

ÉTUDE D'INITIATION

LE NATUREL REVIENT AU GALOP

Vinpai commercialise une gamme exhaustive et innovante d'ingrédients naturels à destination de l'agroalimentaire, de la cosmétique et de la nutraceutique. La demande du marché est forte, soutenue par les grandes tendances de consommation. Grâce à un savoir-faire reconnu, un positionnement pertinent, l'obtention de la certification FSSC 22000, la récurrence du CA et un pipeline séduisant, nous tablons sur un quasi doublement de la croissance d'ici 2026 et une amélioration sensible des marges. Après l'AK de 5,9m€ net qui finance les besoins à CT pour alimenter la croissance et conforte durablement la visibilité, nous initions avec un OC de 11,0€ et une opinion ACHAT.

Thibaut Voglimacci -

Stephanopoli
+33 1 44 88 77 95

tvoglimacci@invest-securities.com

Jamila El Bougrini, PhD, MBA

+33 1 44 88 88 09

jelbougrini@invest-securities.com

Document achevé de
rédiger le 26/09/2023
07:59

Document publié le
26/09/2023 07:59

Positionnement séduisant, entrée dans une phase d'hyper-croissance

Vinpai est une société innovante proposant une gamme complète d'ingrédients naturels avec un savoir-faire qui réside dans sa capacité de création d'ingrédients fonctionnels à base algale, végétale et minérale, qui se distinguent par leur homogénéité et stabilité, et qui répondent à un besoin industriel important, notamment en matière d'offres « clean label ». En 2025 et hors Vin'UV Protect, nous anticipons une multiplication par 2,7x du CA. La croissance sera principalement tirée par VIN'SPECIALTIES (TMVA 22-25e : +49%) et la Cosmétique (TMVA 22-25e : +43%). En plus de la certification FSSC 2200, qui simplifie et accélère le référencement chez les clients, l'innovation jouera un rôle central. En termes de marge, nous tablons sur l'atteinte de l'équilibre sur l'EBITDA en 2023 et une convergence à LT vers les niveaux de l'industrie, alimentée par le mix produit et une maîtrise des OPEX. Etant donné les leviers et la récurrence du CA, les objectifs 2025 semblent peu risqués (CA>16m€ vs 16,7m€ att, marge EBITDA>10% vs 11% att).

Vin'UV Protect, une potentielle révolution en cosmétique

En parallèle, Vinpai développe un filtre minéral solaire, baptisé Vin'UV Protect. Celui-ci est intégré dans notre valorisation avec une probabilité de succès, mais nous l'excluons, à ce stade, de nos estimations sur la franchise Cosmétique en attendant d'avoir une meilleure visibilité. Alors que les filtres chimiques présentent des risques endocriniens et pour l'environnement bien connus, les filtres minéraux présentent également des limites. Avec Vin'UV Protect, le groupe envisage d'apporter un nouvel actif à base minérale pour la fabrication de crème solaire naturelle, efficace contre les rayonnements UV, sans risque pour la santé et sans impact sur l'environnement pour un résultat qui pourrait être très lucratif. Nous tablons sur une commercialisation de cet actif en 2025 pour un pic de ventes de 23m€, qui est très prudent au regard du potentiel de marché.

Valorisation de 11,0€/action par SOP, opinion ACHAT

Nous initions avec une opinion ACHAT et un OC de 11,0€ dans un scénario central. Notre valorisation repose sur une Somme des Parties (SOP) avec : un OC de 11,0€ découlant d'une moyenne d'un DCF (8,9€/action) et d'une valorisation par Comparables (7,7€/action) avec une décote de -20%, à laquelle nous ajoutons une rNPV (POS 25%) de 2,7€/action sur Vin'UV. La levée de 7m€ (5,9m€ net) permet de financer les besoins à CT pour alimenter la croissance et conforte durablement la visibilité.

en € / action	2023e	2024e	2025e
BNA dilué	-0,11	0,07	0,25
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2023e	2024e	2025e
PE	n.s.	69,9x	19,1x
VE/CA	1,9x	1,4x	1,1x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	35,3x	12,3x
VE/EBITA ajusté	n.s.	67,2x	17,1x
FCF yield*	n.s.	1,4%	1,2%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés				
Cours de clôture du	22/09/2023		4,80	
Nb d'actions (m)			3,4	
Capitalisation (m€)			16	
Capi. flottante (m€)			16	
ISIN			FRO01400AXT1	
Ticker			ALVIN-FR	
Secteur DJ			Health Technology	
		1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-20,0%	n.d.	n.d.	
Variation relative	-19,0%	n.d.	n.d.	

