseil d'Administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine Assemblée Générale Ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil n'en demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonctions que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

7.8.2. MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

7.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Il prend également en considération, s'il y a lieu, la raison d'être de la Société définie en application de l'article 1835 du Code civil. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer, compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le président ou le directeur général de la Société est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Au-delà des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose, à la date de la Note en réponse, l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société en date du 17 mars 2026 a conféré au conseil d'administration les délégations et les autorisations en matière d'augmentation ou de réduction du capital suivantes :

Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Montant nominal max augmentation/réduction de capital	Echéance de la délégation	Utilisation des délégations faites par le conseil/Nombre d'actions émises	Modalités de détermination du prix
1. Autorisation à consentir au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions auto détenues dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions (9 ^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	10% du capital social existant	17 septembre 2027	Non utilisée	Néant.

Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Montant nominal max augmentation/réduction de capital	Echéance de la délégation	Utilisation des délégations faites par le conseil/Nombre d'actions émises	Modalités de détermination du prix
2. Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (10^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	1 000 000 € ⁽¹⁾	17 mai 2028	Non utilisée	Fixé par le conseil d'administration dans les conditions légales (prix au moins égal à la valeur nominale de l'action à la date d'émission des valeurs mobilières)
3. Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'une offre au public, à l'exclusion d'offres visées au 1^o de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (11^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	1 000 000 €	17 mai 2028	Non utilisée	Fixé par le conseil d'administration et au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant le début de l'offre, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10%

Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Montant nominal max augmentation/réduction de capital	Echéance de la délégation	Utilisation des délégations faites par le conseil/Nombre d'actions émises	Modalités de détermination du prix
4. Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'une offre au public visée au 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (12^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	1 000 000€⁽¹⁾ et 30% du capital social sur douze mois glissant	17 mai 2028	Non utilisée	Fixé par le conseil d'administration et au moins égal à la moyenne pondérée des trois dernières séances de bourse précédant le début de l'offre au public, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10%

Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Montant nominal max augmentation/réduction de capital	Echéance de la délégation	Utilisation des délégations faites par le conseil/Nombre d'actions émises	Modalités de détermination du prix
5. Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés adhérents au plan d'épargne entreprise ou un plan d'épargne groupe existant ou à créer, (13 ^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	154 000 € ⁽¹⁾	17 mai 2028	Non utilisée	Fixé par le conseil d'administration dans les conditions prévues aux articles L. 3332-18 à L. 3332-23 du Code du travail.
6. Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves ou bénéfices (14 ^e résolution de l'assemblée générale du 17 mars 2026)	5.000.000 euros	17 mai 2028	Non utilisée	Néant.

(1) Plafond global d'augmentation de capital commun aux 11^e, 12^e et 13^e résolutions.

7.10. ACCORDS CONCLUS PAR POULAILLON QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE POULAILLON

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

7.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES DE POULAILLON, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet CROWE HAF a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, après notification de l'absence d'opposition de l'AMF, lors de sa réunion en date du 18 mars 2026, chargé d'émettre un rapport sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires de la Société d'un point de vue financier, y compris en cas de Retrait Obligatoire.

Ce rapport, en date du 13 mai 2026, est intégralement reproduit en Annexe 1 de la Note en Réponse. Ce rapport a été complété par un addendum en date du 4 juin 2026 qui est intégralement reproduit en Annexe 2 de la Note en Réponse.

Les conclusions de ce rapport sont les suivantes :

« En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs induites des différentes méthodes d'évaluation retenues.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 9,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Poulailon. ».

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<https://www.poulailon.fr/>) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès du siège social de la Société.

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

Pour la Société :

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Fabien Poulailon
Directeur général de Poulailon

ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Poulaillon SA

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Poulaillon SA initiée par la société EUGENIE SAS

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.2 - Contexte et opération envisagée	17
2 - Présentation de l'expert indépendant.....	18
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	18
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	20
2.3 - Déclaration d'indépendance	20
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	21
2.5 - Rémunération	21
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	21
3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	25
3.1 - Données structurant l'évaluation	25
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	27
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues.....	29
4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement	44
Présentateur	44
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées	44
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues.....	44
5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre.....	49
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	51
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	51
6.2 - Analyse et appréciation des observations	51
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	52
8 - Annexe – Lettre de mission	54

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Poulaillon le 18 mars 2026 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT
LES ACTIONS DE LA SOCIETE POULAILLON SA INITIEE
PAR LA SOCIETE EUGENIE SAS**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») portant sur les actions de la société Poulaillon SA (ci-après « Poulaillon » ou la « Société »), société de tête d'un groupe familial français (ci-après le « Groupe »), initiée par la société Eugénie SAS (ciaprès « EUGENIE » ou l' « Initiateur »), nous avons été nommés le 18 mars 2026 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application (i) de l'articles 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF, compte tenu du contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Poulaillon dans le cadre de l'Offre s'établit à 9,00€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Poulaillon et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix d'Offre
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation de la société objet de l'Offre

Poulaillon est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 8 rue du Luxembourg, 68310 Wittelsheim, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Mulhouse sous le numéro 493.311.435, et dont les actions sont admises sur le marché d'Euronext Growth sous le code ISIN FR0013015583, mnémonique « ALPOU ».

1.1.1 - Activité du Groupe

Le groupe Poulaillon exerce ses activités dans le secteur de la boulangerie et de la restauration rapide, autour d'un modèle intégré combinant production industrielle, distribution et exploitation d'un réseau de points de vente. L'offre du Groupe s'adresse à la fois à une clientèle grand public (BtoC) via son réseau de magasins et à une clientèle professionnelle (BtoB) composée notamment d'enseignes de grande distribution et d'acteurs de la restauration.

Une offre structurée autour de plusieurs métiers complémentaires

L'activité historique du Groupe repose sur la boulangerie-viennoiserie-pâtisserie (ci-après « BVP »), qui demeure au cœur de son savoir-faire. L'entreprise développe une large gamme de produits de boulangerie élaborés selon des procédés de fermentation lente et de cuisson traditionnelle, comprenant pains, viennoiseries et pâtisseries. Parmi ces produits, la Moricette®, petit pain inspiré du bretzel alsacien, constitue le produit emblématique du Groupe et occupe une place centrale dans son positionnement commercial.

En complément de cette activité historique, le groupe Poulaillon propose une offre de snacking et de restauration rapide, articulée autour de sandwiches, salades, bretzels garnis et autres produits directement fabriqués dans chaque point de vente et destinés à une consommation nomade. Cette activité s'inscrit dans le positionnement de Poulaillon sur le segment de la restauration rapide de type boulangerie, avec une offre disponible tout au long de la journée.

Le Groupe a également développé une activité de traiteur, proposant un éventail de produits haut de gamme salés et d'apéritifs destinés notamment aux événements, aux réceptions et à la clientèle professionnelle. Cette offre complète le portefeuille de produits du Groupe et permet de répondre à une demande diversifiée.

Enfin, le Groupe s'est diversifié dans la production et la commercialisation d'eau minérale naturelle, à la suite de l'acquisition de la source de Velleminfroy, exploitée depuis 2016. Cette activité comprend l'embouteillage et la distribution d'une gamme de bouteilles en verre et en PET⁶, commercialisée auprès de clients professionnels et de la grande distribution.

À l'exception des bretzels, dont la pâte nouée est achetée, l'ensemble des produits bruts commercialisés est fabriqué par le groupe Poulaillon. Les bases panifiées des produits garnis sont produites sur les sites industriels, puis assemblées par le Groupe avec des ingrédients achetés (viandes, fromages, salades, etc.). Les salades sont également préparées par le Groupe, tandis que les plats chauds sont entièrement élaborés en cuisine centralisée.

Une organisation en quatre pôles d'activité

Afin de structurer ses opérations, le Groupe est organisé autour de quatre pôles principaux :

- Pôle Boulangerie (60,2% du chiffre d'affaires 2025) : production et distribution de produits de BVP, et exploitation et développement du réseau de points de vente sous l'enseigne Poulaillon, en propre ou en franchise, destiné principalement à la clientèle grand public.
- Pôle Industrie (35,9% du chiffre d'affaires 2025) : production et fabrication de produits de boulangerie, de snacking et de produits traiteurs destinés aux réseaux internes et à la clientèle professionnelle.

⁶ PET : Polyéthylène téréphtalate.

- Pôle Eau (3,4% du chiffre d'affaires 2025) : production et commercialisation d'eau minérale naturelle issue de la source de Velleminfroy.
- Pôle Holding (0,5% du chiffre d'affaires 2025) : regroupement des fonctions supports du Groupe (direction, fonctions administratives, marketing, développement du réseau et gestion des marques) et assure la gestion des franchisés.

Un réseau de distribution structuré

La distribution des produits du Groupe s'appuie sur un réseau de points de vente physiques, principalement localisés dans le quart nord-est de la France. Au 30 septembre 2025, Poulaillon exploite 55 points de vente, répartis entre :

- 25 "Moulins", correspondant aux boulangeries-restaurants avec pétrification de la pâte sur place, disposant généralement d'un service de restauration sur place et, pour certaines, d'un service « *drive* ». Ils ont un chiffre d'affaires compris entre 1 et 3 millions d'euros par Moulin ;
- 27 ateliers de cuisson, correspondant à des points de vente de proximité assurant la cuisson finale des produits. Ces ateliers ont un chiffre d'affaires compris entre 0,3 et 1,5 millions d'euros par atelier de cuisson ; et
- 3 kiosques et selfs correspondant à des points de vente en libre-service. Ils ont un chiffre d'affaires compris entre 0,1 et 0,4 millions d'euros par kiosque.

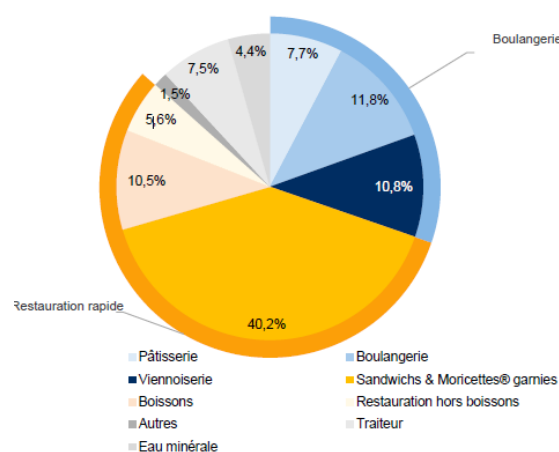
Le Groupe développe également son réseau via un modèle de franchise, permettant d'étendre progressivement son maillage territorial tout en limitant les investissements directs, et compte, au 30 septembre 2025, 10 établissements exploités en franchise.

Structure de la clientèle et des revenus

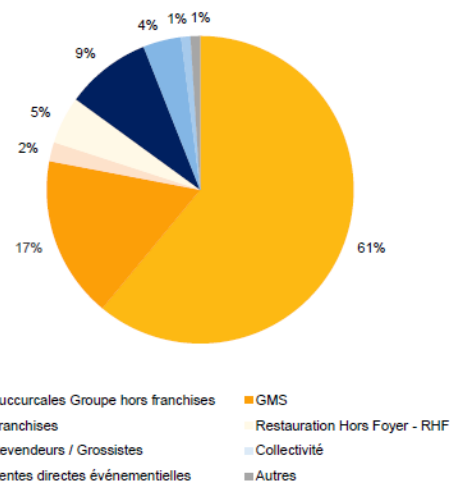
L'activité du Groupe repose principalement sur une clientèle grand public, qui représente environ 60% du chiffre d'affaires au 30 septembre 2025, tandis que la clientèle professionnelle (grande distribution, restauration hors domicile, partenaires commerciaux) représente environ 40%. Le segment BtoB est pris en charge par les filiales Bretzels Moricettes MFP Poulaillon SA, Poulaillon Saint-Vit SA et Eaux Minérales de Velleminfroy SAS, tandis que le segment BtoC est assuré par la société Au Moulin Poulaillon SARL.

La répartition du chiffre d'affaires par famille de produits met en évidence le poids prépondérant des activités historiques du Groupe. Les sandwiches et produits de restauration rapide constituent la première source de revenus (environ 40% du chiffre d'affaires), suivis par la boulangerie, la viennoiserie, les boissons et les autres segments de produits. Les activités de traiteur et d'eau minérale représentent une part plus limitée du chiffre d'affaires, tout en contribuant à la diversification du Groupe.

Part du chiffre d'affaires par famille de produits



Part du chiffre d'affaires par catégorie de client



1.1.2 -

Historique du Groupe

Le groupe Poulailon trouve son origine en 1973 avec l'ouverture d'une première boulangerie artisanale à Mulhouse. Fondée par Paul Poulailon et son épouse Marie-France, l'entreprise se développe initialement autour d'un savoir-faire boulanger traditionnel, notamment grâce à la création de la Moricette®, produit emblématique de l'enseigne.

Durant les années 1980, la Société amorce une première phase de structuration de son activité.

Tout d'abord, en 1980, Poulailon conclut son premier contrat avec la Grande et Moyenne Surface (GMS), permettant la commercialisation de ses produits au-delà de son réseau de boutiques. Puis, en 1982, l'entreprise ouvre un second point de vente à Mulhouse et procède au dépôt de sa marque Moricette®. Cette période est également marquée par l'industrialisation progressive de sa production avec l'acquisition d'une chaîne automatisée de fabrication de pâte à bretzel en 1986, afin de soutenir la croissance de la demande.

Les années 1990 correspondent à l'élargissement de son offre et à l'arrivée de la seconde génération familiale. En 1990, la Société développe une activité de traiteur, complétant ainsi son positionnement initial de boulangerie. La même décennie voit l'implication progressive de la famille dans la gestion et le développement du réseau de points de vente, sous l'impulsion de Fabien Poulailon qui contribue à structurer l'expansion commerciale du Groupe et de Magali Poulailon qui contribue à développer les points de vente.

À partir des années 2000, Poulailon entame une phase de développement plus soutenue, fondée sur l'extension de son réseau et l'intégration de nouvelles capacités industrielles. En 2002, la Société lance un programme de développement de ses points de vente. En 2003, elle acquiert un site de production à Saint-Loup-sur-Semouse, permettant d'augmenter les volumes de fabrication et d'élargir la gamme de produits, notamment dans le domaine des apéritifs surgelés. En 2004, le Groupe se diversifie dans l'activité des eaux minérales avec l'acquisition de la source de Velleminfroy.

Les années 2010 constituent une phase d'accélération et de structuration industrielle. En 2012, Poulailon inaugure un nouveau siège social à Wittelsheim. Trois ans plus tard, la Société est introduite en bourse sur le marché Euronext Growth, afin de soutenir son développement. En 2016, le Groupe diversifie davantage ses activités en investissant dans l'embouteillage d'eau minérale naturelle provenant de la source de Velleminfroy. Puis, en 2017, il acquiert un second site de production à Saint-Vit et poursuit l'expansion de son réseau commercial.

Depuis 2020, le groupe Poulailon adapte son modèle afin de renforcer sa résilience et soutenir sa croissance. Cette période est notamment marquée par l'adaptation du concept à la crise sanitaire, l'extension des capacités de production (notamment sur le site de Saint-Vit), le développement de nouveaux points de vente en propre et en franchise ainsi que l'extension du réseau de distribution des eaux minérales de Velleminfroy. Le Groupe poursuit également ses investissements industriels afin d'augmenter ses capacités de stockage et d'embouteillage.

Au fil de ces différentes étapes, Poulailon est passé d'une boulangerie artisanale locale à un Groupe agroalimentaire et de restauration rapide structuré, combinant production industrielle, réseau de distribution et diversification dans les boissons. Le Groupe dispose aujourd'hui d'un réseau de plusieurs dizaines de points

de vente (55 magasins en succursales et 10 en franchise au 30 septembre 2025) et poursuit sa stratégie de développement à la fois par croissance organique et par extension de ses capacités de production.

Poulaillon est aujourd'hui présidé par Paul Poulaillon ainsi que ses deux enfants : Magali Poulaillon (Directrice Générale Déléguée) et Fabien Poulaillon (Directeur Général).

1.1.3 - Actionnariat du Groupe

Préalablement à l'opération envisagée, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Poulaillon - Détail des actions en circulation

Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote double	Total Droits de vote	% droit de votes
Monsieur Paul Poulaillon	2 423 240	47,4%	-	2 423 240	4 846 480	53,6%
Madame Magali Poulaillon	748 830	14,7%	-	748 830	1 497 660	16,6%
Monsieur Fabien Poulaillon	734 190	14,4%	-	734 190	1 468 380	16,3%
Sous total Famille Poulaillon	3 906 260	76,4%	-	3 906 260	7 812 520	86,5%
Autres nominatifs	22 211	0,4%	2 297	19 914	42 125	0,5%
Flottant	1 182 648	23,1%	1 182 568	-	1 182 568	13,1%
Total des actions	5 111 119	100,0%	1 184 865	3 926 174	9 037 213	100,0%

Source : *Projet de note d'information*

Les actionnaires familiaux ayant apportés leurs titres à la société Eugénie à la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat se présente comme suit :

Poulaillon - Détail des actions en circulation

Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote double	Total Droits de vote	% droit de votes
EUGENIE	3 906 260	76,4%	3 906 260	-	3 906 260	76,1%
Autres nominatifs	22 211	0,4%	2 297	19 914	42 125	0,8%
Flottant	1 182 648	23,1%	1 182 648	-	1 182 648	23,0%
Total des actions	5 111 119	100,0%	5 091 205	19 914	5 131 033	100,0%

Source : *Projet de note d'information*

1.1.4 - Description du marché

1.1.4.1 - Analyse du contexte économique et sectoriel

Le marché français de la BVP constitue un secteur clef de l'économie nationale, au carrefour d'enjeux artisanaux, commerciaux et alimentaires. Il se divise principalement en trois segments :

- Les boulangeries artisanales, où le boulanger assure lui-même l'ensemble des étapes de fabrication du pain ;
- Les terminaux de cuisson, intervenant surtout sur les dernières étapes de fabrication à partir de pâtes ou pâtons précuits ou surgelés ; et
- Les boulangeries industrielles, qui produisent à grande échelle des pains, viennoiseries et pâtisseries destinés principalement à la grande distribution.

En 2025, le secteur de la BVP artisanale représente environ 24 milliards d'euros de chiffre d'affaires, dont plus de 20 milliards pour les boulangeries artisanales. Avec près de 34.000 points de vente, elles demeurent le premier commerce de proximité en France. Le marché reste majoritairement composé d'artisans indépendants, même si certaines enseignes se développent progressivement sous forme de réseaux, à l'image de Marie Blachère, Ange ou Boulangerie Louise.

Les terminaux de cuisson présentent, quant à eux, un modèle d'activité distinct, combinant offre boulangère et restauration rapide. La plupart sont intégrés à des réseaux nationaux, tels que Paul, Brioche Dorée ou La Mie Câline. Ils répondent à une demande de praticité et de consommation nomade.

Les boulangeries industrielles, de leur côté, jouent un rôle essentiel dans l'approvisionnement du marché grâce à leurs capacités de production, leur logistique optimisée et leurs prix compétitifs. Elles sont principalement présentes dans les circuits de distribution de masse, leur offre étant souvent perçue comme moins qualitative ou moins « artisanale » par les consommateurs.

Historiquement, le marché de la BVP a connu plusieurs phases. Entre 1960 et 2000, la consommation de pain par habitant a reculé, sous l'effet de la diversification alimentaire et de l'essor de la grande distribution. Depuis le milieu des années 2000, la tendance s'inverse, stimulée par la demande de produits perçus comme plus sains, l'émergence de pains spéciaux et la montée en gamme de l'offre artisanale.