Source : Factset, estimations Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne peuvent être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente de titres.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
BNA publié	-0,05	-0,70	-0,65	-0,30	0,09	0,27	0,55	0,76
BNA corrigé dilué	-0,30	-0,56	-0,63	-0,11	0,07	0,25	0,53	0,73
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	n.s.	n.s.	n.s.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	69,9x	19,1x	9,0x	6,5x
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.	1,9x	1,4x	1,1x	0,8x	0,6x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	35,3x	12,3x	6,0x	3,9x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	67,2x	17,1x	7,4x	4,7x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,4%	1,2%	10,8%	16,8%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,7%	13,7%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Cours en €	n.s.	n.s.	n.s.	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Capitalisation	n.s.	n.s.	n.s.	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Dette Nette	n.s.	n.s.	n.s.	1,8	2,2	2,3	1,2	-0,9
Valeur des minoritaires	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.s.	n.s.	n.s.	17,9	18,4	18,5	17,3	15,2

Compte résultat (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
CA	4,4	5,1	6,2	9,5	12,9	16,7	21,4	25,5
var.		+16,9%	+21,3%	+52,6%	+36,3%	+29,4%	+27,9%	+19,1%
EBITDA ajusté	-0,8	-1,3	-1,3	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9
EBITA ajusté	-1,1	-1,9	-1,5	-0,2	0,3	1,1	2,4	3,2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	-0,7	-1,6	-1,3	-0,1	0,4	1,2	2,5	3,3
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
IS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,7	-1,6	-1,4	-0,4	0,3	0,9	1,9	2,5
RN pdg corrigé	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	0,2	0,8	1,8	2,5
var.		+87%	+14%	-75%	-164%	+267%	+112%	+38%

Tableau de flux (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA corrigé	-0,8	-1,3	-1,3	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8
Total capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-1,0	-0,4	-0,5
FCF opérationnel net IS avt BFR	-0,8	-1,4	-1,4	-0,7	0,3	0,2	1,9	2,6
Variation BFR	-0,5	0,1	0,9	-0,7	-0,6	-0,3	-0,7	-0,5
FCF opérationnel net IS après BFR	-1,3	-1,3	-0,5	-1,4	-0,4	-0,1	1,2	2,1
Acquisitions/cessions	-2,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	0,7	0,0	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash-flow publié	-3,0	-1,3	-0,4	3,6	-0,4	-0,1	1,2	2,1

Bilan (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	4,5	4,6	4,4	5,1	5,2	6,0	6,0	5,9
dont incorporels/GW	2,7	2,9	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0
BFR	1,7	1,5	1,3	2,0	2,6	2,9	3,6	4,1
Capitaux Propres groupe	2,4	1,1	0,4	5,3	5,6	6,5	8,4	10,9
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette fl. nette	3,6	4,9	5,3	1,8	2,2	2,3	1,2	-0,9

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,0%	8,9%	13,5%	15,2%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,1%	6,4%	11,0%	12,7%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,8%	5,1%	8,4%	9,7%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,5%	12,2%	24,6%	32,4%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,1%	13,0%	21,3%	22,6%
DN/FP	150,5%	452,9%	1229,3%	33,6%	39,9%	35,6%	14,0%	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,3x	1,6x	0,4x	-0,2x

Source : données sociétés, estimations Inv.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Vinpai commercialise une gamme exhaustive et innovante d'ingrédients naturels à destination de l'agroalimentaire, de la cosmétique et de la nutraceutique. La demande du marché est forte, soutenue par les grandes tendances de consommation. Grâce à un savoir-faire reconnu, un positionnement pertinent, l'obtention de la certification FSSC 22000, la récurrence du CA et un pipeline séduisant, nous tablons sur un quasi doublement de la croissance d'ici 2026 et une amélioration sensible des marges. La valorisation actuelle ne reflète pas justement les perspectives. A noter qu'en retirant l'actif le plus risqué du groupe, Vin'UV Protect, notre OC s'élèverait à 8,3€, avec un potentiel important.