Le secteur a également traversé des périodes de crises conjoncturelles, comme la bulle Internet en 2001-2002, la crise des Subprimes entre 2008 et 2013, ou encore l'épisode de la Covid-19 en 2020-2021, qui ont temporairement modifié les habitudes de consommation et renforcé la part du retail alimentaire par rapport à la restauration hors domicile.

En 2025, la consommation de pain et de produits de BVP montre un regain de dynamisme. Les dépenses des ménages en pain ont progressé d'environ 4% en valeur, pour dépasser 14,7 milliards d'euros. Les boulangeries artisanales ont vu leur chiffre d'affaires progresser de près de 6%, soutenu par la revalorisation des prix, l'augmentation de la fréquentation et l'élargissement de l'offre de petite restauration (source : Xerfi – Les boulangeries et pâtisseries).

À l'inverse, les terminaux de cuisson ont connu un recul historique de -3,8%, affectés par la baisse de fréquentation des centres commerciaux et la concurrence de la restauration rapide (source : Xerfi – Les boulangeries et pâtisseries).

Les boulangeries industrielles, quant-à-elles, maintiennent une croissance stable mais modérée, portée par la demande des grandes surfaces et des circuits de distribution nationaux. Après un ralentissement en 2024-2025, leur chiffre d'affaires devrait augmenter d'environ 3% par an à l'horizon 2027 (source : Xerfi – La BVP industrielle).

À moyen terme, la croissance du secteur devrait ralentir, avec une progression plus modérée du chiffre d'affaires des boulangeries et une poursuite de l'érosion du parc de points de vente, en particulier dans les zones rurales. Dans ce contexte, les boulangeries poursuivent leur diversification vers la restauration rapide et les formats coffee shop, brouillant progressivement la frontière entre boulangerie traditionnelle et restauration hors domicile.

1.1.4.2 - Les acteurs du marché Boulangerie, Viennoiserie et Pâtisserie

Le marché français de la boulangerie, viennoiserie, pâtisserie se caractérise par la présence d'acteurs diversifiés, allant des grands groupes multi-enseignes aux artisans indépendants.

Les boulangeries artisanales restent un pilier du marché en offrant un positionnement différencié. Le groupe Blachère, via l'enseigne Marie Blachère, allie standardisation et proximité locale avec de grands magasins implantés en périphérie et un développement en franchise depuis 2016. Le groupe Ange combine production artisanale sur place et restauration rapide, tandis que Boulangerie Louise et Feuillette privilégient respectivement une offre haut de gamme centrée sur la pâtisserie.

Les terminaux de cuisson occupent un segment intermédiaire reposant sur la standardisation des procédés et la rapidité de service. Paul, Brioches Dorées, Le Fournil de Pierre ou La Mie Câline s'appuient sur des approvisionnements centralisés et des réseaux structurés, souvent en franchise. Ces enseignes sont particulièrement présentes dans les zones à fort trafic, centres-villes, gares ou centres commerciaux.

Les boulangeries industrielles représentent, quant-à-elles, le segment le plus concentré et standardisé du marché. Ces acteurs, comme les groupes Bridor et Pasquier, disposent d'outils de production performants leur permettant de fournir la grande distribution, la restauration, les terminaux de cuisson et certains marchés internationaux. Leur compétitivité repose sur les volumes produits, la maîtrise logistique et la régularité de l'offre.

Ainsi, le marché de la BVP repose sur la complémentarité de modèles économiques distincts : proximité et différenciation pour les artisans, accessibilité et rapidité pour les terminaux de cuisson, puissance industrielle et couverture nationale pour les grands groupes.

1.1.4.3 - Les déterminants du marché

Les déterminants de l'activité dans le secteur BVP sont multiples et interdépendants.

La consommation des ménages constitue le principal moteur du marché. Elle dépend du pouvoir d'achat, mais également de l'évolution des habitudes alimentaires, marquées par la recherche de praticité, de diversité et d'une meilleure qualité perçue. Cette tendance favorise à la fois les artisans, pour leur image d'authenticité, et les acteurs industriels, pour leur accessibilité tarifaire.

La concurrence s'exerce à plusieurs niveaux : entre artisans et industriels, entre réseaux spécialisés, mais aussi face aux produits substitués distribués en grandes surfaces. La pression concurrentielle reste mesurée sur le marché français, tandis que l'export constitue un relais de croissance pour certains industriels.

Les performances du secteur dépendent également des capacités de production et du maillage commercial. La densité des points de vente favorise la fréquentation pour les artisans, tandis que l'investissement industriel améliore la productivité et les volumes disponibles.

Enfin, les prix restent sensibles aux coûts des matières premières, de l'énergie et du transport. Dans ce contexte, l'innovation, la montée en gamme et l'adaptation de l'offre aux nouvelles attentes de consommation demeurent des leviers essentiels pour préserver les marges et soutenir la demande.

1.1.4.4 - Les tendances et perspectives

Le secteur BVP connaît aujourd'hui une transformation progressive, portée notamment par l'évolution des modes de consommation et la recherche d'un meilleur rapport qualité-prix.

Dans un contexte de tension sur le pouvoir d'achat, les consommateurs privilégient des offres accessibles, rapides et pratiques pour leurs repas du quotidien. La boulangerie apparaît ainsi comme une alternative attractive comparée à la restauration rapide traditionnelle grâce au développement du snacking, des sandwiches et des formules déjeuner.

Parallèlement, les enseignes diversifient leur offre afin d'élargir les occasions de consommation. L'intégration d'espaces de restauration sur place, le développement des gammes salées et la valorisation de produits premium renforcent l'attractivité des points de vente.

Le réseau de distribution évolue également. La fermeture progressive de certains établissements, notamment en zones rurales, s'accompagne du développement de formats plus structurés dans les zones urbaines et périurbaines, avec des surfaces plus importantes et des concepts modernisés.

Dans ce contexte concurrentiel, la différenciation par la qualité des produits, l'expérience client, l'image de marque et la diversité de l'offre apparaît déterminante pour attirer et fidéliser la clientèle.

1.1.4.5 - Positionnement sur le marché

Dans cet environnement, Poulailon s'appuie sur un positionnement structuré reposant sur un ancrage territorial fort, une offre qualitative et une stratégie de développement maîtrisée.

Le Groupe bénéficie d'une image solide sur son territoire historique, l'Alsace, et d'un positionnement associant qualité perçue et prix accessibles. Cette combinaison constitue un avantage concurrentiel, bien qu'elle puisse exercer une pression sur les marges dans un contexte inflationniste.

L'activité reste néanmoins exposée à plusieurs risques classiques du secteur : enjeux sanitaires liés aux produits frais, volatilité des matières premières, tensions d'approvisionnement ou encore concurrence accrue. Aussi, la notoriété de la marque reste principalement régionale, ce qui limite à ce stade son rayonnement national.

La stratégie de développement de Poulailon repose essentiellement sur la croissance organique, via l'ouverture de nouveaux points de vente et le renforcement des partenariats BtoB. Aucune politique active de croissance externe n'est aujourd'hui déployée, la dernière opération significative remontant à 2019 avec l'acquisition de six droits au bail.

Enfin, l'activité s'inscrit dans un cadre réglementaire exigeant propre à l'agroalimentaire. Les sites industriels sont notamment certifiés selon le standard IFS, tandis que les relations commerciales BtoB sont encadrées par la loi EGALIM.

Ainsi, la capacité du Groupe à préserver ses marges, sécuriser ses approvisionnements et accroître progressivement sa notoriété constituera un enjeu central pour soutenir sa trajectoire de croissance dans un environnement économique instable.

1.1.5 - Comptes consolidés annuels du Groupe

Le Groupe établit ses comptes consolidés, conformément aux dispositions légales et réglementaires françaises (règlement ANC n°2020-01) et les clôture au 30 septembre.

Les comptes consolidés annuels du Groupe ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans nos analyses.

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société de tête du groupe est la société Poulailon, comprend 15 sociétés consolidées par intégration globale.

Il se décompose entre 9 sociétés dont le capital est détenu à 100% par le Groupe, et 6 sociétés pour lesquelles il existe des intérêts minoritaires non significatifs.

1.1.5.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 30 septembre. Le compte de résultat synthétique des cinq derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Poulailon - Compte de résultat

En k€	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
Chiffre d'affaires total	67 100	88 626	107 736	116 688	119 049
Croissance (%)	n.d	32,1%	21,6%	8,3%	2,0%
Achats consommés	-17 571	-26 867	-34 474	-36 178	-35 755

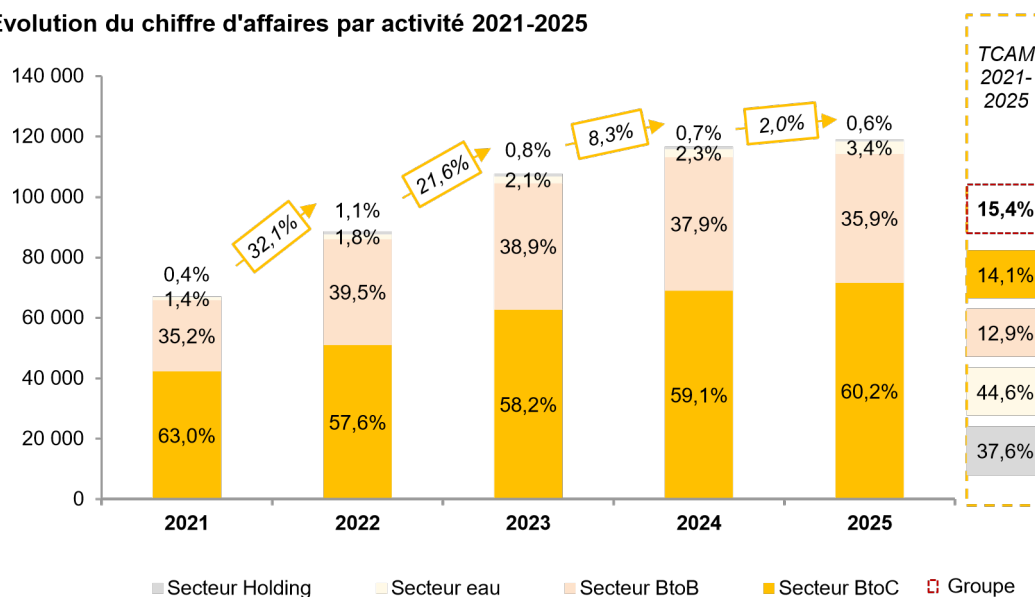
Charges de personnel	-25 888	-32 437	-38 595	-42 256	-44 756
Autres charges et produits d'exploitation	-14 817	-20 366	-22 109	-23 869	-23 382
Impôts taxes	-1 276	-1 511	-1 624	-1 859	-2 071
Dotations / reprises aux provisions	-369	-22	-10	-161	98
En % du CA	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%	-0,1%
Charges opérationnelles	-59 921	-81 203	-96 812	-104 323	-105 866
En % du chiffre d'affaires	-89,3%	-91,6%	-89,9%	-89,4%	-88,9%
EBITDA	7 179	7 423	10 924	12 365	13 183
En % du chiffre d'affaires	10,7%	8,4%	10,1%	10,6%	11,1%
D&A	-5 297	-5 782	-5 896	-6 856	-7 050
D&A des écarts d'acquisition	-559	-548	-548	-554	-529
Dotations aux amortissements	-5 856	-6 330	-6 444	-7 410	-7 579
En % du chiffre d'affaires	-8,7%	-7,1%	-6,0%	-6,4%	-6,4%
Résultat d'exploitation	1 323	1 094	4 481	4 955	5 605
En % du chiffre d'affaires	2,0%	1,2%	4,2%	4,2%	4,7%
Résultat financier	-478	-436	-465	-713	-723
Résultat exceptionnel	-24	520	1 410	278	1 653
Impôt sur le résultat	263	-114	-1 193	-1 084	-1 655
Résultat net	1 084	1 064	4 232	3 436	4 880
Résultat des minoritaires	-20	-2	-46	-28	-1
Résultat net part du Groupe	1 064	1 061	4 187	3 408	4 879
dont :					
Part du Groupe	98,2%	99,7%	98,9%	99,2%	100,0%
Part des minoritaires	1,8%	0,2%	1,1%	0,8%	0,0%
Charges en % du chiffre d'affaires					
Charges opérationnelles	-59 921	-81 203	-96 812	-104 323	-105 866
Achats consommés	26,2%	30,3%	32,0%	31,0%	30,0%
Charges de personnel	38,6%	36,6%	35,8%	36,2%	37,6%
Autres charges et produits d'exploitation	22,1%	23,0%	20,5%	20,5%	19,6%
Impôts et Taxes	1,9%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%
Nombre de point de vente (avec franchise)	58	63	65	66	65

Source : Comptes consolidés annuels au 30 septembre 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025 de Poulaillon

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires par activité sur la période 2021-2025 se présente comme suit :

Evolution du chiffre d'affaires par activité 2021-2025



Entre 2021 et 2025, le chiffre d'affaires du groupe Poulailion est passé de 67.100k€ à 119.049k€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 15,4% sur la période avec une croissance en ralentissement passant de 32,1% en 2021 à 2,0% en 2025, tel que présenté sur le graphique ci-dessus.

Les croissances enregistrées sur la période 2021-2023 (+32,1% et +21,6%) peuvent s'expliquer, en premier lieu, par la sortie progressive de la crise sanitaire. L'année 2021 a, en effet, été marquée par un arrêt des mesures restrictives de déplacement, permettant aux consommateurs de retrouver leurs habitudes de consommation. Par ailleurs, le début du conflit Russo-Ukrainien a eu un impact sur le coût des matières premières (blé, colza, produits oléagineux) ainsi que le coût de l'énergie. En contrepartie, Poulailion a réadapté ses prix de vente, expliquant également la croissance enregistrée sur cette période. Enfin, dans une optique d'expansion de ses activités, le Groupe a continué d'ouvrir des points de vente.

Entre 2023 et 2024, le chiffre d'affaires consolidé augmente de 8,3%. Cette progression, bien qu'inférieure à celles enregistrées sur les exercices précédents, demeure soutenue et traduit un ralentissement progressif après le fort rebond post-crise sanitaire observé entre 2021 et 2023.

En 2024, bien que le Groupe ait poursuivi son développement, sa croissance repose davantage sur l'expansion progressive de l'activité que sur un effet de reprise exceptionnel. L'ouverture et la rénovation de plusieurs magasins exploités ont porté le nombre total de points de vente à 66 au 30 septembre 2024, dont 11 en franchise. Par ailleurs, malgré la persistance de coûts élevés des matières premières et de l'énergie, le Groupe a maintenu une activité soutenue grâce au dynamisme du marché du snacking, au développement du réseau de magasins ainsi qu'à la croissance de l'activité eau minérale.

Entre 2024 et 2025, le Groupe retrouve une croissance (+2%) pouvant être considérée comme plus représentative du développement de son activité. Contrairement aux exercices précédents, qui avaient bénéficié d'effets de rattrapage post-crise sanitaire et d'importantes revalorisations tarifaires liées à l'inflation, la croissance enregistrée en 2025 repose davantage sur le développement organique des différents pôles d'activité du Groupe.

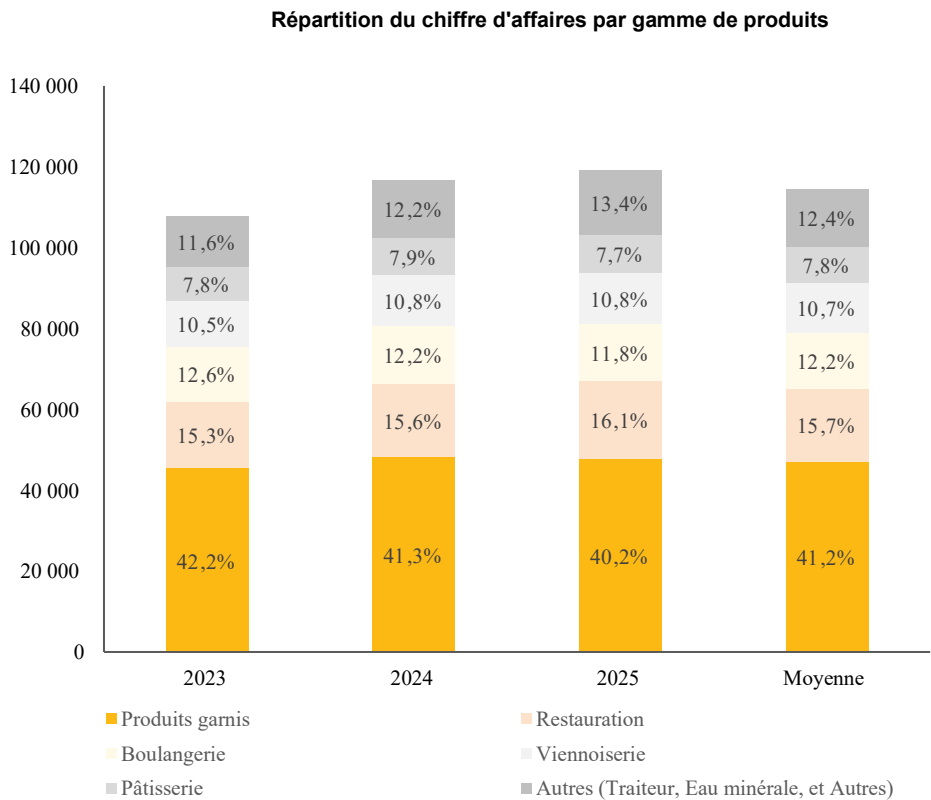
Sur la période 2021-2025, le pôle BtoC a un TCAM du chiffre d'affaires de 14,1% et le pôle BtoB de 12,9%. La croissance du chiffre d'affaires des deux pôles a également été portée par l'élargissement des gammes de produits (notamment via la création de nouvelles recettes), le référencement auprès de partenaires clés que ce soit auprès d'acteurs phares de la distribution mais aussi auprès d'une plateforme de livraison de repas. Sur la période 2024-2025, les deux activités retrouvent un taux de croissance plus faible (croissance moyenne de +6,6% pour le pôle BtoC et +0,9% pour le pôle BtoB).

Le pôle Eau, quant-à-lui, a vu son chiffre d'affaires augmenter sur la période, passant de 1.213k€ en 2021 à 4.178k€ en 2025. Cette croissance s'explique par de nombreux investissements dans le secteur, notamment

avec le développement de la mise en fardeau des bouteilles (pack plastique filmé), par de nouveaux référencements, et du développement de la marque Velleminfroy® à l'international.

Enfin, le pôle Holding, qui inclut les redevances issues des franchises, participe au chiffre d'affaires de l'exercice 2025 à hauteur de 598k€.

La répartition du chiffre d'affaires par gamme de produits sur la période 2023-2025 se présente comme suit :



Sur la période observée, en moyenne 41,2% du chiffre d'affaires du Groupe provient de la commercialisation des produits garnis incluant des sandwiches, des Moricettes® garnies, des salades composées et autres.

La restauration, la boulangerie et la viennoiserie représentent, respectivement, en moyenne sur la période observée 15,7%, 12,2% et 10,7% du chiffre d'affaires.