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Marchés de niche, mal servis
- ❑ Forte naturalité et homogénéité des produits
- ❑ Certification FSSC 22000
- ❑ Portefeuille exhaustif et verticalisé
- ❑ Forte récurrence des revenus

OPPORTUNITES

- ❑ Elargissement de la clientèle
- ❑ Nouveaux ingrédients sur de nouveaux marchés
- ❑ Consolidation du secteur

FAIBLESSES

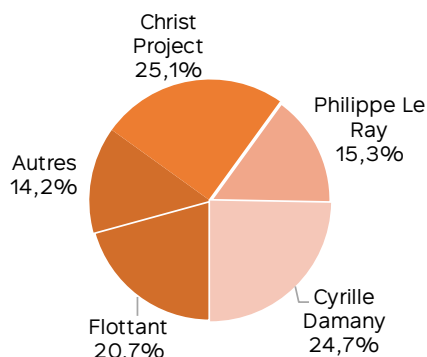
- ❑ Petit acteur confronté à des mastodontes
- ❑ Dépendance modérée à certains clients
- ❑ Liquidités faibles

MENACES

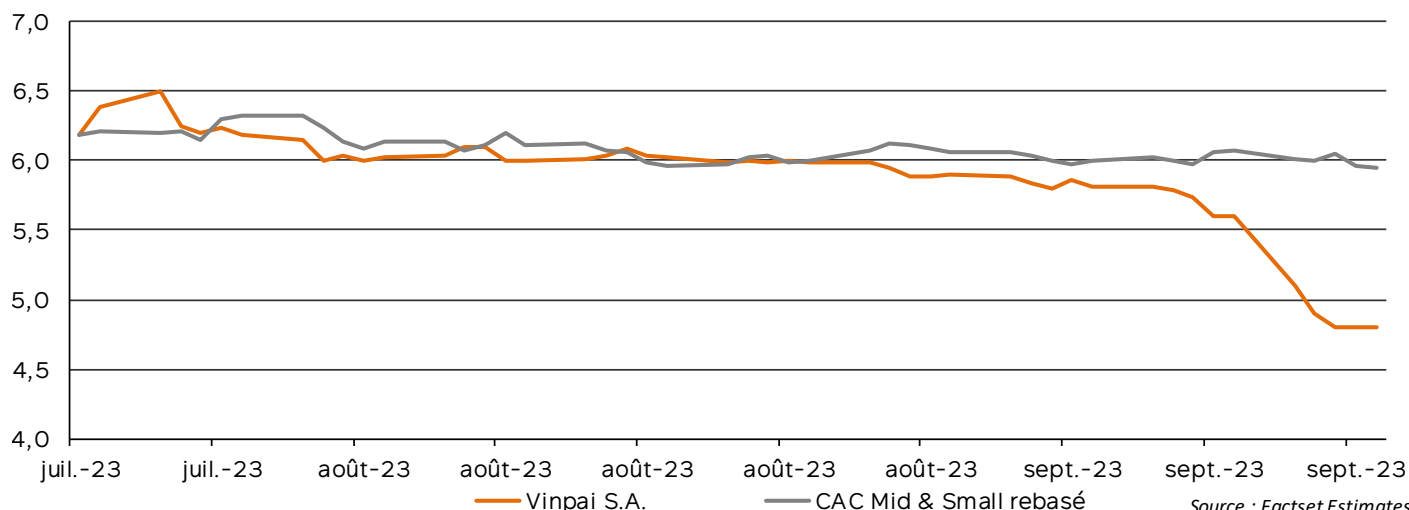
- ❑ Concurrence sur les ingrédients de spécialité
- ❑ Risque d'échec ou retard sur Vin'UV Protect
- ❑ Risque de liquidité et de dilution

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Actionnariat après opération



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



Source : Factset Estimates

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne peuvent être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente de titres.