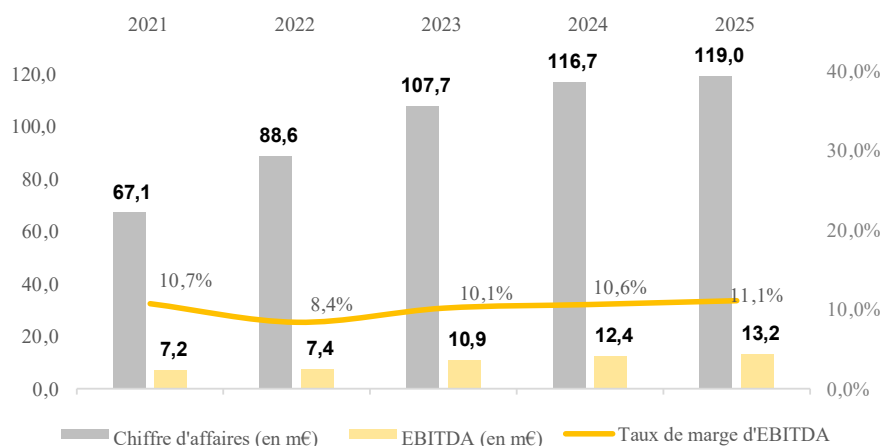
La pâtisserie et le segment traiteur représentent une part plus faible du chiffre d'affaires soit 7,8% en moyenne pour la pâtisserie et 7,5% pour le segment traiteur en moyenne de 2023 à 2025.

Le segments Eau conserve une contribution plus marginale sur la période (entre 3,0% et 4,4%), malgré une tendance haussière.

L'EBITDA

Entre 2021 et 2025, l'EBITDA du Groupe est passé de 7.179k€ à 13.183k€, avec une évolution relativement linéaire (hormis 2022) du taux de marge d'EBITDA sur la période tel que présenté ci-dessous :

Evolution du taux de marge d'EBITDA



La marge historique d'EBITDA du Groupe s'inscrit dans une fourchette comprise entre 8,4% et 11,1%, soit une moyenne de 10,2% sur cinq ans.

En 2021, le taux de marge d'EBITDA du Groupe s'élevait à 10,7% du chiffre d'affaires dans un contexte de croissance soutenue du chiffre d'affaires. Cette amélioration s'explique par la sortie progressive de la crise sanitaire, l'ouverture de nouveaux points de vente, le développement de nouvelles recettes pour l'activité BtoB, un nouveau format de bouteille pour le pôle Eau et un nouveau partenariat avec un service de livraison de repas.

En 2022, le taux de marge d'EBITDA s'affichait à 8,4% traduisant une baisse en pourcentage du chiffre d'affaires par rapport à 2021. Cette baisse s'explique principalement par le conflit RussoUkrainien qui a largement impacté les coûts des matières premières ainsi que le coût de l'énergie. Ces hausses n'ont pas pu être répercutées immédiatement dans les mêmes proportions sur les prix de vente. Ainsi, malgré une progression de l'activité de 32% par rapport à 2021, l'EBITDA est resté stable en valeur absolue, à 7,4 millions d'euros en 2022.

En 2023, Poulailon retrouve un taux de marge d'EBITDA proche de celui d'avant le début du conflit Russo-Ukrainien, s'élevant alors à 10,1%. Cette amélioration s'explique notamment par une maîtrise des coûts des matières premières, de l'énergie et des principaux postes de charge, ainsi qu'une amélioration de l'activité Eau via le développement d'un nouveau packaging, le lancement d'une eau pétillante ainsi que le développement de son exportation dans le monde.

Cette inflexion s'inscrit également dans un contexte réglementaire plus favorable. Depuis 2023 et l'entrée en vigueur des dispositions de la loi EGALIM relative aux mécanismes de révision automatique des prix des matières premières agricoles, le Groupe est désormais en mesure de mieux répercuter les hausses significatives des prix auprès de ses clients distributeurs. Auparavant, en BtoB, les contrats d'approvisionnement négociés annuellement limitaient cette capacité d'ajustement, tandis qu'en BtoC, des seuils psychologiques de prix contraignaient la répercussion sur le consommateur final. Cette situation avait engendré un effet ciseau, caractérisé par une hausse rapide des coûts d'achat non immédiatement compensée par les prix de vente, suivie d'une phase de rattrapage tarifaire. Ainsi, la part des achats consommés dans le chiffre d'affaires est passée de 26,2% en 2021 à 32,0% en 2023, avant de refluer progressivement à 30,0% en 2025.

En 2024, Poulailon poursuit sa trajectoire d'amélioration de son taux de marge d'EBITDA, atteignant 10,6%. Malgré l'impact du conflit Russo-Ukrainien sur le coût des matières premières, le Groupe poursuit le développement de ses activités en investissant :

- Pour le pôle BtoB, le Groupe a investi dans de nouvelles machines et nouveaux outils plus efficaces, a développé la gamme traiteur en BtoB, s'est engagé sur les conditions d'élevage des porcs et a signé un contrat d'approvisionnement de produits surgelés.
- Le pôle Eau, quant-à-lui, continue de croître via de nouveaux investissements, de nouveaux référencements ainsi que via l'exportation de la marque Velleminfroy® à l'international.

En 2025, le taux de marge d'EBITDA dépasse le seuil symbolique des 11,0%. Cette hausse s'explique notamment par la performance du pôle BtoB permettant de limiter l'impact de l'instabilité politico-économique sur le pôle BtoC. Le pôle Eau accélère également sa croissance cette année-là.

Plus globalement, l'amélioration continue de la rentabilité entre 2023 et 2025 repose sur un redressement progressif de la marge sur achats, à hauteur d'environ un point par an, ainsi que sur une meilleure absorption des frais fixes industriels, rendue possible par l'augmentation des volumes produits et commercialisés dans un contexte de tensions inflationnistes.

Par ailleurs, le pôle Eau du Groupe présente un EBITDA négatif, étant en phase d'investissement et de montée en puissance. Cette situation s'explique notamment par des coûts de structure encore élevés au regard des volumes commercialisés, ainsi que par des efforts commerciaux et industriels importants visant à soutenir le développement et la pénétration du marché.

Dotations aux amortissements et résultat d'exploitation

Les dotations aux amortissements du Groupe s'élèvent à 7.579k€ en 2025, soit 6,4% du chiffre d'affaires, contre 5.856k€ en 2021, soit 8,7% du chiffre d'affaires. Cette évolution s'inscrit dans la continuité des investissements réalisés par le Groupe au cours de la période, notamment liés à l'ouverture et à la rénovation de points de vente ainsi qu'au renforcement de ses capacités de production et de distribution.

Par ailleurs, le résultat d'exploitation est passé de 1.323k€ en 2021 (2,0% du chiffre d'affaires) à 5.605k€ en 2025 (4,7% du chiffre d'affaires). L'augmentation du résultat d'exploitation s'inscrit dans la dynamique de croissance du Groupe et de maîtrise des charges fixes.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe passe de -478k€ en 2021 à -723k€ en 2025. En 2025, il est principalement composé d'intérêts versés et charges assimilées pour un montant de -757k€, et de produits des participations et valeurs mobilières pour un montant de 34k€. Cette hausse des charges financières se comprend dans un contexte de hausse des taux d'intérêts.

Le résultat exceptionnel

Le résultat exceptionnel du Groupe est passé de -24k€ en 2021 à 1.653k€ en 2025. En 2025, il est principalement composé d'une indemnité transactionnelle liée au litige sur la propriété du site de production Imaval. En 2023, le résultat exceptionnel s'établissait à 1.410k€, intégrant en particulier l'impact de l'opération de cession-bail d'une ligne de production, ainsi que des régularisations liées à l'entrée de périmètre de la société France et Paul.

Le résultat net

Le résultat net découle de l'ensemble des éléments décrits ci-avant, après l'intégration notamment (i) du résultat exceptionnel et (ii) de l'impôt sur le résultat et s'affiche en hausse entre 2021 (1.084k€.) et 2025 (4.880k€).

1.1.5.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Le bilan économique des cinq derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Poulaillon - Bilan économique					
En k€	30/09/2021	30/09/2022	30/09/2023	30/09/2024	30/09/2025
Ecart d'acquisition	5 910	5 362	5 398	4 949	4 396
Immobilisations incorporelles	3 037	3 061	2 519	2 121	2 107
Immobilisations corporelles	33 837	33 849	43 432	45 624	46 049
Immobilisations financières	1 039	1 142	799	802	1 081
Actif immobilisé	43 823	43 414	52 147	53 495	53 632
Actif courant	17 720	19 524	19 326	16 889	17 575
Passif courant	-15 628	-17 474	-18 905	-18 277	-19 834
Besoin en Fonds de Roulement	2 092	2 050	421	-1 388	-2 259
Impôts différés (nets)	1 150	896	890	720	666
Capitaux Employés	47 065	46 360	53 459	52 827	52 039
Capital social	5 111	5 111	5 111	5 111	5 111
Prime d'émission	10 035	10 035	10 035	10 035	10 035
Réserves consolidées	4 891	5 956	7 017	10 897	13 897

Subvention d'investissement	0	250	250	420	544
Résultat de l'exercice	1 064	1 061	4 187	3 408	4 879
Capitaux Propres - part du Groupe	21 101	22 413	26 600	29 871	34 466
Intérêts minoritaires	141	143	189	216	6
Capitaux Propres	21 242	22 556	26 789	30 087	34 472
Provisions pour retraite et engagements assimilés		599	600	578	544
Provisions pour risques et charges		1 281	425	585	491
Provisions non courantes	1 643	1 880	1 026	1 164	1 036
Dette financière	36 511	33 317	32 675	25 736	30 539
Trésorerie et équivalents	-12 331	-11 393	-7 030	-4 159	-14 008
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	24 180	21 924	25 645	21 577	16 531
Capitaux Investis	47 065	46 360	53 459	52 827	52 039

Source : Comptes annuels au 30 septembre 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025 de Poulaillon

Au 30 septembre 2025, l'actif immobilisé de Poulaillon s'élève à 53.632k€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles.

Les immobilisations incorporelles, qui s'élèvent à 2.107k€, se composent essentiellement de concessions, brevets et droits similaires capitalisés pour 2.059k€.

Les immobilisations corporelles, qui s'élèvent à 46.049k€, se composent principalement de :

- Terrains et constructions pour 15.068k€. Le Groupe est propriétaire de six points de vente au sein de son réseau, ainsi que du site d'embouteillage d'eau et du site principal de production, qui comprend également le siège social situé à Wittelsheim ;
- D'immobilisations acquises en crédit-bail pour 5.347k€, répartie principalement entre la ligne Moricette® et la ligne pain de Saint-Vit (3.257k€), la flotte de véhicules (531k€), le matériel de cuisine BtoC (166k€) et la ligne d'embouteillage Eau (93k€). Poulaillon ne dispose d'aucun crédit-bail immobilier ;
- D'immobilisations corporelles en cours pour 5.001k€ comprenant principalement la commande d'une tête de ligne de production de bretzels pour environ 1.000k€, les acomptes relatifs à des lignes d'emballage pour environ 2.000k€, des travaux d'aménagement de magasins pour environ 600k€, l'extension du site Velleminfroy pour environ 700k€, et environ 700k€, d'équipements de moindre importance ; et
- D'autres immobilisations corporelles incluant notamment le matériel de production, de bureau, les véhicules, et les agencements acquis hors contrat de crédit-bail pour 20.635k€. L'outil de production est, selon le Management, globalement en bon état, soutenu par une politique d'investissement récurrente de maintien et une maintenance régulière des principales lignes. Ces dépenses sont estimées à environ 1.500k€ pour chacun des pôles BtoB et BtoC, et à 150k€ pour le pôle Eau. Il s'agit d'investissements de remplacement, de sécurisation ou de maintien de l'outil, sans impact économique direct attendu en retour et sans recours à un financement externe dédié.

Les immobilisations financières sont constituées essentiellement de dépôt de garantie – baux commerciaux (589k€), cautions fournisseurs (172k€), fonds de garantie contrat affacturage (219k€), et dépôt de garantie – prêt BPI (100k€), le tout pour un montant de 1.081k€.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux propres s'élèvent à 34.472k€ au 30 septembre 2025, contre 21.242k€ au 30 septembre 2021. L'augmentation observée s'explique par les résultats positifs générés sur la période.

Les provisions, qui s'élèvent à 1.036k€, correspondent à des provisions pour retraites et engagements assimilés pour un montant de 544k€ et des provisions pour risques et charges d'un montant de 491k€ incluant notamment des provisions pour risques sur créances commerciales de 219k€, des provisions pour risques avantages cartes fidélités réseau de magasins pour 111k€ et des provisions pour litiges pour 99k€.

La dette financière a diminué sur la période analysée : elle est passée de 36.511k€ au 30 septembre 2021 à 30.539k€ au 30 septembre 2025, reflétant une structure financière stable. Elle est notamment composée d'emprunts bancaires pour un montant de 23.169k€, de crédits-baux pour un montant de 4.723k€, et d'affacturage pour un montant de 2.596k€.

La trésorerie du Groupe s'élève à 14.008k€ au 30 septembre 2025 contre 4.159k€ au 30 septembre 2024. Cette hausse s'explique principalement par :

- la mise en place de nouvelles enveloppes de financement du BFR (pour environ 5.500k€), en remplacement de dispositifs similaires arrivés à échéance (2018-2019) ;
- l'encaissement d'une indemnité de 1.551k€ dans le cadre du règlement du litige avec l'ancien propriétaire du site de Wittelsheim ; ainsi que
- la mise en place de financements a posteriori pour environ 2.000€ relatifs à des investissements réalisés en N-1.

Ainsi, le Groupe affiche une dette financière nette de 16.531k€ au 30 septembre 2025.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des cinq derniers exercices, tel que ressortant des comptes annuels est présenté dans le tableau ci-dessous :

Poulaillon - Besoin en Fonds de Roulement					
En k€	30/09/2021	30/09/2022	30/09/2023	30/09/2024	30/09/2025
Stocks et en-cours	4 615	5 518	6 822	6 242	6 776
<i>en jours de CA</i>	<i>25 jours</i>	<i>23 jours</i>	<i>23 jours</i>	<i>20 jours</i>	<i>21 jours</i>
Clients et comptes rattachés	5 199	6 746	7 278	5 680	6 224
<i>en jours de CA</i>	<i>28 jours</i>	<i>28 jours</i>	<i>25 jours</i>	<i>18 jours</i>	<i>19 jours</i>
Autres créances d'exploitation	2 824	3 071	2 647	1 941	1 520
<i>en jours de CA</i>	<i>15 jours</i>	<i>13 jours</i>	<i>9 jours</i>	<i>6 jours</i>	<i>5 jours</i>
Créances fiscales et sociales	4 324	3 571	1 885	2 291	2 172
<i>en jours de CA</i>	<i>24 jours</i>	<i>15 jours</i>	<i>6 jours</i>	<i>7 jours</i>	<i>7 jours</i>
Comptes de régularisation et assimilés	757	617	694	735	883
<i>en jours de CA</i>	<i>4 jours</i>	<i>3 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>3 jours</i>
Actif courant	17 720	19 524	19 326	16 889	17 575
<i>en jours de CA</i>	<i>96 jours</i>	<i>80 jours</i>	<i>65 jours</i>	<i>53 jours</i>	<i>54 jours</i>
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-7 240	-8 949	-8 968	-8 598	-8 963
<i>en jours de CA</i>	<i>-39 jours</i>	<i>-37 jours</i>	<i>-30 jours</i>	<i>-27 jours</i>	<i>-27 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-6 264	-6 317	-8 878	-8 216	-9 745
<i>en jours de CA</i>	<i>-34 jours</i>	<i>-26 jours</i>	<i>-30 jours</i>	<i>-26 jours</i>	<i>-30 jours</i>
Avances et acomptes reçus	-38	-53	-62	-299	-208
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Produits constatés d'avance	-525	-475	-403	-340	-289
<i>en jours de CA</i>	<i>-3 jours</i>	<i>-2 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Autres dettes	-1 560	-1 680	-594	-824	-629
<i>en jours de CA</i>	<i>-8 jours</i>	<i>-7 jours</i>	<i>-2 jours</i>	<i>-3 jours</i>	<i>-2 jours</i>
Passif courant	-15 628	-17 474	-18 905	-18 277	-19 834
<i>en jours de CA</i>	<i>-85 jours</i>	<i>-72 jours</i>	<i>-64 jours</i>	<i>-57 jours</i>	<i>-61 jours</i>
BFR	2 092	2 050	421	-1 388	-2 259
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>67 100</i>	<i>88 626</i>	<i>107 736</i>	<i>116 688</i>	<i>119 049</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>11 jours</i>	<i>8 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>-4 jours</i>	<i>-7 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>0,4%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-1,9%</i>

Source : Rapports financiers annuels

Le BFR du Groupe se compose des stocks et en-cours, des créances clients, des créances fiscales et sociales, des dettes fournisseurs et des dettes fiscales et sociales, et dans une moindre mesure, des comptes de régularisation, des avances et acomptes reçus, des produits constatés d'avance, et d'autres créances et dettes.

Au 30 septembre 2025, les stocks (d'un montant de 6.776k€) sont notamment constitués de matières premières (3.096k€), de marchandises (130k€), de produits finis (3.041k€), de plaques de cuissons (229k€) (compte tenu de leur durée d'utilisation limitée à environ six mois, ces équipements sont assimilés à des consommables et sont comptabilisés en stocks), et de pièces de maintenance (208k€). Le taux de rotation des stocks s'établit globalement entre 20 et 30 jours pour les matières premières et les produits finis sur le périmètre BtoB. Sur le pôle Eau, la rotation est plus longue, avec environ 100 jours pour les matières premières et 70 jours pour les produits finis. Le stock BtoC est quant à lui non significatif. Par ailleurs, un suivi quotidien des dates limites de consommation est assuré afin de limiter les pertes de matières et de produits, compte tenu du caractère majoritairement périssable des stocks.

Les créances clients s'élèvent, quant-à-elles, à 6.224k€ au 30 septembre 2025. Ces créances sont en baisse en valeur relative et passent de 28 jours de chiffres d'affaires en 2021 à 19 jours de chiffre d'affaires en 2025 traduisant une meilleure gestion des encaissements.

Par ailleurs, le Groupe conserve l'intégralité du risque client sur les créances cédées dans le cadre du contrat d'affacturage en cours avec BPCE Factor, celui-ci étant réalisé sans transfert du risque de crédit. En conséquence, bien que les créances soient cédées à des fins de financement, elles demeurent au bilan du Groupe.

Les autres créances d'exploitation s'élèvent à 1.520k€ au 30 septembre 2025 et sont composées principalement des acomptes fournisseurs (158k€), des avoirs rabais ristournes fournisseurs à recevoir (388k€), des produits à recevoir (402k€) et des créances diverses liées au contrat d'affacturage (529k€). L'évolution de ce poste provient essentiellement de la diminution du montant des comptes courants.

La diminution des dettes fournisseurs en jours de chiffre d'affaires (d'un montant de 8.963k€ en 2025) s'explique par un suivi plus régulier des soldes fournisseurs et le renforcement des équipes achats, permettant un meilleur pilotage des encours. Cette évolution traduit également la volonté du Groupe de respecter strictement les délais de paiement, tout en maintenant des relations solides avec ses partenaires historiques et en sécurisant ses approvisionnements.

Au 30 septembre 2025, les dettes fiscales et sociales s'élèvent à 9.745k€ en augmentation par rapport à l'exercice clos le 30 septembre 2024.

Les autres dettes s'élèvent à un montant de 629k€ au 30 septembre 2025 et se composent uniquement des charges à payer. La raison principale de la variation à la baisse du poste provient de la fin du litige avec l'ancien propriétaire du site de Wittelsheim.

Le Groupe dégage un BFR légèrement positif de 2021 à 2023, puis légèrement négatif à partir de 2024, diminuant sur toute la période. Entre fin septembre 2021 et fin septembre 2025, le BFR est passé de 11 jours de chiffre d'affaires (3,1%) à -7 jours de chiffre d'affaires (-1,9%). Du fait de la prépondérance de l'activité BtoC avec paiement comptant, le BFR consolidé du Groupe est par nature négatif.

Le BFR positif observé entre 2020 et 2022 s'explique par deux facteurs principaux. D'une part, des sommes significatives ont été immobilisées dans le cadre du contrat d'affacturage, d'autre part, des créances fiscales importantes sont venues alourdir le BFR, liées au Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE), restituable à l'issue du troisième exercice de constatation lorsqu'il n'a pu être imputé sur le solde d'impôt de l'exercice concerné. La réserve de CICE du Groupe s'est établie à environ 2.700k€ en 2020, 2.400k€ en 2021 et 1.000k€ en 2022, cette dernière tranche ayant été remboursée en 2023.

Sur les exercices 2024 et 2025, le BFR négatif a été temporairement amplifié par des éléments non récurrents, notamment la souscription d'une enveloppe de financement de BFR d'environ 5.500k€ contractée en 2025, ainsi que l'encaissement de l'indemnité exceptionnelle d'environ 1.500k€ liée au litige Imaval.

Nous comprenons du Management que le niveau de BFR au 30 septembre 2025 ne constitue pas un niveau anormal.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 22 avril 2026, Madame Magali Poulailon, Messieurs Paul Poulailon et Fabien Poulailon (ci-après ensemble les « Actionnaires Majoritaires ») ont procédé à un apport en nature au profit de l'Initiateur portant sur la totalité de leurs actions de la Société, soit 3.906.260 actions, représentant 76,43% du capital et 76,13% des droits de vote théoriques de la Société (l'« Apport en Nature » ou l'« Apport »).

L'Offre fait donc suite à l'Apport en Nature susmentionné, permettant à l'Initiateur le franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Elle revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Poulailon ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Poulailon, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au prix d'offre, soit 9,00€ par action. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Poulailon du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

L'Offre s'inscrit dans le contexte de la réorganisation stratégique du Groupe, l'Initiateur estimant que le maintien de la cotation des actions de la Société sur le marché Euronext Growth ne constitue plus une réponse

adaptée aux enjeux actuels du Groupe, notamment dans un environnement de marché peu favorable marqué par une liquidité limitée du titre.

L'Initiateur entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. L'Initiateur n'envisage pas, du fait de l'Offre, de modification de la politique industrielle, commerciale et financière ni des principales orientations stratégiques du Groupe, hors évolution normale de l'activité.

L'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gains économiques avec une société tierce, hormis les économies liées à la radiation de la cotation des titres de la Société. En outre, aucune fusion n'est mentionnée postérieurement à la mise en œuvre de l'Offre.

1.2.2 - Termes de l'Offre

A la date du projet de Note d'Information, l'Initiateur détient, directement, 3.906.260 actions de la Société, représentant 76,43% du capital et 76,13% des droits de vote et la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Poulaillon - Détail des actions en circulation						
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote double	Total des droits de vote	% des droits de votes
EUGENIE	3 906 260	76,4%	3 906 260	-	3 906 260	76,1%
Autres nominatifs	22 211	0,4%	2 297	19 914	42 125	0,8%
Flottant	1 182 648	23,1%	1 182 648	-	1 182 648	23,0%
Total des actions	5 111 119	100,0%	5 091 205	19 914	5 131 033	100,0%

Source : Projet de note d'information

L'Offre porte sur la totalité des actions Poulaillon en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information. L'Offre porte donc sur un nombre total maximum de 1.204.859 actions, représentant 23,57% du capital et 23,87% des droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions en circulation.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions de la Société apportées à l'Offre au prix de 9,00€ par action.

Par ailleurs, à la date du projet de la Note d'information, il existe deux engagements d'apport à l'Offre au prix de 9,00€. Ces engagements portent sur les actions de Mont Blanc Alpen Stock (143.439 actions) et les actions de Madame Eva Poulaillon (10 actions) et ils représentent ensemble 2,81% du capital de la Société.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est l'un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 46.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de plus de 800 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit financier et de durabilité, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de sa filiale spécialisée, Crowe Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique », publié chez DALLOZ en octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Maxime Hazim, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a complété ces travaux par une étude portant sur 300 offres publiques opérées entre 2006 et 2016 et incluant une analyse de la jurisprudence en vigueur dans le cadre d'offres publiques et d'expertises indépendantes.

Maxime Hazim a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2.

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evalueurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim ont été assistés dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Anass Berjali, Superviseur, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 5 ans d'expérience (dont l'essentiel passé sur des missions d'évaluation) au sein du cabinet Crowe HAF et d'un autre cabinet d'évaluation ; et
- Elsa Roché, Analyste, diplômée du Master Investment Banking and Corporate Finance d'Audencia. Elle a rejoint Crowe HAF en septembre 2025 où elle effectue des missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, directeur général du cabinet Crowe

HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 30 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF. Il est par ailleurs membre de l'APEI.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Onze missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Vinpai initiée par la société Camlin Fine Sciences Limited (avril 2026, Etablissement présentateur : All Invest Securities) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société UV GERMI (décembre 2025, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Tayninh S.A. initiée par la société Quatre-Vingt-Dix (décembre 2025, Etablissements présentateurs : Alantra et SwissLife) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Cogelec S.A. initiée par la société Legrand France S.A. (octobre 2025, Etablissement présentateur : Société Générale) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société ETPO initiée par la société Spie Batignolles (juin 2025, Etablissement présentateur : Oddo BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging initiée par la société PBRM Industries (novembre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Orapi SA initiée par Groupe Paredes Orapi (octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Galimmo SCA initiée par la société Carmila SA (septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Osmozis SA initiée par la société Passman Corp (juin 2024, Etablissement présentateur : CIC) ; et
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (juin 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société au cours des dix-huit derniers mois ; - ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 60.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passées par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 250 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe et Etablissement Présentateur) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ; - prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ; - revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des états financiers annuels historiques consolidés au 30 septembre 2021, 2022, 2023, 2024, et 2025 et semestriels au 30 mars 2024, et 2025 ;
- analyse du cours de bourse de la Société ;
- analyse de la note de l'analyste (TP ICAP) suivant la valeur de la Société ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction du Groupe ;

- analyse du plan d'affaires prévisionnel du Groupe ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux opérations récentes sur le capital

- analyse de l'opération d'Apport en Nature des titres de la Société, représentant 76,43% du capital social de cette dernière, au profit de la société EUGENIE.

Méthode des flux de trésorerie actualisés

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation ;
- évaluation de l'action de la Société ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ainsi que du niveau d'investissement (Capex).

Référence au cours de bourse

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ; - calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats (dette financière nette et EBIT) par soucis de comparabilité avec le Groupe ;
- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- retraitements des normes IFRS 16 des agrégats ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence à l'actif net comptable (référence écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (référence écartée)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions de la Société ; - appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éventuels éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le Management du Groupe sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la Société objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de la Société

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de la Société a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant, le 18 mars 2026.

Notre mission s'est déroulée du 18 mars 2026 au 15 mai 2026. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 18 mars au 30 mars 2026 : Prise de connaissance et analyse du contexte.
 - o Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation,
 - o Analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Echanges avec l'Etablissement Présentateur.
- Du 1^{er} avril au 4 mai 2026 : Travaux d'évaluation.
 - o Mise en œuvre du DCF, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse,
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur.
- Du 5 mai au 15 mai 2026 :
 - o Présentation des travaux et échanges avec le management du Groupe
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Présentation du rapport au Conseil d'Administration de la Société.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Poulaillon SA (Société objet de l'Offre)

- M. Fabien Poulaillon, Directeur Général
- M. Maxime Sabel, Directeur Administratif et Financier

Lexelians (Conseil juridique de la Société)

- M. Jonathan Santoro, Avocat

All Invest Securities (Etablissement Présentateur)

- Mme. Cécile Aboulion, Directrice du Développement
- M. Maxime Dubreil, Responsable de la Recherche Actions Marchés Secondaire - Mme. Christine Ropert, Analyste financière

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude relative au marché de la boulangerie, viennoiserie, pâtisserie industrielle réalisée par Xerfi (publiée en février 2026) ainsi que l'étude relative aux boulangeries et pâtisseries également réalisée par Xerfi (publiée en décembre 2025) ;
- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation de la Société et de son activité, communiqués de presse, etc...) ;

- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques du 30 septembre 2021 à 2025 ;
- les rapports financiers semestriels au 31 mars 2024 et 2025 ;
- les rapports des commissaires aux comptes au titre des exercices clos du 30 septembre 2021 à 2025 ;
- les informations fournies par le Groupe relatives aux éléments prévisionnels, notamment l'atterrissage 2025, ainsi que le plan d'affaires 2026-2030 du Groupe établis par le Management ;
- les informations relatives au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote au 30 septembre 2025 ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers ;
- les accords conclus dans le cadre de l'Offre (engagement d'apport, traité d'apport et rapport du commissaire aux apports) ;
- les notes de l'analyste (TP ICAP) suivant la valeur du Groupe ;
- les informations mises à disposition par les sociétés, intervenant dans le secteur d'activité du Groupe, sur leur site internet ;
- les PV des conseils d'administration des exercices 2024 et 2025 ainsi que l'organigramme juridique du Groupe ;
- le Projet de Note d'Information et le Projet de Note d'Information en réponse relatif à la présente Offre ; et
- le rapport d'évaluation d'All Invest Securities (établissement présentateur de la présente Offre) intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital est présentée comme suit :

Poulaillon - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Total des actions	% du capital social
EUGENIE	3 906 260	76,4%
Autres nominatifs	22 211	0,4%
Flottant	1 182 648	23,1%
Total des actions	5 111 119	100,0%

Source : Projet de note d'information

Le nombre d'actions total composant le capital de Poulaillon s'élève à 5.111.119 actions. Ce nombre d'actions correspond au nombre d'actions en circulation.

La Société n'ayant pas d'actions auto-détenues, aucun retraitement n'a été effectué.

A notre connaissance et à la date du Projet de Note d'Information, la Société n'a pas émis d'instruments ayant vocation de donner accès, directement ou indirectement, au capital de la Société (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc...). Ainsi, il n'existe aucun instrument financier à caractère dilutif.

Sur cette base, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 5.111.119 actions.

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de dette financière nette de Poulaillon au 30 septembre 2025, ajustée d'éléments encaissables et décaissables et d'éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Comme indiqué ci-avant en section 1.1.5.2, la dette financière nette s'élève à 16.531k€ au 30 septembre 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Poulaillon - Dette financière nette	
En k€	30/09/2025
Emprunts bancaires	23 169
Affacturage	2 596
Crédit-bail	4 723
Découverts bancaires et équivalents	50
Autres dettes financières	1
= Emprunts auprès d'établissements de crédit	30 539
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-14 008
= Dette financière nette	16 531

Source : Comptes annuels au 30 septembre 2025 de Poulaillon

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter le montant de la dette financière nette du Groupe :

- les intérêts minoritaires pour un montant de 6k€,
- les engagements pour indemnités de départ à la retraite net d'impôts pour un montant de 289k€,
- les provisions médailles du travail pour un montant de 158k€,
- les provisions pour risques et charges pour un montant de 491k€,
- les dividendes mis en paiement au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2025 délibéré à l'Assemblée Générale du Conseil d'Administration du 27 janvier 2026 pour un montant de 409k€, et
- le montant des dépôts de garantie lié à l'affacturage comptabilisé en immobilisations financières de 219k€ et aux dépôts et cautionnements auprès de Bpifrance de 100k€.

La dette financière nette ajustée au 30 septembre 2025 est présentée dans le tableau ci-dessous:

Poulaillon - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	30/09/2025
Dette financière nette	16 531
+ Intérêts minoritaires	6
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	289
+ Provisions médailles du travail	158
+ Provisions pour risques et charges	491
+ Dividendes mis en paiement	409
- Dépôts de garantie	-319
= Dette financière nette ajustée	17 565

Source : Comptes annuels au 30 septembre 2025 de Poulaillon

* Nets d'impôts

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de **17.565k€**. En ce qui concerne le montant retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, il a été ajusté du montant des reports déficitaires actualisés imputables tel que présenté en section 3.3.2.6. Concernant la dette financière nette retenue dans l'application de la méthode des comparables boursiers, le montant de dette lié au crédit-bail a été retraité, tel que présenté en section 3.3.4.4.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par le Management en suivant une approche *top-down* structurée par secteur d'activité. L'impact de la hausse des coûts et des prix n'a pas été intégré par le Groupe lors de son approche (projections réalisées à prix constants).

En conséquence, le Groupe ne prend pas en compte les perturbations géopolitiques, ni dans l'estimation du niveau de son activité, ni dans celle de ses charges.

Le plan d'affaires consolidé du Groupe résulte d'une approche de la somme des parties des plans d'affaires des quatre pôles après élimination des intercos. Il convient de noter que le plan d'affaires du pôle Eau est structurellement déficitaire jusqu'en 2027.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une validation dans son ensemble par le Conseil d'Administration en date du 12 mars 2026, confirmant les trajectoires élaborées en septembre 2025.

Néanmoins, après concertation avec le Management et pour la réalisation de nos travaux, nous avons retenu une hypothèse de répercussion de l'inflation sur les prix de ventes et les coûts de 1,0% annuel afin de refléter de manière plus réaliste l'évolution des coûts et de la rentabilité.

Cet impact a été appliqué aux produits ainsi qu'aux charges et aux investissements sur l'horizon du plan d'affaires, ce qui conduit in fine à augmenter légèrement les résultats de la période du plan d'affaires.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré sur une durée de 5 ans (exercices clos du 30 septembre 2026 au 30 septembre 2030) et tient compte du périmètre actuel du Groupe. Par ailleurs, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, qui repose sur des facteurs opérationnels (capacité opérationnelle du Groupe à capter de la croissance via l'ouverture de nouveaux points de vente) ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) tenant compte notamment de l'évolution du mix d'activité, de la maîtrise progressive des process industriels, de la rationalisation et l'absorption des coûts variables et fixes ;
- au niveau d'investissement nécessaire au maintien et à la croissance de l'outil de production, du dispositif de commercialisation, et au niveau de dotations aux amortissements associés ; et
- au niveau de besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le Management.

Nous n'avons pas par ailleurs extrapolé le plan d'affaires au-delà des prévisions réalisées par le Management.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Méthode des transactions comparables,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Poulailon. Elle reflète en effet uniquement la valeur comptable historique des actifs et passifs du Groupe.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (capitaux propres) au 30 septembre 2025 s'élève à 34.466k€, soit une valeur de 6,74€ par action. Le Prix d'Offre proposé de 9,00€ extériorise une prime de 33,5% sur cette valeur.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers du Groupe.

Cette approche est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers. Elle est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette approche est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Pouliaillon dans une optique de continuité d'exploitation.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers du groupe évalué la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables à la Société, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Nous avons identifié certaines cibles de transactions récentes évoluant sur le segment de l'agroalimentaire, telles que les sociétés TreeHouse Foods, Bakkavor Group, Finsbury Food Group, Vel Pitar, et La Compagnie des Desserts.

Cependant, il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et le Groupe est particulièrement limitée, en raison d'importantes divergences en termes de nature, de diversification des activités, ou de taille.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de l'ensemble des informations de nature opérationnelle et financière qui permettraient d'extérioriser les multiples implicites ressortant de certaines de ces transactions, et ainsi d'obtenir une taille d'échantillon satisfaisante.

La méthode des transactions comparables a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Au cas d'espèce, le Groupe fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par un unique analyste financier (TP ICAP), ce qui ne permet pas d'établir un consensus suffisant d'analystes sur la valeur de son action.

A titre indicatif, le dernier cours cible de TP ICAP avant annonce de l'Offre (30 janvier 2026) s'établissait à 7,10€. Le Prix d'Offre proposé de 9,00€ extériorise une prime de 26,8% sur cette valeur.

Du fait de l'absence de suivi régulier du Groupe par plusieurs analystes financiers, la référence aux objectifs de cours des analystes a été exclue de notre analyse.

3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

La mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Par ailleurs, nous comprenons qu'il n'a pas été défini de politique de distribution future récurrente et prévisible.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Référence aux opérations récentes sur le capital,
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- Référence au cours de bourse,
- Méthode des comparables boursiers.

3.3.1 - Référence aux opérations récentes sur le capital de la Société

Cette approche consiste à analyser la valeur de la Société extériorisée lors des principales opérations récentes et/ou en cours de réalisation sur le capital de la Société. Cette approche repose sur le principe selon lequel le prix négocié entre un acheteur et un vendeur informés, dans des conditions de marché normales, constitue une indication pertinente de la valeur du titre à la date de l'opération.

Dans le cadre de l'Offre initiée par la société Eugénie sur les titres de la Société, nous avons examiné les opérations ayant affecté le capital de Poulaillon SA au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre.

Il ressort de nos travaux qu'aucune opération significative, autre que l'Apport en Nature des titres des Actionnaires Majoritaires à l'Initiateur, n'est intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois. En conséquence, cette méthode constitue une référence de valorisation pertinente pour l'appréciation du prix de l'Offre, dès lors que l'opération d'apport porte sur une part significative du capital (76,4%) et concomitante à l'Offre.

Cependant, la référence à cette opération reste à nuancer dans la mesure où les actionnaires de référence apportent leurs titres à une holding sans pour autant céder tout ou partie de leurs titres. L'absence de contrepartie limite donc la référence à cette opération.

3.3.1.1 - L'Apport en Nature des actions de la Société à l'Initiateur

Dans le cadre de l'Offre, une opération d'Apport en Nature a été réalisée au profit d'Eugénie, holding constituée spécifiquement pour les besoins de l'Offre. Cette opération, bien qu'elle ne constitue pas une transaction de marché au sens strict (s'agissant d'un apport intra-groupe familial), mérite d'être examinée en tant qu'élément de référence indicatif sur la valeur retenue par les actionnaires de référence.

La société EUGENIE est une société par actions simplifiée au capital initialement fixé à 4.500 euros avant l'Apport, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Mulhouse sous le numéro 102 099 819, dont le siège social est situé au 8 rue du Luxembourg à Wittelsheim (68310). Elle a été constituée le 6 mars 2026 par les trois membres de la famille Poulaillon (Monsieur Paul Poulaillon, Monsieur Fabien Poulaillon et Madame Magali Poulaillon) qui détenaient ensemble 76,43% du capital de Poulaillon SA.

Aux termes d'un traité d'apport en date du 10 avril 2026, les membres de la famille Poulaillon ont apporté à la société Eugénie un total de 3.906.206 actions de Poulaillon SA, réparties comme suit :

- Monsieur Paul Poulaillon : 41.640 actions en pleine propriété et 2.381.600 actions en usufruit ;
- Monsieur Fabien Poulaillon : 734.190 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété ; et
- Madame Magali Poulaillon : 748.830 actions en pleine propriété et 1.190.800 actions en nue-propriété.

3.3.1.2 - Valorisation retenue dans le cadre de l'Apport

La valeur globale de l'apport a été arrêtée, d'après le traité d'apport, à 29.296.950€, soit une valeur unitaire de 7,50€ par action Poulailon SA apportée en pleine propriété.

D'après le traité d'apport, cette valorisation a été déterminée par les parties sur la base d'une approche multicritère fondée sur trois méthodes :

- la référence au cours de bourse : la valeur retenue pour cette méthode s'élève à 6,80€ et correspond au cours spot du 8 avril 2026 ;
- la valeur par la méthode DCF : il ressort de cette méthode une valorisation de 8,34€ par action ; et
- la valeur par la méthodes les comparables boursiers : la valeur obtenue via cette méthode est comprise entre 7,28€ et 7,88€ par titre, avec une moyenne de 7,58€.

Le prix de 7,50€ par actions en pleine propriété a été déterminé sur la base d'une moyenne de ces trois méthodes.