26 septembre 2023

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

SOMMAIRE

1 – Un ingrédientiste au service du naturel	p.5
1.1 Une gamme exhaustive d'ingrédients naturels	p.5
1.2 Une exposition prononcée à l'agroalimentaire	p.10
2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux	p.12
2.1 Les ingrédients naturels, un marché de niche en forte croissance	p.12
2.2 Marché des compléments alimentaires	p.16
2.3 Des grandes tendances favorables au positionnement naturel de Vinpai	P.17
3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)	p.28
3.1 Une entreprise relativement jeune et intelligemment constituée	p.28
3.2 Des perspectives robustes grâce à de nouveaux leviers	P.31
3.3 Des marges en progression avec un mix produit favorable	P.39
4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires	p.46
4.1 Duel « réflexion vs absorption »	p.46
4.2 Des solutions minérales globalement efficaces mais contestées	p.47
4.3 Vin'UV Protect, vers un changement de paradigme?	p.48
5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT	p.51
4.1 Valorisation centrale de 8,3€/action (hors Vin'UV)	p.51
4.2 rNPV de 2,7€/action sur Vin'UV Protect	p.54
4.3 OC global de 11,0€/action dans un scénario central, opinion ACHAT	p.56
4.4 Une potentielle cible M&A ?	p.56
Avertissement	p.59

1- Un ingrédientiste au service du naturel

Vinpai est un ingrédientiste proposant une gamme complète d'ingrédients naturels à destination des marchés de l'agroalimentaire (75% du CA 2022), la cosmétique (13%), la nutraceutique (12%), et des dispositifs médicaux. Le savoir-faire de l'entreprise réside dans sa capacité de création d'ingrédients fonctionnels à base algale, végétale et minérale qui répondent à un besoin industriel (une meilleure texture, une émulsion sans œufs, une gélification naturelle, etc.). Vinpai sélectionne et utilise des molécules présentes dans les matières premières pour créer des synergies dans les formulations d'ingrédients fonctionnels dont l'homogénéité et la stabilité ont fait sa notoriété.

1.1 Une gamme exhaustive d'ingrédients naturels

Vinpai se positionne exclusivement sur le marché des ingrédients naturels en proposant aux industriels une offre complète comprenant la fourniture d'ingrédients fonctionnels et d'arômes, parfois combinés en prémix. Le groupe s'est mis au service du naturel et conçoit, fabrique et commercialise des ingrédients à base algale, végétale et minérale pour texturer, émulsifier, stabiliser, conserver et enrichir les recettes des industriels de l'agroalimentaire et de la cosmétique. Ces ingrédients innovants permettent non seulement aux industriels de substituer certains additifs chimiques par des formulations naturelles, mais aussi d'augmenter les qualités nutritionnelles de leurs produits finis. L'entreprise a développé près de 3 500 formulations comprenant 500 formules d'ingrédients fonctionnels et 3 000 formules d'arômes. Les produits Vinpai adressent les marchés de l'agroalimentaire, la cosmétique, la nutraceutique, et de manière marginale, les dispositifs médicaux.

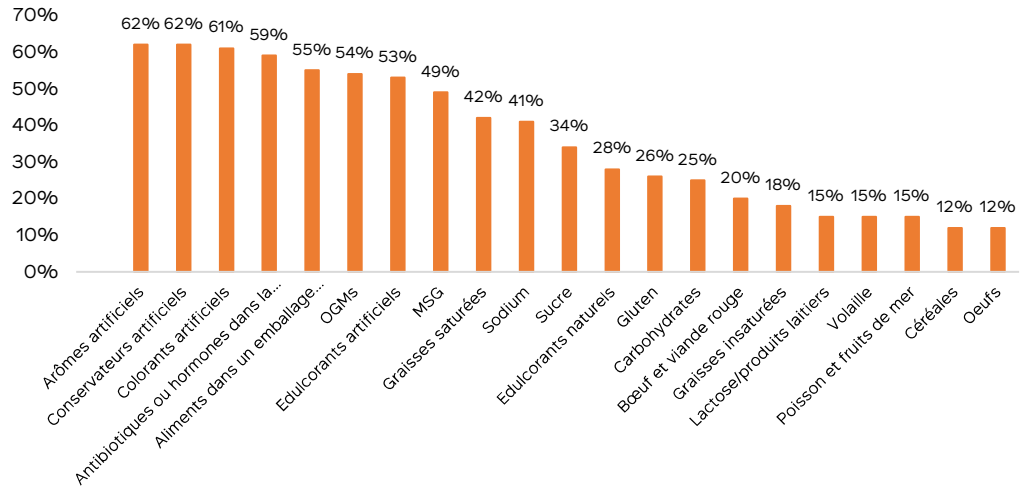
1.1.1 Le naturel : une alternative nécessaire au réservoir conséquent