3.3.1.3 - Rémunération de l'Apport et augmentation de capital

En rémunération de cet apport, la société Eugénie a procédé à l'émission de 3.906.260 actions nouvelles de 1,00€ de valeur nominale chacune, portant le capital social de 4.500 euros à 3.910.76€. La différence entre la valeur de l'apport (29.296.950€) et le montant nominal de l'augmentation de capital (3.906.260€), soit la somme de 25.390.690€, a été inscrite en prime d'apport.

La réalisation définitive de l'augmentation de capital a été constatée par l'assemblée générale d'Eugénie réunie le 22 avril 2026, sur la base du rapport du commissaire aux apports, la société EUROCOM, désignée à cet effet par l'assemblée générale du 9 mars 2026, qui a conclu que la valeur de l'apport n'était pas surévaluée.

3.3.1.4 - Appréciation de la valeur de l'apport au regard du prix de l'Offre

En l'absence d'autre transaction sur le capital de Poulailon SA au cours des douze derniers mois, l'opération d'Apport en Nature à la société Eugénie constitue la seule référence transactionnelle disponible et a été retenue à titre principal.

L'Apport en Nature a été réalisé à une valeur par action de Poulailon de 7,50€. Le prix d'Offre de 9,00€ présente une prime de 20,0% par rapport à cette valeur. La référence à la valeur d'Apport de 7,50€ reste à nuancer malgré le fait qu'elle soit fondée sur une approche multicritère car cet apport reste une opération n'impliquant pas de nouveaux investisseurs ou d'acquéreurs externes à la famille majoritaire du Groupe.

Nous avons, par ailleurs, analysé le traité d'apport ainsi que le rapport du commissaire aux apports. Cette analyse ne fait pas apparaître de complément de prix ou de clauses qui remettraient en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » croissant constamment à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en 2030 d'après le plan d'affaires construit par le Management du Groupe.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

La mise en œuvre de la méthode DCF est fondée sur le plan d'affaires élaboré par le Management, pris en compte en l'état, sur la période explicite de 2026 à 2030, avec pour seul ajustement la prise en compte d'un impact inflationniste au niveau des produits et charges du plan d'affaires qui a pour effet d'augmenter légèrement les résultats dégagés sur le plan d'affaires.

Chiffre d'affaires

L'analyse de la trajectoire du chiffre d'affaires doit être replacée dans le contexte spécifique du Groupe. En effet, ce dernier a connu une forte dynamique de croissance entre 2021 et 2023 portée notamment par un effet de rattrapage post-Covid et l'ouverture de nouveaux points de vente. La croissance s'est ensuite située à +8,3% en 2024, puis +2,0% en 2025, sous l'effet de la saturation de l'outil de production du secteur BtoB, qui ne permettait plus de conquérir de nouveaux marchés hors réseau de magasins sans investissements supplémentaires.

Secteur BtoC – Réseau de magasins

Le secteur BtoC (60,2% du chiffre d'affaires consolidé en 2025) est le principal moteur de croissance du Groupe. La croissance du pôle repose exclusivement sur l'ouverture de nouveaux points de vente, le plan d'affaires retenant une cadence de deux ouvertures par exercice, en cohérence avec le rythme historique observé sur les dix dernières années.

Ce mode de croissance ne génère pas d'économies d'échelle, les frais fixes étant portés au niveau de chaque point de vente, ce qui nous semble justifié.

Par ailleurs, le Management indique que les niveaux d'activité et de rentabilité des magasins à ouvrir, projetés sur le plan d'affaires, reposent directement sur le rythme moyen d'un magasin déjà en activité et installé, sans tenir compte du délai habituel de montée en puissance (estimé à trois exercices). Cette hypothèse constitue un biais optimiste en début de plan d'affaires, dont la portée reste toutefois limitée au regard de la taille des ouvertures planifiées.

Secteur BtoB – Industrie

Le secteur BtoB extériorise une quasi-stabilité sur l'ensemble de la période explicite du plan d'affaires. Cette stagnation apparente recouvre en réalité deux dynamiques distinctes et opposées.

D'une part, l'activité BtoB hors Groupe est maintenue à son niveau de 2025, dans la mesure où la capacité de production du site de Wittelsheim est à saturation et ne permet pas, à outil constant, de conquérir de nouveaux marchés externes significatifs. Cette contrainte physique constitue un plafond de croissance objectif, dont le Management a pris acte dans la construction du plan d'affaires.

D'autre part, l'investissement dans la ligne de production de Bretzel, dont le budget matériel s'élève à près de 10.000k€, vient lever progressivement cette contrainte à compter de 2027. Cet investissement permet au Groupe d'internaliser une production jusqu'alors réalisée en mode négoce, en substituant des achats de produits finis par des achats de matières premières, et d'adresser de nouveaux débouchés BtoB à un tarif plus compétitif. La montée en puissance commerciale de cette ligne est estimée à quatre ans, ce qui explique que sa contribution au chiffre d'affaires BtoB reste limitée sur l'horizon explicite du plan, les pleins effets étant attendus au-delà de 2030.

La stagnation du chiffre d'affaires BtoB sur la période explicite du plan d'affaires ne traduit donc pas une perte de dynamique commerciale, mais reflète la réalité d'un outil de production temporairement contraint, dont la levée est planifiée et engagée.

Secteur Eau – Velleminfroy

Le secteur Eau affiche une croissance significative en 2025 (+49,6%), portée par deux facteurs concomitants et en partie exceptionnels : (i) la montée en puissance du contrat MDD⁷ conclu avec Système U en 2024, ayant atteint ses volumes cibles avec un décalage d'un exercice, et (ii) les déboires d'une marque concurrente

⁷ MDD : Marque De Distributeur

directe de Velleminfroy par sa composition minéralisée, qui ont entraîné des ruptures en GMS favorables à Velleminfroy.

Un contrat MDD complémentaire a été conclu avec Leclerc au 1er octobre 2025, pour un volume annuel de 600.000 packs. Après cinq mois d'exécution, le volume réalisé suit une trajectoire cohérente avec les volumes annoncés.

Cependant, deux observations de fond méritent d'être formulées. Premièrement, depuis le lancement de l'activité en 2016, le secteur Eau a accumulé plus de 13.000k€ de pertes d'exploitation cumulées, traduisant la difficulté structurelle à atteindre la rentabilité sur un marché dominé par des groupes disposant d'effets d'échelle considérables (Nestlé, Danone). Deuxièmement, la croissance du secteur Eau est projetée à un rythme décroissant sur le plan d'affaires, reflétant un scénario de normalisation après le pic de 2025. Cette trajectoire paraît raisonnable, sans toutefois éliminer le risque lié à la concentration des débouchés commerciaux.

Cohérence avec les données de marché et les réalisations en cours d'exercice

Ainsi, la hausse du niveau d'activité connue en 2025 se poursuit sur le premier trimestre de l'exercice 2026, avec un comparatif favorable et l'intégration progressive d'un nouveau contrat de distribution. Cette information de gestion va dans le sens d'une confirmation des hypothèses de croissance retenues pour 2026, et renforce notre appréciation globalement positive de la trajectoire de chiffre d'affaires sur les premières années du plan. Nous notons par ailleurs que le TCAM de 3,8% (inflation comprise) retenu sur la période 2025-2030 s'inscrit en cohérence par rapport aux TCAM extériorisés par les comparables boursiers du secteur de la restauration rapide.

Au regard de l'ensemble de ces éléments, les hypothèses de chiffre d'affaires du plan d'affaires nous semblent globalement cohérentes et raisonnables. Le plan d'affaires intègre des leviers de croissance (nouvelles ouvertures BtoC, ligne Bretzel, développement Eau) bien identifiés.

Marge d'EBITDA

L'EBITDA du plan d'affaires, tel que présenté par le Management, correspond au chiffre d'affaires du Groupe minoré des achats de matières premières, autres approvisionnements et variations de stocks, des charges de personnel, des charges externes, d'impôts et taxes, d'autres charges et produits d'exploitation et de dotations et reprises aux provisions.

La marge d'EBITDA du Groupe se situe historiquement dans une fourchette comprise entre 10,0% et 11,0% du chiffre d'affaires. Les données du plan d'affaires font état d'une marge d'EBITDA en progression jusqu'à 12,0% à l'horizon du plan d'affaires. Cette amélioration progressive repose sur plusieurs leviers identifiés.

La progression attendue de la marge d'EBITDA sur la période du plan d'affaires s'explique principalement par les éléments suivants :

- L'amélioration structurelle de la marge sur achats du secteur BtoB et du secteur Eau, au titre notamment de l'internalisation de la production de Bretzel (substitution d'achats de produits finis par des achats de matières premières) et de la montée en utilisation de l'outil d'embouteillage (coûts fixes mieux absorbés). La proportion des achats consommés sur le chiffre d'affaires est passée de 32,0% en 2023 à 30,0% en 2025, traduisant un redressement déjà engagé.
- L'effet de levier opérationnel sur les charges fixes du secteur BtoB, dont les frais fixes s'étouffent mécaniquement avec l'augmentation des volumes produits et vendus, contrairement au modèle BtoC.
- La rationalisation et la maîtrise des charges de personnel et des autres charges externes grâce à la hausse du volume d'activité, permettant une meilleure absorption sur l'ensemble de la période.

Ainsi, l'évolution anticipée de la marge d'EBITDA nous paraît globalement raisonnable, dans la mesure où les hypothèses d'amélioration reposent sur des leviers opérationnels identifiés et partiellement déjà en cours de matérialisation.

Le niveau de marge observé sur le plan d'affaires est en hausse sur la durée du plan d'affaires et supérieur aux niveaux historiques observés de 2021 à 2025.

Marge du résultat d'exploitation

Les dotations aux amortissements prévues sur l'horizon du plan d'affaires représentent en moyenne 6,6% du chiffre d'affaires, soit un niveau plus élevé que le niveau moyen observé sur les trois derniers exercices (2023-2025), lequel s'établit en moyenne à 5,8% du chiffre d'affaires.

En conséquence, la marge du résultat d'exploitation suit une évolution en ligne avec celle de la marge d'EBITDA, et s'établit autour de 5,1% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

L'amélioration du résultat d'exploitation est aussi liée à la montée en puissance du secteur Eau, se traduisant par l'atteinte du point mort dès l'exercice 2028.

Impôt sur les sociétés

Le Groupe n'a pas de filiales à l'étranger. Aussi, l'intégralité de ses ventes en France et à l'international est réalisée depuis la France et l'entièreté de son bénéfice imposable est assujéti à l'impôt sur les sociétés en France, soit au taux d'IS en vigueur de 25,0%. Nous avons donc retenu un taux d'impôt théorique de 25,0% sur le plan d'affaires.

Les calculs de base imposable tiennent également compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices⁸.

Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 25,5% sur la période explicite.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur des capitaux propres par la méthode des DCF, de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables qui s'élèvent à 2.697k€ au 30 septembre 2025.

Le calcul de l'économie a été approché en projetant les flux d'EBIT prévisionnels sur la période explicite ainsi que sur la période d'extrapolation, au moyen du taux de croissance à l'infini. L'économie d'impôt ainsi déterminée a ensuite été actualisée au coût moyen pondéré du capital et s'établit à 657k€.

Plan d'investissements

Le plan d'investissement se caractérise par un pic de dépenses concentré sur les exercices 2026, 2027 et 2029, avec des investissements s'établissant en moyenne à 8,9% du chiffre d'affaires, contre un niveau historique compris entre 5,8% et 6,9% du chiffre d'affaires sur les trois derniers exercices.

Les principaux projets inscrits au plan d'affaires sont les suivants :

- L'ouverture annuelle de magasins afin de soutenir l'activité BtoC. En effet, le plan d'investissement prévoit sur l'horizon des prévisions l'ouverture de 10 nouveaux magasins faisant passer le nombre de points de vente de 65 (incluant les franchises) en 2025 à 75 d'ici 2030. Ce rythme d'ouverture est cohérent avec le nombre moyen d'ouverture de magasins par an sur les dix dernières années.
- Ligne de production de Bretzel, dont deux tiers de l'investissement correspondent à du matériel portés par BRETZELS MORICETTES MFP POULAILLON, et un tiers correspondant à du foncier porté par FRANCE ET PAUL. Cet investissement, dont l'exécution a notamment été rendu possible par la résolution du litige relatif à la propriété du site de Wittelsheim (droits consolidés depuis juin 2023), est le principal facteur d'accroissement de l'intensité capitalistique du plan.

⁸ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

- Site Arc en Ciel : acquisition d'un hectare de foncier adjacent à l'usine de Wittelsheim. Cet investissement ne génère pas de chiffre d'affaires complémentaire mais son objectif est triple : soulager la saturation du stockage de Wittelsheim, internaliser le stockage externe, et externaliser l'atelier pâtisserie pour simplifier les obligations de certification IFS.
- Ligne Moricette® et outil de viennoiserie : remplacement des têtes de ligne existantes (mises en service en 2012) et investissement dans un nouvel outil de viennoiserie permettant l'internalisation de la gamme mini-viennoiserie aujourd'hui externalisée. Ces investissements sont des investissements de maintien et de substitution, sans impact direct sur la croissance attendue de l'activité en termes de chiffre d'affaires supplémentaire.
- Des investissements de maintenance et de développement du réseau ainsi que de l'outil de production. Ces investissements concernent le maintien, le remplacement ou la sécurisation de l'outil, sans retombée économique attendue.

Besoin en fonds de roulement

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) du Groupe est structurellement négatif, du fait de la prépondérance de l'activité BtoC avec encaissement comptant. Cette configuration est favorable à la génération de trésorerie et constitue une caractéristique inhérente au modèle économique du Groupe.

D'après le Management, le BFR normatif se situe entre -3 et -5 jours de chiffre d'affaires.

En fin de plan, le BFR atteint -3 jours de chiffre d'affaires et est considéré comme normatif dans un déroulement normal de l'activité.

Analyse du ROCE

Nous avons analysé le ROCE extériorisé sur l'horizon du plan d'affaires. Cette analyse met en exergue une amélioration significative sur l'ensemble de la durée du plan d'affaires. En effet, ce dernier passe de 9,8% en 2025 à 10,6% à l'horizon du plan d'affaires.

Le ROCE s'inscrit en cohérence avec le taux d'actualisation retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation à l'horizon du plan d'affaires.

Conclusion

Au regard de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires du groupe Poulaillon semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires. Après plusieurs exercices de forte croissance entre 2021 et 2023, portés par un effet de rattrapage post-Covid et l'ouverture soutenue de nouveaux points de vente, puis une normalisation progressive en 2024 et 2025, le plan d'affaires retient une reprise modérée à partir de 2026, avec un TCAM de 3,8% après prise en compte de l'inflation sur la période explicite.

Ce scénario de croissance maîtrisée semble réaliste au regard du positionnement du Groupe et de la dynamique favorable du secteur Eau, dont les premiers mois de l'exercice 2026 confirment la trajectoire haussière.

Par ailleurs, l'évolution anticipée de la marge d'EBITDA apparaît raisonnable, dans la mesure où les hypothèses d'amélioration reposent sur des leviers identifiés et déjà partiellement réalisés. Il s'agit notamment de l'effet de levier opérationnel mécanique sur les charges fixes industrielles au titre de l'augmentation des volumes de produits, de l'amélioration de la marge sur achat permise par l'internalisation progressive de la production de Bretzel, et de la montée en utilisation du site d'embouteillage de Velleminfroy, dont l'outil n'était utilisé qu'au tiers de sa capacité en 2025.

La trajectoire projetée par le Management traduit ainsi une montée en puissance progressive et structurée de la rentabilité opérationnelle, adossée à des investissements engagés et contractuellement sécurisés, en ligne avec le stade de développement actuel du Groupe et les efforts de structuration industrielle engagés depuis plusieurs exercices.

Les hypothèses du plan d'affaires nous semblent en synthèse vraisemblables et cohérentes.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

A partir des éléments fournis au niveau du plan d'affaires de Poulaillon sur la période 2026 – 2030, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Poulaillon - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT	<i>Résultat Opérationnel</i>
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat opérationnel (sur EBIT)*</i>
= NOPAT	Net Operating Profit After Tax
+ Amortissements	
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

**Tenant compte du taux d'impôts sur les sociétés en France et de la contribution additionnelle*

Les flux de trésorerie disponibles ont été actualisés à une date proche de l'émission de notre rapport.

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles du Groupe est présenté dans le tableau ci-dessous :

Calcul du CMPC		Poulaillon
Taux sans risque	(1)	3,69%
Prime de risque du marché	(2)	5,96%
Beta désendetté	(3)	0,68
Gearing	(4)	26,6%
Beta endetté	(5)	0,82
Prime de taille	(6)	4,47%
Coût des capitaux propres	(7)	13,02%
Coût de la dette	(8)	3,70%
Taux d'IS	(9)	25,5%
Coût de la dette après impôts		2,76%
D/(D+CP)	(10)	21,00%
CP/(D+CP)		79,00%
Coût moyen pondéré du capital		10,87%

(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois	(6) Kroll 2024
(2) Fairness Finance - moyenne 3 mois	(7) Formule du MEDAF
(3) Médiane 5 ans des comparables	(8) Coût de la dette de la Société
(4) Gearing moyen des comparables - $g=D/E$	(9) Taux d'impôt de la Société
(5) Formule de Hamada	(10) $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 10,87% sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,69% correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2026 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,96% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en avril 2026 ;
- un *gearing* de 26,6%, correspondant au *gearing* moyen des sociétés comparables au 30 avril 2026 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,82 retenu correspond à la médiane des bêtas 5 ans des sociétés cotées comparables qui affichent un coefficient de détermination R² supérieur à 15% ;
- une prime de taille de 4,47%, déterminée à partir de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps) en 2024, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 3,70% correspondant aux taux moyen des derniers emprunts levés par le Groupe ; et
- un taux d'imposition normatif de la Société de 25,5% en France.

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2030) à partir d'un flux de trésorerie disponible normatif, et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, cohérent avec le taux de croissance anticipé du secteur et de l'économie française sur le long terme ;
- un taux de marge d'EBITDA de 12,0% pour le Groupe, correspondant au niveau anticipé par le Management (intégrant les dotations aux dépréciations et provisions, nettes des reprises, ainsi que le résultat exceptionnel modélisé par le Groupe dans le plan d'affaires dont les montants sont stables et récurrents) ;
- un taux d'impôt normatif de 25,5% ;
- un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit environ 6,0% du chiffre d'affaires et considéré comme normatif ;
- un besoin en fonds de roulement fixé à -0,8% du chiffre d'affaires (-3 jours de chiffre d'affaires) en ligne avec les niveaux observés entre le 30 septembre 2023 et le 30 septembre 2025 et sur la période prévisionnelle, et une variation de BFR calculée sur le taux de croissance à l'infini.

3.3.2.6 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de 59.239k€.

Après prise en compte de la trésorerie nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables du groupe Poulailon, la valeur des fonds propres ressort à 42.331k€, soit une valeur par action ordinaire du Groupe de 8,28€, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En k€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	15 138
Valeur terminale actualisée	44 101
Valeur d'entreprise	59 239
Dette financière nette ajustée	-17 565
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	657
Valeur des capitaux propres	42 331
Nombre d'actions (en milliers)	5 111
Valeur par action (€)	8,28 €
Prix d'Offre (€)	9,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	8,7 %

Le Prix d'Offre de 9,00€ fait ressortir une prime de 8,7% sur la valeur obtenue par la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés.

3.3.2.7 - Analyse de la sensibilité

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 7,95€ (taux de croissance à l'infini de 1,50% et taux d'actualisation de 11,12%) et 8,63€ (taux de croissance à l'infini de 1,50% et taux d'actualisation de 10,62%) tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
CMPC		Croissance à l'infini		
		1,25%	1,50%	1,75%
	10,62%	€ 8,37	€ 8,63	€ 8,91
	10,87%	€ 8,03	€ 8,28	€ 8,54
	11,12%	€ 7,72	€ 7,95	€ 8,20

3.3.3 - Référence au cours de bourse

La Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Growth Paris en 2015. Ses actions sont cotées sous le code ISIN FR0013015583 et ont pour code mnémonique ALPOU.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du projet d'OPAS (le 13 avril 2026) s'élevait à environ 36m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *Micro Caps* ».

A notre connaissance, le Groupe fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier (TP ICAP).

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

La veille de la date de l'annonce de l'Opération (13 avril 2026) i.e. avant l'Apport en Nature des Actionnaires Majoritaires à l'Initiateur, l'actionnariat de Poulailion se présentait comme suit :

Poulailion - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Total des actions	% du capital social
M. Paul Poulailion	41 640	0,8%
M. Fabien Poulailion	1 924 990	37,7%
Mme Magali Poulailion	1 939 630	37,9%
Flottant	1 204 859	23,6%
Total des actions	5 111 119	100,0%

Le capital flottant représentait 23,6% du capital de Poulailion, soit 1.204.859 actions ordinaires.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Poulailion - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	1 295	24 612	0,5%	2,0%
Moyenne 3 mois	1 351	83 737	1,6%	6,9%
Moyenne 6 mois	1 258	158 446	3,1%	13,2%
Moyenne 9 mois	1 276	243 733	4,8%	20,2%
Moyenne 12 mois	1 427	361 140	7,1%	30,0%

Source : Capital IQ, Euronext au 13/04/2026

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 1.258 titres (moyenne 6 mois) et 1.427 titres (moyenne 12 mois).

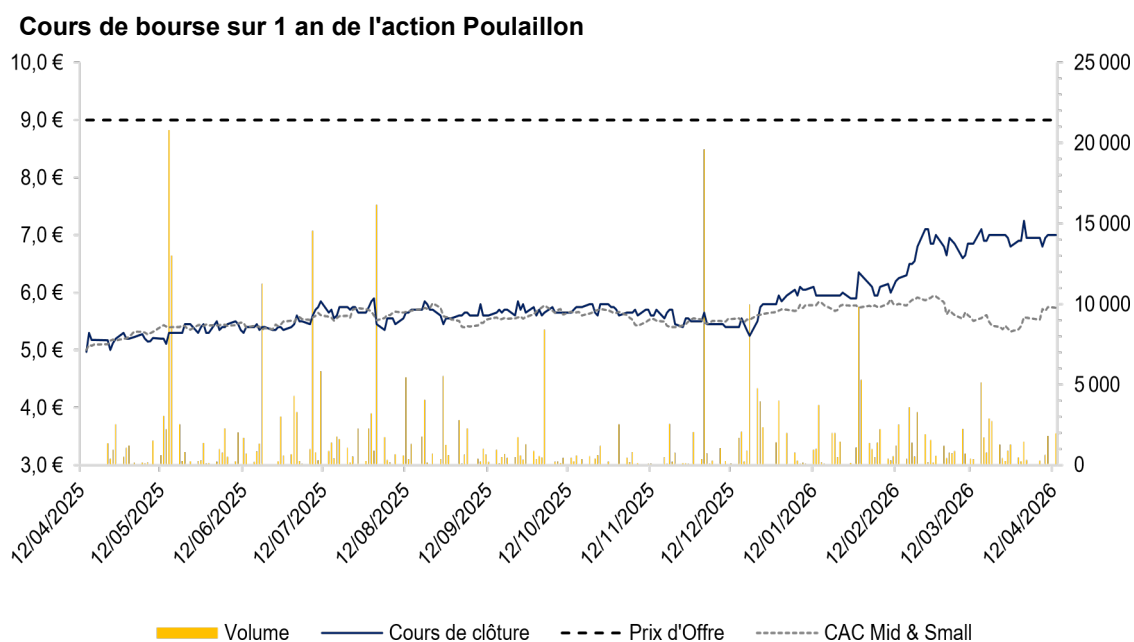
Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 361.140, soit 7,1% du nombre total de titres et 30,0% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'Offre, le nombre total de titres échangés représente moins de 0,5% du nombre total de titres et 2,0% du flottant.

Bien que la liquidité du cours apparaisse relativement limitée, les échanges restent réguliers et le cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire. Nous avons donc retenu cette référence à titre principal.

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action Poulaillon sur la dernière année écoulée avant l'annonce de l'Opération est présentée ci-dessous :



Entre le 14 avril 2025 et le 13 avril 2026, le cours de l'action Poulaillon a fluctué entre 4,97€ et 7,25€, affichant une tendance haussière sur la période.

Au 14 avril 2025, le cours s'établissait à 4,97€. Néanmoins, le 15 avril 2025, le cours enregistre une hausse de 6,6% atteignant 5,30€. Cette hausse est liée à l'annonce d'un investissement industriel significatif. Le Groupe a, en effet, communiqué le 15 avril 2025 sur un projet d'environ 12,5 millions d'euros visant à moderniser son site de production et à augmenter ses capacités, notamment dans la fabrication de Bretzels.

Entre le 16 avril 2025 et le 31 juillet 2025, le cours s'inscrit dans une tendance haussière progressive atteignant 5,90€ le 31 juillet 2025. Entre le 13 mai et le 19 mai 2025, le volume de titres échangés (41.626 titres) a représenté environ 11,6% du volume d'échanges enregistré au cours des 250 derniers jours de bourse.

Au cours de l'année 2025, le cours de l'action Poulaillon s'affiche en légère augmentation en lien avec l'évolution de l'indice CAC Mid & Small.

Du 3 décembre 2025 au 28 janvier 2026, le cours continue de progresser, et dépasse pour la première fois la barre des 6,00€ le 5 janvier 2026, atteignant 6,05€ ce jour-là. Le 29 janvier 2026, un rebond de 7,6% est enregistré à la suite de la publication du chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre 2025-2026, portant

le cours à 6,35€. A compter de cette période, le cours de l'action Poulaillon surperforme l'indice CAC Mid & Small.

Du 30 janvier 2026 au 13 avril 2026, le cours continue sa progression et dépasse pour la première fois la barre des 7,0€ le 23 février 2026 atteignant 7,10€. A la suite de la publication du procès-verbal des délibérations de l'Assemblée Générale Annuelle Mixte, le cours atteint son point le plus haut, le 1^{er} avril 2026, à 7,25€.

Le 13 avril 2026, jour précédant l'annonce du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifié, le cours de Poulaillon s'établissait à 7,00€.

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-après présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 13 avril 2026, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'OPAS.

Poulaillon - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 13 avril 2026)	7,00	28,6%
CMPV* 20 jours	6,97	29,1%
CMPV* 60 jours	6,52	38,0%
CMPV* 120 jours	6,06	48,5%
CMPV* 180 jours	5,91	52,3%
CMPV* 250 jours	5,74	56,9%
<i>Maximum - 1 an</i>	7,25	24,1%
<i>Minimum - 1 an</i>	4,97	81,1%

¹ Pour un prix d'Offre de 9,00 € par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext au 13/04/2026

Le cours de bourse de Poulaillon s'établit à 7,00€ à la clôture au 13 avril 2026, à 6,97€ en cours moyen pondéré par les volumes (« CMPV ») sur une période de 20 jours de bourse et à 6,52€ en CMPV sur une période de 60 jours de bourse.

Nous retiendrons la référence aux périodes de 20 et 60 jours, qui intègrent l'ensemble des dernières informations disponibles par le Groupe au marché et permettent de lisser l'impact d'éventuels épiphénomènes sur le cours de clôture.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées à titre informatif en synthèse.

Le Prix d'Offre de 9,00€ par action présente une prime de 29,1% sur le CMPV sur une période de 20 jours de bourse, et 38,0% sur le CMPV sur une période de 60 jours de bourse. Pour information, le Prix d'Offre de 9,00€ par action extériorise une prime de 28,6% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (7,00€ le 13 avril 2026).

3.3.4 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples d'évaluation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe.

3.3.4.1 - Echantillon de sociétés comparables retenues

Au titre de la mise en œuvre de la méthode, nous avons procédé à l'analyse d'une multitude d'acteurs cotés en bourse sur la base notamment de critères sectoriels, opérationnels et géographiques, ainsi que des informations communiquées par le Management, des études de marché retenues par nos soins, des rapports

annuels des différentes sociétés et de notes d’analystes. Nous avons ainsi constitué un échantillon de sociétés comparables cotées dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode.

Dans le cadre de la détermination de notre échantillon, nous avons retenu les critères suivants :

- une cotation en Europe,
- un modèle d’affaires intégré couvrant la conception, la fabrication et la commercialisation de produits agroalimentaires,
- un positionnement sur les produits et activités en lien avec l’agroalimentaire représentant la majorité du chiffre d’affaires,
- une capitalisation boursière inférieure à 2.000m€, et - un suivi de la société par au moins un analyste.

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont notamment conduit à écarter les sociétés suivantes :

- Boulangerie Ange, Paul, Feuillette, Marie Blachère qui ne sont pas cotées ;
- Fodelia Oyj et AmRest Holdings Plc qui ont des niveaux de multiples peu cohérents ;
- Raisio plc, Apetit Oyj et HKFoods Oyj qui présentent des structures de coûts ainsi que des niveaux de croissance décorrélés de ceux de Poulailon ;
- Ebro Foods qui présente une capitalisation boursière trop élevée en comparaison de celle de Poulailon.

Au terme de notre analyse, l’échantillon des sociétés comparables retenues inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2025 (en m€)
ARYZTA AG	Suisse	1 655	2 223
Bell Food Group AG	Suisse	1 346	5 247
Atria Oyj	Finlande	481	1 814
Bonduelle SCA	France	279	2 204
Cheffelo AB (publ)	Suède	125	110
Greggs plc	Royaume-Uni	1 866	2 466
Moyenne		959	2 344
Médiane		913	2 214

Source : Capital IQ
*Moyenne 1 mois au 30/04/2026

Nous avons retenu six sociétés comparables à Poulailon opérant principalement sur le marché de l’agroalimentaire.

- Aryzta est un groupe suisse spécialisé dans la boulangerie industrielle et les produits de boulangerie surgelés, destinés principalement aux enseignes de distribution et à la restauration rapide. Le groupe opère à l’échelle internationale, avec une présence significative en Europe, en Amérique du Nord et en Asie-Pacifique. Aryzta fournit une large gamme de produits incluant pains, viennoiseries et produits de snacking. La société est cotée sur la SIX Swiss Exchange et réalise un chiffre d’affaires d’environ 2,2 milliards d’euros en 2025, avec près de 2.000 collaborateurs.
- Bell Food Group est un groupe agroalimentaire suisse, spécialisé dans la transformation de viande, la volaille, les produits de charcuterie ainsi que les produits de convenance et produits de la mer. Le groupe sert principalement le retail, la restauration et les services alimentaires en Europe. Bell Food Group est coté à la SIX Swiss Exchange et possède un portefeuille de marques reconnues dans ses marchés clés. En 2025, le groupe a réalisé un chiffre d’affaires d’environ 5,2 milliards d’euros et emploie plus de 13.000 collaborateurs dans plusieurs pays européens.
- Atria Oyj est un groupe agroalimentaire finlandais spécialisé dans la production de viande, de produits carnés transformés et de plats préparés. Le groupe opère principalement dans les pays nordiques et dans la région baltique, avec une forte position sur les marchés de détail et de

restauration. Atria est cotée à la Nasdaq Helsinki et dispose de marques bien établies dans ses zones de présence. Le groupe réalise un chiffre d'affaires d'environ 1,8 milliard d'euros en 2025 et emploie près de 3.900 collaborateurs.

- Bonduelle est un groupe français leader dans les légumes transformés, proposant des produits en conserve, surgelés et frais prêts à l'emploi. Le groupe est présent dans plus de 100 pays et distribue ses produits principalement via la grande distribution et la restauration hors foyer. Bonduelle est coté sur Euronext Paris et dispose d'un portefeuille de marques fortes en Europe et en Amérique du Nord. En 2025, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 2,2 milliards d'euros et emploie environ 9.000 collaborateurs.
- Cheffelo est une entreprise suédoise spécialisée dans les kits repas et la livraison de paniers alimentaires prêts à cuisiner, opérant principalement sur le marché nordique. Le groupe s'adresse aux consommateurs en quête de solutions pratiques et personnalisées pour la préparation des repas à domicile. Cheffelo est coté à la Nasdaq Stockholm et s'inscrit dans le segment en croissance du food-tech et du e-commerce alimentaire. L'entreprise emploie plus de 400 collaborateurs et a généré un chiffre d'affaires de l'ordre de 110 millions d'euros en 2025.
- Greggs est une entreprise britannique leader dans la restauration rapide de proximité, spécialisée dans la vente de produits de boulangerie, sandwiches et snacks à emporter. Le groupe dispose d'un réseau de plus de 2.000 points de vente au Royaume-Uni et bénéficie d'une forte notoriété auprès des consommateurs. Greggs est coté à la London Stock Exchange et poursuit une stratégie d'expansion de son réseau et de diversification de son offre. En 2025, la société a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 2,5 milliards d'euros et emploie plus de 33.000 collaborateurs.

3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires de 2026 et 2027 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables		
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires	
	25/26	26/27
ARYZTA AG	1,9%	2,4%
Bell Food Group AG	3,2%	2,9%
Atria Oyj	3,9%	3,1%
Bonduelle SCA	0,7%	2,7%
Cheffelo AB (publ)	10,6%	9,0%
Greggs plc	6,6%	6,6%
Moyenne	4,5%	4,4%
Médiane	3,5%	3,0%
Poulaillon	4,3%	

Source : Capital IQ au 30/04/2026

Entre 2026 et 2027, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont légèrement décroissants et s'établissent en moyenne à 3,2%. Le TCAM du Groupe sur la même période est légèrement supérieur et s'établit à 4,3% proche des moyennes de l'échantillon. La différence de taux de croissance entre l'échantillon de comparables et Poulaillon s'explique principalement par des écarts de taille, de diversification et d'exposition géographique. Les sociétés comparables retenue dans notre échantillon présentent des profils très hétérogènes, allant d'acteurs industriels internationaux à des spécialistes plus focalisés sur des segments de niche ou de restauration rapide. Cette diversité entraîne des dynamiques de croissance structurellement différentes selon le degré de maturité des marchés, la mixité des activités (BtoB/BtoC, produits frais, surgelés, snacking) et le positionnement géographique.

Par ailleurs, certaines de ces entreprises bénéficient d'un ancrage plus fort sur des segments ou zones à croissance plus dynamique (restauration rapide, repas préparés, marchés nordiques ou anglo-saxons), tandis que d'autres sont plus exposées à des activités matures ou plus cycliques, ce qui peut lisser leur croissance. Enfin, les effets de taille, de portefeuille et de stratégie (croissance organique vs acquisitions) contribuent également à expliquer les écarts observés.

Ainsi, les disparités de niveaux de croissance observées entre le Groupe et les sociétés cotées comparables sont le reflet de contrastes importants en matière de taille, de marchés couverts, de positionnement, de diversité et de profondeur des gammes de produits et services, ainsi qu'à un effet taille, se traduisant par des différentiels de diversification, de position concurrentielle, de flexibilité et de résilience.

Il convient cependant de noter, en synthèse, la cohérence entre les médianes et moyennes des taux de croissance de l'échantillon et celles de Poulaillon.

Les taux de marge d'EBIT entre 2026 et 2027 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables		
Comparables boursiers	Marge d'EBIT	
	2026	2027
ARYZTA AG	8,0%	8,6%
Bell Food Group AG	3,2%	3,5%
Atria Oyj	3,8%	3,9%
Bonduelle SCA	3,9%	4,2%
Cheffelo AB (publ)	7,0%	7,9%
Greggs plc	7,6%	7,4%
Moyenne	5,6%	5,9%
Médiane	5,4%	5,8%
Poulaillon	5,2%	

Source : Capital IQ au 30/04/2026

Entre 2025 et 2027, les taux de marge d'EBIT prévisionnels médians des sociétés comparables sont en légère hausse en s'établissant à 5,8% en médiane en 2027 contre 5,4% en 2026, soit des taux légèrement supérieurs à ceux du Groupe (5,2% en moyenne).

Les disparités de marge d'EBIT avec le Groupe, mais également entre les sociétés comparables, peuvent être liées à des effets d'économie d'échelle, de rationalisation de charges et d'intensité capitalistique.

3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la profitabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon pour les années 2026 et 2027.

Par ailleurs, nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables, en cohérence avec les agrégats du Groupe qui n'intègrent pas la norme, la Société publiant ses comptes en normes françaises.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Poulaillon présente des marges opérationnelles décorréées des marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés au niveau des différences liées à l'intensité capitalistique des sociétés comparables et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ; et
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBIT de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	VE/EBIT	
	2026	2027
ARYZTA AG	11,1x	10,1x
Bell Food Group AG	13,5x	12,0x
Atria Oyj	9,7x	9,2x
Bonduelle SCA	9,9x	9,0x
Cheffelo AB (publ)	15,1x	12,2x
Greggs plc	9,1x	8,8x
Médiane	10,5x	9,6x

Source : Capital IQ au 30/04/2026

3.3.4.4 - Retraitement de la dette financière nette et de l'EBIT

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, la dette financière nette et l'EBIT des comparables boursiers sont retraités afin d'assurer la comparabilité entre les sociétés. Les normes IFRS peuvent en effet conduire à des différences de présentation de l'endettement, de la trésorerie ainsi que du résultat opérationnel (notamment avec la norme IFRS 16 ou certains éléments non récurrents).

En cohérence avec ce qui précède, nous avons ajusté la dette financière nette retenue dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode des dettes de crédit-bail de la Société (4,7m€ au 30 septembre 2025). Ainsi, le montant de la dette financière nette pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres s'élève à 12,8m€.

Par ailleurs, l'EBIT est ajusté afin de neutraliser les charges liées aux intérêts des crédits-baux, de manière à refléter une performance opérationnelle indépendante de la structure de financement. Ces retraitements permettent ainsi d'obtenir des agrégats homogènes, reflétant plus fidèlement la réalité économique des entreprises et assurant la cohérence des multiples de valorisation.

A ce titre, outre le retraitement de l'impact d'IFRS 16 mentionné ci-avant, nous avons retraité, quand nécessaire, la PIDR, les instruments dérivés, les intérêts minoritaires ainsi que les sociétés mises en équivalence de la dette financière nette des sociétés comparables concernées, ainsi que les charges d'intérêts au niveau de l'EBIT.

3.3.4.5 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT des années 2026 et 2027 pour l'échantillon des sociétés comparables sélectionnées, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) des sociétés comparables correspond à leur capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois au 30 avril 2026) augmentée de leur dette financière nette consolidée ajustée ou diminuée de leur trésorerie nette, que nous avons appliqué aux EBIT prévisionnels (2026-2027) du Groupe.

Par ailleurs, les sociétés comparables de l'échantillon présentent une capitalisation boursière significativement supérieure à celle de Poulailon, justifiant l'application d'une décote de taille, estimée entre 20% et 30% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajaj, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« *Firm value and marketability discounts* »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers ou encore d'Eric Eugène Grena.

Nous avons retenu, au regard de la taille de Poulailon, un niveau de décote correspondant à la valeur centrale ressortant de l'analyse, soit 25,0%.

Néanmoins, le Pôle Eau a été distingué des autres activités, celui-ci n'atteignant pas son seuil de rentabilité avant 2028. Les multiples ont ainsi été appliqués à l'EBIT des Pôles BtoC, BtoB et Holding afin de déterminer une valeur d'entreprise, à laquelle a été appliquée la décote de taille. La valeur d'entreprise du Pôle Eau a ensuite été estimée séparément, via la méthode des DCF propre au plan d'affaires du Pôle Eau, puis agrégée à la valeur précédemment obtenue. Ce traitement permet de maximiser la valeur et d'éviter d'appliquer les multiples sur des agrégats affectés par l'impact négatif du Pôle Eau sur l'EBIT du Groupe en 2026 et 2027.

3.3.4.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers :

Poulaillon - Valeur par action	
En m€	VE/EBIT Moyenne
	26/27
Valeur d'entreprise total	55,3
Dette financière nette	-17,6
Ajustement crédit bail	4,7
Valeur des capitaux propres (en m€)	42,5
Nombre d'actions (en milliers)	5 111
Valeur par action (€)	8,31 €
Prix d'Offre (€)	9,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	8,3%

La valeur de l'action Poulaillon ressort, en synthèse, selon la méthode des comparables boursiers, à **8,31€**.

Le Prix d'Offre de 9,00€ fait ressortir une prime de **8,3%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de Poulaillon SA.

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées

L'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes et références suivantes :

- Opérations intervenues sur le capital,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Multiple de transactions comparables,
- Actualisation des dividendes, et
- Objectif de cours des analystes de recherche.

Nous avons également écarté ces approches, à l'exception de la référence aux opérations intervenues sur le capital pour les raisons évoquées en section 3.3.1 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu les approches suivantes pour évaluer les actions de la Société :

- Actualisation des flux de trésorerie (retenue à titre principal),
- Analyse du cours de bourse (retenue à titre principal),
- Multiples boursiers de sociétés comparables (retenue à titre principal), et

- Référence à l'Actif net comptable (retenue à titre indicatif).

Nous avons, également, retenu, à titre principal, la méthode des flux de trésorerie actualisés, la référence aux cours de bourse et les comparables boursiers.

En revanche, et a contrario de l'Etablissement Présentateur, nous avons retenu la référence aux opérations récentes sur le capital à titre principal, pour les raisons évoquées en section 3.3.1 du présent rapport, et avons écarté la référence à l'Actif Net Comptable pour les raisons évoquées en section 3.2.1.

Notre approche est décrite en section 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes suivants.

4.2.1 - Actualisation des flux de trésorerie

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les résultats consolidés annuels 2025 publiés ainsi que les prévisions d'exploitation établies par le Management du Groupe pour les exercices allant du 30 septembre 2026 au 30 septembre 2030 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2031, 2032, 2033, 2034 et 2035), sur la base des hypothèses suivantes :
 - o réduction progressive du taux de croissance du chiffre d'affaires jusqu'à atteindre un niveau normatif de 1,0% ;
 - o marge d'EBITDA de 11,0% du chiffre d'affaires, en baisse de 1,0% par rapport à celle observée en fin d'horizon explicite du plan d'affaires ;
 - o convergence des investissements de maintenance et des dotations aux amortissement vers un taux de 5,0% du chiffre d'affaires en normatif ; et
 - o un BFR à -0,8% du chiffre d'affaires.
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 30 septembre 2035 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,0% ;
- actualisé les flux au taux de 10,5%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital du Groupe et intègre un taux sans risque de 3,45%, une prime de marché 5,79% à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,76, une prime de taille de 3,67%, un coût de la dette moyen de 4,5% et un levier financier de 21,0%, tel que présenté ci-après ; et - diminué à la valeur d'entreprise ainsi obtenue le montant de la dette financière nette au 30 septembre 2025 (17,3m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale à 8,34€ par action, le Prix d'Offre induisant une prime de 7,9% par action sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et de la croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 7,46€ (taux d'actualisation de 11,05% et croissance à l'infini de 0,50%) et 9,41€ (taux d'actualisation de 10,05% et croissance à l'infini de 1,50%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'Etablissement Présentateur, à l'exclusion des points suivants :

- le taux d'actualisation retenu ;
- l'extrapolation du plan d'affaires ;
- les hypothèses de niveau d'investissement normatif ;
- l'inflation des flux ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.1.1 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		Etablissement Présentateur	Crowe HAF
Taux sans risque	(1)	3,45%	3,69%
Prime de risque du marché	(2)	5,79%	5,98%
Beta désendetté	(3)	0,76	0,68
Gearing		26,6%	26,6%
Beta endetté	(4)	0,92	0,82
Prime de taille	(5)	3,67%	4,47%
Coût des capitaux propres	(6)	12,45%	13,02%
Coût de la dette	(7)	4,5%	3,7%
Taux d'IS	(8)	25,5%	25,5%
Coût de la dette après impôts		3,4%	2,8%
D/(D+CP)	(9)	21%	21%
CP/(D+CP)		79%	79%
Coût moyen pondéré du capital		10,5%	10,9%

(1) OAT France - moyenne 3 mois
 (2) Faimess Finance - moyenne 3 mois
 (3) Moyenne 5 ans des comparables
 (4) Formule de Hamada
 (5) Prime de taille Duff & Phelps
 (6) Formule du MEDAF
 (7) Coût de la dette du Groupe
 (8) Taux d'impôt du Groupe
 (9) $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (10,5%) est relativement proche de celui que nous avons retenu (10,9%).

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (notamment du taux sans risque, du bêta, et de la prime de taille). S'agissant du coût de la dette, l'Etablissement Présentateur retient un taux moyen de financement appliqué aux projets d'investissement du Groupe pour des durées d'emprunt de 10 ans. De notre côté, nous avons privilégié une approche fondée sur la moyenne des taux d'emprunt actuels du Groupe (comprise entre 3,2% et 4,2%) sur la base des informations communiquées par le Management.

4.2.1.2 - Hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires

Les hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires que nous avons utilisées proviennent du même plan d'affaires que celui utilisé par l'Etablissement Présentateur.

Cependant, nous observons des divergences, présentées ci-dessous :

(i) Prise en compte de l'inflation

Contrairement à l'Etablissement Présentateur, qui n'a pas intégré d'effet d'inflation dans ses hypothèses, nous avons retenu une approche incluant cet impact, sur la base d'une hypothèse d'inflation de 1,0% par an.

Nous avons appliqué cette hypothèse aux produits et charges d'exploitations, ainsi qu'aux dotations aux amortissements, aux investissements et au BFR.

(ii) Extrapolation

L'Etablissement Présentateur a extrapolé le plan d'affaires de cinq exercices, approche que nous n'avons pas retenue, considérant que cette dernière n'était pas nécessaire au vu des flux projetés par le Management.

(iii) Taux d'imposition

L'Etablissement Présentateur retient un taux d'imposition de 25,0% sur tout l'horizon du plan d'affaires. Nous retenons également ce taux d'imposition auquel nous ajoutons la contribution sociale additionnelle lorsqu'elle est nécessaire.

(iv) Impact global

Ces différences d'hypothèses entre le plan d'affaires retenu par l'Etablissement Présentateur et les hypothèses retenues par nos soins se traduisent par un écart cumulé de plus de 0,7m€ sur nos flux de trésorerie disponibles sur la période 2026-2030 (hors période d'extrapolation).

4.2.1.3 - Extrapolation

L'Etablissement Présentateur a procédé à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2031 à 2035) sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires tendant vers 1,0% en 2035 ;
- un niveau d'EBITDA tendant vers 11,0% du chiffre d'affaires en 2035 ;
- un niveau d'investissements fixé à 5% du chiffre d'affaires à compter de 2031 ; - la prise en compte d'un niveau de BFR de -0,8% du chiffre d'affaires.

4.2.1.4 - Flux normatif

La construction du flux normatif retenue par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position en matière de niveau de besoin en fonds de roulement (-0,8% du chiffre d'affaires). Néanmoins, le niveau de flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur diffère par :

- le taux de croissance perpétuelle : l'Etablissement Présentateur retient un taux de croissance perpétuelle normatif de 1,0% tandis que nous avons retenu un taux de 1,5% ;
- la marge d'EBITDA : l'Etablissement Présentateur a retenu une marge d'EBITDA normative de 11,0% du chiffre d'affaires tandis que nous avons retenu une marge de 12,0% du chiffre d'affaires ; et
- les niveaux de dotations aux amortissements et d'investissements : l'Etablissement Présentateur a retenu des niveaux de dotations aux amortissements normatifs et d'investissements normatifs de 5,0% du chiffre d'affaires tandis que nous avons retenu des taux normatifs pour ces deux postes de 6,0% du chiffre d'affaires.

4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 17,3m€ au 30 septembre 2025, intégrant la trésorerie au 30 septembre 2025 (-14,0m€), la dette financière (30,5m€), les dividendes payés en janvier 2026 (0,4m€), les provisions (1,0m€) et l'économie d'impôts relative aux déficits fiscaux reportables (-0,7m€).

Le léger écart porte sur la prise en compte, pour notre part, des intérêts minoritaires (6k€), de l'économie d'impôt sur les engagements pour indemnités de départs à la retraite (0,1m€) ainsi que la prise en compte des dépôts et cautionnements.

4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 8,34€ et se situe au-delà de la valeur extériorisée par nos travaux (8,28€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre de 9,00€ extériorise une prime de 7,9% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal. Nous avons également retenu cette méthode à titre principal.

Si nous affichons en synthèse, comme l'Etablissement Présentateur, le cours de clôture au 13 avril 2026, nous affichons également le CMPV 20 jours, et le CMPV 60 jours. L'Etablissement présente, quant-à-lui, le CMPV 1 mois, le CMPV 3 mois, le CMPV 6 mois, le CMPV 12 mois, ainsi que le cours le plus bas et le cours le plus haut sur les 12 derniers mois.

La valeur de l'action de Poulailion retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 4,97€ (cours le plus bas sur les 12 derniers mois) et 7,25€ (cours le plus haut sur les 12 derniers mois).

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la référence au cours de bourse comprise entre 6,52€ (CMPV 60 jours) et 6,97€ (CMPV 20 jours).

Nous n'avons pas de divergences d'appréciation sur les calculs effectués.

Le Prix d'Offre de 9,00€ extériorise une prime comprise entre 24,1% et 81,1% sur les différentes valeurs (cours et moyennes de cours de bourse) retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a réalisé trois échantillons correspondant aux différentes activités de Poulailion : agroalimentaire, distribution alimentaires et eaux minérales. De notre côté, nous n'avons réalisé qu'un seul échantillon, le secteur Eau représentant une part moindre du chiffre d'affaires de Poulailion et présente des agrégats négatifs.

Pour le secteur agroalimentaire, l'Etablissement Présentateur a retenu quatre sociétés (Savencia, Bonduelle, Aryzta et Ebro Foods). Pour le secteur de la distribution alimentaire, l'Etablissement Présentateur a retenu cinq sociétés (Greggs, Mitchells & Butler, Wetherspoon, Amrest Holdings, Cake Box Holdings). Enfin, pour le secteur des eaux minérales, il a retenu quatre sociétés (Oulmes, Barr, Primo Water Corporation et National Beverage Corp).

Nous avons décidé d'écarter les sociétés suivantes :

- Savencia : présente un profil de croissance trop éloigné ;
- Ebro Foods : présente une capitalisation boursière trop élevée ;
- Mitchells & Butler : présente un profil de rentabilité décorré de la Société ;
- Wetherspoon : activité trop éloignée de celle de la Société ;
- Amrest Holdings : présente des niveaux de multiples incohérents ;
- Cake Box Holdings : présente un profil de croissance éloigné ;
- Ainsi que les sociétés de l'échantillon sur le secteur des eaux minérales (Oulmes, Barr, Primo Water Corporation et National Beverage Corp) représentant une part moindre du chiffre d'affaires et des positions géographique écartées par nos soins.

Nous avons, donc, retenu Aryzta, Bonduelle, Greggs, ainsi que trois sociétés non retenues par l'Etablissement Présentateur (Bell Food Group, Atria Oyj et Cheffelo).

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT pour les activités historiques du Groupe (BtoC, BtoB et Holding), et à la valeur d'entreprise divisée par le chiffre d'affaires pour le secteur Eau.

Nous avons, pour notre part, également, privilégié le multiple d'EBIT.

L'Etablissement Présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 13 avril 2026, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette financière nette publiée par ces sociétés à cette même date. Nous avons, pour notre part, également, retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, soit une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 30 avril 2026 et la dette financière nette publiée le plus récemment.

Par ailleurs, contrairement à nous, l'Etablissement Présentateur n'a pas procédé aux ajustements sur les agrégats opérationnels et les dettes financières nettes des comparables boursiers, en lien avec les normes IFRS 16.

Les multiples moyens retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux EBIT et chiffre d'affaires 2025 et 2026, en s'appuyant sur les agrégats issus du plan d'affaires. Nous avons, pour notre part, appliqué les multiples médians aux EBIT 2026 et 2027, en nous appuyant sur les agrégats inflatés issus du plan d'affaires.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 17,3m€ au 30 septembre 2025, soit un montant différent de celui que nous avons retenu (12,8m€). L'écart observé est lié, d'une part, à la prise en compte par nos soins des intérêts minoritaires, de l'économie d'impôt des engagements pour indemnités de départs à la retraite (0,1m€) et les dépôts et cautionnement, tel qu'explicité en section 4.2.1.5 du présent rapport, et, d'autre part, la prise en compte par l'Etablissement Présentateur de l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits reportables. Pour notre part, cette dernière est uniquement prise en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres dans la méthode des flux de trésorerie actualisés. Les sociétés comparables détenant également des déficits reportables, nous considérons que les multiples calculés intègrent déjà ces éléments. Par ailleurs, du fait de la prise en compte d'agrégats retraités de la norme IFRS 16, nous avons également retraité la dette financière nette du Groupe du montant des emprunts en lien avec le crédit-bail.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 8,01€ et 8,67€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Poulaillon par la méthode des comparables boursiers de 8,31€ (en valeur centrale).

L'écart observé avec l'Etablissement Présentateur s'explique essentiellement par les différences suivantes :

- l'utilisation de multiples provenant d'échantillons différents,
- la prise en compte d'agrégats différents, et
- un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres également différent, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre de 9,00€ extériorise une prime comprise entre 3,8% et 12,4% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Référence à l'actif net comptable

L'Etablissement Présentateur a retenu à titre indicatif la référence à l'actif net comptable.

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode de l'ANC ressort à 6,74€ au 30 septembre 2025.

Ainsi, le Prix d'Offre de 9,00€ extériorise une prime de 33,5% sur la valeur retenue par l'Etablissement Présentateur.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu cette méthode pour les raisons évoquées en section 3.2.1 du présent rapport.

5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre

Nous avons eu connaissance des accords suivants :

- L'engagement d'apport consenti par Mont Blanc Alpen Stock qui porte sur une participation limitée représentant 2,81% du capital de la Société, soit 143.439 actions, et qui demeure révocable en cas d'urgence d'une offre concurrente déclarée conforme par l'AMF, sous réserve de l'absence de surenchère de l'Initiateur dans les délais prévus. Ainsi, cet engagement porte sur une part non significative du capital. L'examen de celui-ci ne fait pas apparaître de clause ou de complément de prix qui remettraient en cause l'équité du Prix d'Offre.

- L'Apport en Nature de l'intégralité des actions de la Société, détenu par les membres de la famille Poulaillon, portant sur 76,43% du capital, à savoir 3.906.260 actions, au profit de la société Eugénie, sur la base d'une valorisation de 7,50€ par action. Cette dernière a été déterminée selon une approche multicritère et est la résultante de la moyenne de trois approches (cours de bourse, DCF et comparables boursiers). Cette valeur fait ainsi ressortir une prime de 20,0% sur le Prix d'Offre de 9,00€. Après analyse du traité d'apport et du rapport du commissariat aux apports, nous avons conclu que ces derniers ne font pas apparaître de complément de prix ou de clauses qui remettraient en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

Hormis les éléments cités ci-dessus, aucun autre accord potentiellement connexe à l'Offre et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation du Prix d'Offre n'a été porté à notre connaissance, afin d'apprécier s'il comportait des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de ce dernier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu, à la date du présent rapport, d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier d'éventuelles observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

En €/action	Etablissement Présentateur			Expert indépendant Valeur centrale	Primes offertes par le prix d'Offre de 9,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut		
Référence aux opérations récentes sur le capital		n/a		7,50 €	20,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	7,46 €	8,34 €	9,41 €	8,28 €	8,7%
Référence au cours de bourse					
Cours de clôture au 7 avril 2026		7,00 €		7,00 €	28,6%
Cours moyen pondéré 20 jours*		6,97 €		6,97 €	29,1%
Cours moyen pondéré 60 jours*		n/a	n/a	6,52 €	38,0%
Cours moyen pondéré 120 jours*		5,68 €		6,06 €	48,5%
Cours moyen pondéré 180 jours*		n/a		5,91 €	52,3%
Cours moyen pondéré 250 jours*				5,74 €	56,8%
Méthode des comparables boursiers		8,34 €		8,31 €	8,3%
	8,01 €		8,67 €		

Il est rappelé que le 22 avril 2026, les Actionnaires Majoritaires ont procédé à l'Apport en Nature de leurs actions Poulailon à l'Initiateur lui permettant à l'issue de cette opération d'Apport et à la date du dépôt du Projet de Note d'Information de détenir directement 3.906.260 actions du capital de la Société, soit 76,43% du capital du Groupe et 76,13% de ses droits de vote.

L'Offre s'inscrit dans le contexte de la réorganisation stratégique du Groupe, l'Initiateur et les Actionnaires Majoritaires estimant que le maintien de la cotation des actions de la Société sur le marché Euronext Growth ne constitue plus une réponse adaptée aux enjeux actuels de la Société, notamment dans un environnement de marché peu favorable marqué par une liquidité très limitée du titre.

Le dépôt de l'Offre fait donc suite au franchissement indirect par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote du Groupe, et revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, et si les conditions sont réunies, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 9,00€, égale au Prix d'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Poulailon du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

En dehors du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Poulailon. Elle permet aux actionnaires de Poulailon qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action de Poulailon fait ressortir des valeurs :

- de 7,50€ pour la référence aux opérations récentes sur le capital ;
- de 8,28€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- comprises entre de 6,52€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 6,97€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse ; et - de 8,31€ pour la méthode des comparables boursiers.

Le prix offert de 9,00€ par action dans le cadre de l'Offre, présente une prime :

- de 20,0% pour la référence aux opérations récentes sur le capital ;
- de 8,7% pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- comprise entre 29,1% (cours moyen pondéré 20 jours) et 38,0% (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence au cours de bourse ; et

- de 8,3% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs induites des différentes méthodes d'évaluation retenues.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 9,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Poulailon.

Fait à Levallois-Perret, le 13 mai 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

1BE261BC0E384A6...

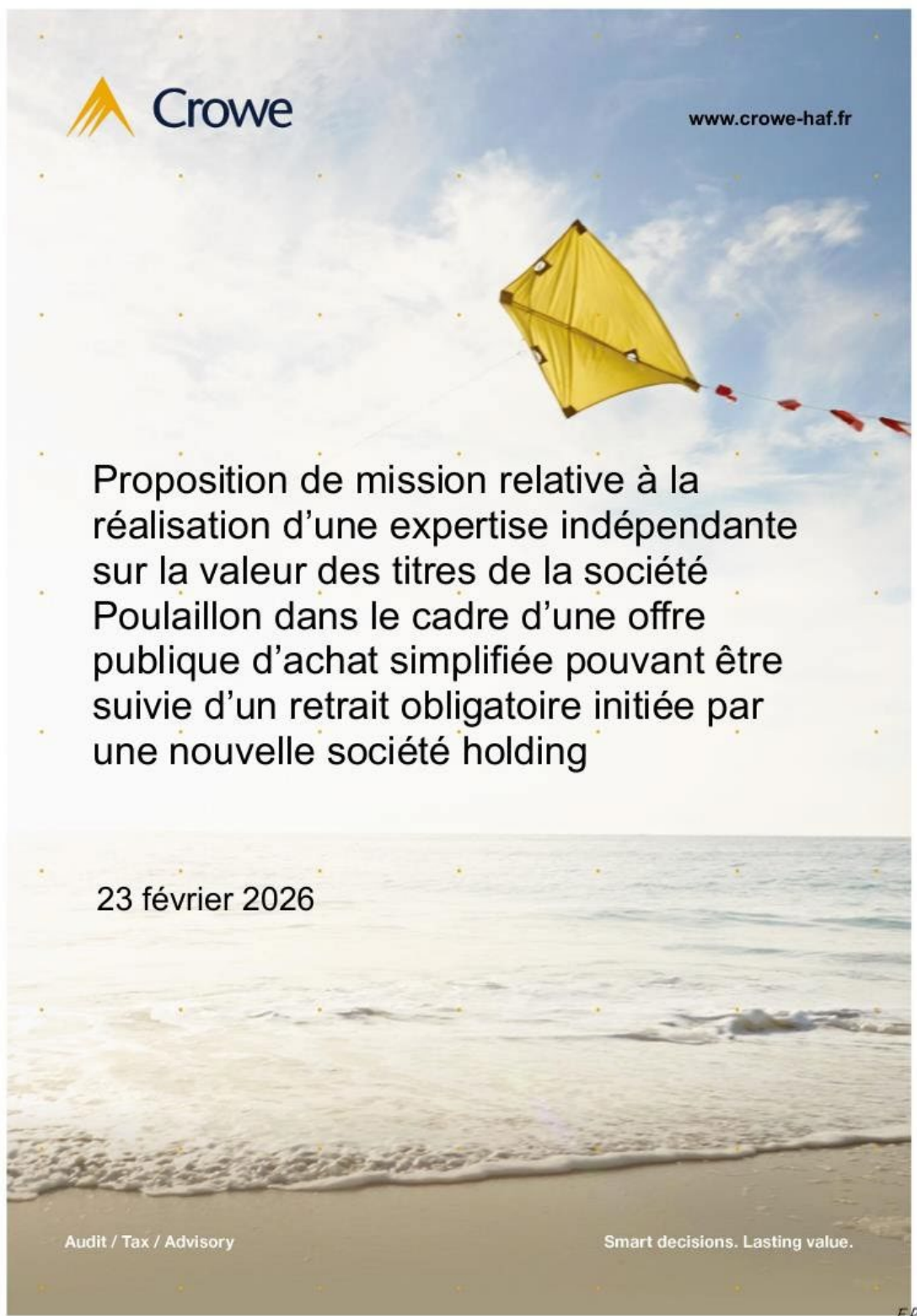
Olivier Grivillers

Signé par :

226D698C84274DA...

Maxime Hazim

8 - Annexe– Lettre de mission



Expertise indépendante

Sommaire

1. Définition de la mission1

2. Notre approche de la mission3

3. Notre proposition d'intervention5

4. Conditions particulières6

5. Acceptation de la mission7

Annexe : Estimation du budget.....8

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante.
Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2026 Crowe HAF

F.P.



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Poulaillon
8 Rue du Luxembourg,
FR-68310 Wittelsheim,
France

Levallois-Perret, le 23 février 2026

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre proposition de mission relative à une mission d'expertise indépendante, portant sur l'évaluation des titres de la société Poulaillon (ci-après « la société »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée pouvant être suivie d'un retrait obligatoire qui serait envisagée par une nouvelle société holding contrôlée par la famille Poulaillon.

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Madame, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

F.P.

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Poulaillon SA est une société anonyme par actions de droit français créée le 11 janvier 2007 dont le siège social est situé 8 rue du Luxembourg, 68310 WITTELSHEIM (France). Elle est cotée depuis le 2 décembre 2015 sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

La Société a pour activité principale la fabrication et la commercialisation de produits de boulangerie et de pâtisserie frais et surgelés (pains, viennoiseries, sandwichs, Moricettes, mignardises, entremets, gâteaux, etc.). Le Groupe développe également une activité traiteur.

Depuis septembre 2016, elle commercialise l'eau Minérale de Velleminfroy par sa filiale SAS EAUX MINÉRALES DE VELLEMINFROY. Depuis avril 2017, le Groupe a acquis un site de production situé à Saint-Vit (25) venant compléter les capacités de production de la filiale BRETZELS MORICETTES MFP POULAILLON SA.

A fin septembre 2025, les produits sont vendus au travers d'un réseau de 65 magasins (dont 55 détenus en propre et 10 en franchise) implantés en France, et auprès des grandes surfaces, des revendeurs locaux, de la restauration hors foyer, des distributeurs automatiques, 99% du chiffre d'affaires étant réalisé en France.

La société, qui clôture ses comptes annuels au 30 septembre 2025 établit ses comptes consolidés, conformément aux dispositions légales et réglementaires françaises (règlement ANC n° 2020-01).

Il est aujourd'hui envisagé un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») visant les actions de cette société qui serait initiée par l'intermédiaire d'une société holding à constituer (ci-après la « Newco » ou l'« Initiateur ») qui serait contrôlée par la famille Poulaillon.

Si le résultat de l'OPAS le permet, celle-ci serait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « RO »), visant la totalité des actions de la société non détenues par l'Initiateur.

Dans le cadre du projet d'Offre, la société est tenue de désigner un expert indépendant, en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'OPAS, pouvant être suivie d'un RO, d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'administration de la Société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant sera désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé.

Si la Société n'a pas la capacité de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants ; elle soumettra le nom de l'expert indépendant à l'AMF conformément à l'article 261 du règlement général de l'AMF. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

1.3. Calendrier de l'opération

L'expert indépendant serait désigné la semaine du lundi 23 février 2026 par le Conseil d'Administration.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

A ce stade, nous comprenons que l'opération pourrait être annoncée au marché et lancée début avril 2026 et que la note en réponse de la Société incluant le rapport de l'expert indépendant pourrait être déposée fin avril 2026. Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission. En cas de changement et de décalage du calendrier, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- N'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

2. Notre approche de la mission

2.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (Etablissement présentateur, avocats, conseil de la cible...),
2. L'analyse des accords conclus dans le cadre de l'offre au niveau de la Newco (notamment, le cas échéant, le traité d'apport, le contrat de cession d'actions...)
3. L'analyse des états financiers historiques des comptes consolidés clos le 30 septembre 2025, 2024, 2023 et des comptes semestriels au 31 mars 2025 et 2024,
4. L'analyse du budget 2026 et du plan d'affaires prévisionnel de la Société,
5. L'analyse des opérations et accords connexes à l'Offre,
6. L'analyse du cours de bourse de la société,
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère la Société et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse des éventuelles synergies issues du rapprochement de la Société et de l'Initiateur,
10. L'analyse des notes des analystes suivant la valeur de la Société,
11. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
12. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur,
13. L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant),
14. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Des points réguliers sur notre mission et nos travaux seront réalisés avec la société avec à minima une réunion de lancement (Kick-off), une à deux réunions relatives au plan d'affaires et aux travaux d'évaluation et autres sujets relatifs à l'Offre (accords connexes, etc.) et une réunion de conclusion précédant la réunion du conseil d'administration chargé d'émettre l'avis motivé sur l'Offre.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la Société et de ses conseils. Une liste de documents nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

2.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser la Société. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre, des opérations réalisées au niveau de la holding incluant la valeur des apports en nature d'actions de la société au bénéfice de la Newco et, le cas échéant, le prix de cession des actions.

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux futurs de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes (le cas échéant)

Une analyse des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

3. Notre proposition d'intervention

3.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de missions et dans le secteur d'activité dans lequel opère le Groupe.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim, Associés de Crowe HAF, seront cosignataires de l'expertise indépendante. Ils prendront en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Deux autres personnes seront affectées à cette mission :

- Yassine Chennaoui, Senior Manager ;
- Une Analyste Junior.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des principaux intervenants sont présentés en Annexe 2.

Marc de Prémare, associé, procédera à la revue indépendante du rapport. Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Il a plus de 25 ans d'expérience en transaction services et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

3.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés ci-dessous sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Les honoraires varient selon la taille et la complexité de la société concernée, sachant que l'AMF dans son instruction n°2006-08 recommande un plancher minimum d'honoraires 50.000€ pour que l'expert indépendant puisse allouer les ressources nécessaires afin de réaliser ses travaux d'évaluation en bonne et due forme.

Le budget estimé, et dont la répartition est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget », est compris entre 25 et 30 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 50.000€ et 60.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants de 2.000€.

En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 20.000€ vous sera demandé, tandis que le règlement du solde des honoraires interviendra à la remise de notre rapport.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ».

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

4. Conditions particulières

4.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au double du montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

4.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de Fabien Poulaillon, Directeur Général

Signature

Fabien POULAILLON

✓ Contée par Docusign

Nom Fabien POULAILLON

Fonction Directeur Général

Date 11/05/2026

Annexe : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :
OPAS-RQ visant les titres de la société Poulaillon

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération - Réunions préparatoires avec la société et les conseils - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretien avec les dirigeants de la société et ses conseils - Analyse et compréhension du projet d'offre publique	2	2
2. Préparation de l'évaluation - Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse de l'atterrissage 2026 des éléments prévisionnels (business plan) - Revue des projections d'activité et de rentabilité - Analyse des accords connexes conclus dans le cadre de l'opération envisagée	6	8
3. Evaluation des titres de la société (évaluation multicritère) - Méthode des Discounted Cash Flows - Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan - Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des paramètres - Méthode des comparables boursiers - Recherche de comparables boursiers - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus - Méthode des transactions comparables - Recherche de transactions comparables - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus - Méthode du cours de bourse - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Références aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur	14	16
4. Rédaction du rapport et échanges avec la société et l'AMF	3	4
Total Jours	25	30

11. ANNEXE 2 : ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Crowe HAF

16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Poulaillon SA

Addendum au rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Poulaillon SA initiée par la société EUGENIE SAS

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2026 Crowe HAF

Nous faisons suite aux remarques qui nous ont été transmises par l'AMF en date du 27 mai 2026 concernant notamment :

- La méthodologie retenue pour la méthode des Discounted Cash Flow
- L'application de la méthode des comparables
- Les engagements d'apport à l'offre

1) Méthodologie retenue pour la méthode des Discounted Cash Flow

Il nous a été demandé de :

- Justifier le choix de ne pas extrapoler le plan d'affaires au-delà de la période de 5 ans du plan d'affaires
- Tester la sensibilité des DCF sur des pas de 50 points de base pour le taux d'actualisation et pour le niveau de la marge EBIT
- Justifier le choix de ne pas isoler la division eau des autres divisions historiques du Groupe pour le calcul de la valeur d'entreprise sous méthode DCF

La méthodologie retenue pour l'application de la méthode des DCF est présentée en partie 3.3.2 de notre rapport.

Nous n'avons pas extrapolé le plan d'affaires au-delà de l'horizon retenu dans la mesure où celui-ci offrait déjà une visibilité suffisante sur la trajectoire opérationnelle et financière de la Société.

Nous considérons que les performances projetées atteignent un niveau représentatif du régime normatif de l'activité à l'horizon du plan d'affaires et qu'une extrapolation n'est pas nécessaire dans la mesure où le taux de croissance observé à l'horizon du plan d'affaires en 2030 était déjà très proche du taux de croissance à l'infini retenu et où le taux de marge d'EBITDA de 12,0% correspond au niveau normatif anticipé par le Management. Ce dernier taux retenu pour notre flux normatif qui correspond à un taux d'EBIT de 6% apparaît par ailleurs cohérent avec les taux médians observés chez les comparables.

En ce qui concerne la sensibilité des résultats de la méthode des DCF sur des pas de 50 points de base pour le taux d'actualisation et pour le niveau de marge d'EBIT :

La retenue d'un pas de sensibilité de 50 points de base fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 7,64€ (taux de croissance à l'infini de 1,50% et taux d'actualisation de 11,37%) et 9,00€ (taux de croissance à l'infini de 1,50% et taux d'actualisation de 10,37%), tel que présenté ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,00%	1,50%	2,00%
CMPC	10,37%	€ 8,45	€ 9,00	€ 9,61
	10,87%	€ 7,80	€ 8,28	€ 8,82
	11,37%	€ 7,21	€ 7,64	€ 8,12

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 7,57€ (taux d'EBIT de 5,50% et taux d'actualisation de 10,87%) et 9,00€ (taux d'EBIT de 6,50% et taux d'actualisation de 10,87%), tel que présenté ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		EBIT		
		5,50%	6,00%	6,50%
CMPC	10,37%	€ 8,23	€ 9,00	€ 9,77
	10,87%	€ 7,57	€ 8,28	€ 9,00
	11,37%	€ 6,98	€ 7,64	€ 8,31

En ce qui concerne l'option retenue de ne pas isoler la division eau des autres divisions historiques du Groupe pour le calcul de la valeur d'entreprise par la méthode des DCF, il convient de noter que la division Eau est en phase de développement sur l'horizon du plan d'affaires, avec une montée en puissance progressive de son activité et l'atteinte d'un point mort attendu à partir de 2028, en considérant, qu'à partir de 2030, la rentabilité est normative.

Il ne nous a donc pas paru nécessaire d'évaluer la division eau de façon séparée dans la mesure où l'année 2030 peut être considérée comme normative, les cash-flows de l'activité eau étant intégrés dans le business plan consolidé. Nous n'avons pas, par ailleurs, intégré de prime spécifique lié au développement de cette activité dans le taux d'actualisation qui s'applique sur l'ensemble des flux.

2) Application de la méthode des comparables

Il nous a été demandé :

- dans un premier temps d'expliquer le choix appliqué au sein de cette méthode, de sommer la valeur d'entreprise issue du multiple VE/EBIT pour l'activité historique avec la valeur issue du « DCF propre au plan d'affaires Eau » et d'avoir écarté les acteurs du secteur eau.
- et dans un second temps de présenter un tableau qui met en exergue le passage du multiple d'EBIT à la valeur d'entreprise avec l'application de la décote de taille et de justifier la raison pour laquelle l'utilisation de la moyenne a-t-elle été écartée au profit de la médiane du multiple d'EBIT

Le traitement retenu pour la partie Eau s'explique par la phase de développement et de montée en puissance de la division Eau, qui présente un EBIT encore négatif sur 2026 et 2027, avec un point mort attendu en 2028 (les prévisions des comparables n'allant pas au-delà de cet horizon).

Dans ce contexte, l'intégration de la division Eau dans l'agrégat d'EBIT retenu aurait mécaniquement réduit la base de référence à laquelle sont appliqués les multiples, et donc conduit à une sous-estimation de la valeur d'entreprise consolidée.

L'approche retenue permet ainsi de neutraliser cet effet transitoire et de refléter une contribution plus pertinente de la division Eau à la valeur d'entreprise de la Société.

Les acteurs du secteur Eau ont donc été écartés de l'échantillon de comparables compte tenu de la méthodologie retenue pour l'application des multiples ; l'intégration de comparables spécialisés du secteur Eau n'étant pas pertinente au regard du périmètre effectivement retenu pour l'application de la méthode des comparables boursiers.

La mise en œuvre de la méthode DCF pour le secteur « Eau » est fondée sur le plan d'affaires élaboré par le Management, pris en compte en l'état, sur la période explicite de 2026 à 2030, avec pour seul ajustement la prise en compte d'un impact inflationniste au niveau des produits et charges du plan d'affaires qui a pour effet d'augmenter légèrement les résultats dégagés sur le plan d'affaires.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, qui repose sur des facteurs opérationnels. La croissance moyenne retenue sur le plan d'affaires (2025 – 2030) ressort à 10,3% portée par la croissance des contrats MDD ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) qui augmente progressivement pour atteindre 12,5% à l'horizon du plan d'affaires ;
- au niveau d'investissement nécessaire au maintien et à la croissance de l'outil de production (proche de 2,5% du chiffre d'affaires en moyenne) et au niveau de dotations aux amortissements associés ; et
- au niveau de besoin en fonds de roulement moyen d'environ 60 jours du chiffre d'affaires.

Le flux normatif retenu a été déterminé sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%, d'un taux de marge d'EBITDA normatif de 12,5%, en considérant un équilibre entre amortissements et investissements et une variation de BFR calculée sur la base du taux de croissance à l'infini.

Le taux d'actualisation retenu correspond à celui du Groupe et n'intègre pas de prime spécifique liée au développement de l'activité.

La valeur de 4,1m€ obtenue et présentée ci-après résulte de l'ensemble de ces hypothèses qui restent volontaristes ; la valeur terminale représentant pour information 2,9m€ du total.

Par ailleurs, la décote de taille de 25 % est appliquée à la valeur d'entreprise des activités historiques du Groupe (BtoC, BtoB et Holding), déterminée à partir de l'application des multiples de comparables boursiers à leur EBIT respectif ; la partie Eau ayant indirectement fait l'objet d'une décote au travers de la prime de taille retenue dans les DCF (CMPC).

La valeur de l'action auquel nous aboutissons se présente, en synthèse et en détail comme suit

Poulaillon - Valeur par action	
En k€	CB
	Moy. 26 - 27
Valeur d'entreprise avant décote (hors Eau)	68,3
Décote de taille et d'illiquidité	-17,1
Valeur d'entreprise après décote (hors Eau)	51,2
Valeur d'entreprise eau	4,1
Valeur d'entreprise total	55,3
Dette financière nette	-17,6
Ajustement crédit bail	4,7
Valeur des capitaux propres	42,5
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	5 111
Valeur par action (€)	8,31 €
Prix d'Offre (€)	9,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>8,3%</i>

La médiane a été privilégiée à la moyenne dans la mesure où elle permet de limiter l'effet de valeurs extrêmes au sein de l'échantillon de comparables et d'obtenir un multiple davantage représentatif des conditions centrales du panel retenu.

Cette approche apparaît d'autant plus pertinente compte tenu de l'hétérogénéité relative des profils des sociétés comparables sélectionnées. Elle reste, par ailleurs, retenue par nous-même de façon usuelle dans nos expertises. La valeur issue de l'application de cette méthode si on utilisait une moyenne serait, pour information, de 8,99€.

3) Les engagements d'apport à l'offre

Il nous a été demandé d'intégrer notre analyse de l'engagement de l'apport des actions de Madame Eva Poulaillon (10 actions). Il est rappelé qu'à la date du projet de la Note d'information, il existe deux engagements d'apport à l'Offre au prix de 9,00€. Ces engagements portent sur les actions de Mont Blanc Alpen Stock (143.439 actions) et les actions de Madame Eva Poulaillon (10 actions) et ils représentent ensemble 2,81% du capital de la Société.

L'engagement d'apport consenti par Madame Eva Poulaillon en date du 11 mai 2026 porte sur participation très limitée du capital (10 titres). Il demeure révocable en cas d'émergence d'une offre concurrente déclarée conforme par l'AMF, sous réserve de l'absence de surenchère de l'Initiateur dans les délais prévus. L'examen de cet engagement qui porte sur une part non

significative du capital ne fait pas apparaître de clause ou de complément de prix qui remettraient en cause l'équité du Prix d'Offre.

4) Conclusion

Il convient en synthèse de rappeler notre conclusion, notamment que « Le prix offert de 9,00€ par action dans le cadre de l'Offre, présente une prime :

- de 20,0% pour la référence aux opérations récentes sur le capital ;
- de 8,7% pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- comprise entre 29,1% (cours moyen pondéré 20 jours) et 38,0% (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence au cours de bourse ; et
- de 8,3% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs induites des différentes méthodes d'évaluation retenues.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 9,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Poulaillon. »

Fait à Levallois-Perret, le 4 juin 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

Olivier Grivillers

1BE261BC0E384A6...

Olivier Grivillers

Signé par :

Maxime Hazim

226D698C84274DA...

Maxime Hazim