Les produits d'origine naturelle de Vinpai ont pour vocation de se substituer aux ingrédients chimiques (additifs ou arômes artificiels) qui constituent une part prépondérante des produits alimentaires ou cosmétiques finis. Les additifs artificiels sont controversés, particulièrement à la suite de l'interdiction de certaines molécules problématiques pour des raisons sanitaires et environnementales. Dans la longue liste des additifs alimentaires (colorants E100 – E199, conservateurs E200 – E299, antioxygènes E300 – E399, agents de texture E400 – E499, antiagglomérants E500 – E599, exhausteurs de goût E600 – E699, agents de sapidité E700 – E799, arômes E800 – E899, edulcorants E900 – E999, Amidons modifiés E1400 – E1499), nombreux peuvent causer des effets secondaires comme la gomme de xanthane (E415) ou le méthylcellulose (E461) qui peuvent entraîner des problèmes de digestion et désagréments intestinaux, ou encore le dioxyde de titane (utilisé pour ses propriétés d'absorption des rayons ultraviolets et son caractère colorant blanc) qui a des effets cancérigènes par inhalation. D'autres ingrédients ont une présence centrale dans l'alimentation mais sont défavorables au nutriscore des produits comme l'amidon (riche en glucose). Ils sont décriés aujourd'hui et le consommateur cherche des alternatives naturelles. L'étude « What's in our food and on our mind, Ingredient and dining-out trends around the world, 2016 » de Nielsen regroupant 30 000 personnes issues de 63 pays différents montre que les consommateurs privilégient les ingrédients simples et réduisent le nombre d'aliments transformés.

Ainsi, plus de la moitié des consommateurs déclarent éviter les additifs artificiels, les hormones ou les antibiotiques, les organismes génétiquement modifiés (OGM) et le bisphénol A (BPA). Le même phénomène est observé dans la cosmétique. Soupçonnées d'avoir des effets perturbateurs endocriniens ou cancérigènes, des molécules synthétiques sont régulièrement bannies des parfums ou autres produits cosmétiques. Le liliol par exemple, qui était très utilisé pour représenter l'odeur du muguet a été complètement interdit en mars 2022, après avoir été classé CMR (Cancérigène, Mutagène, Reprotoxique). Le naturel, particulièrement au niveau des ingrédients fonctionnels, s'impose comme une alternative évidente et nécessaire qui a de l'avenir, tant dans le secteur agroalimentaire que dans la cosmétique.

1- Un ingrédientiste au service du naturel

% consommateurs disant éviter certains ingrédients artificiels (moyenne mondiale)



Source : Nielsen, Survey 2016

Ainsi, plus de la moitié des consommateurs déclarent éviter les additifs artificiels, les hormones ou les antibiotiques, les organismes génétiquement modifiés (OGM) et le bisphénol A (BPA).

Le même phénomène est observé dans la cosmétique. Soupçonnées d'avoir des effets perturbateurs endocriniens ou cancérigènes, des molécules synthétiques sont régulièrement bannies des parfums ou autres produits cosmétiques. Le lilyal par exemple, qui était très utilisé pour représenter l'odeur du muguet a été complètement interdit en mars 2022, après avoir été classé CMR (Cancérigène, Mutagène, Reprotoxique). **Le naturel, particulièrement au niveau des ingrédients fonctionnels, s'impose comme une alternative évidente et nécessaire qui a de l'avenir, tant dans le secteur agroalimentaire que dans la cosmétique.**

Une autre spécificité de Vinpai est son positionnement combinant fibres végétales et algues. Ces algues présentes dans la majorité des produits Vinpai (VIN'SPECIALTIES pour l'agroalimentaire, Cimalgin pour la cosmétique, Aromalogie pour la nutraceutique) sont de plus en plus utilisées comme compléments innovants dans l'agroalimentaire et la cosmétique. Elles possèdent des propriétés nutritionnelles uniques et sont utilisées :

- A 65% pour l'alimentation humaine en tant que légume (particulièrement en Asie), qu'agent texturant (grâce à leurs propriétés gélifiantes, épaississantes ou stabilisantes), que complément nutritionnel ou en tant qu'aliment fonctionnel. Elles produisent des molécules uniques, notamment des polysaccharides (sucres) qui leur sont propres, mais aussi des protéines et acides aminés essentiels, vitamines, minéraux et oligoéléments, acides gras polyinsaturés, fibres, etc.
- A 30% dans l'industrie textile en tant que colloïdes (grâce à leurs propriétés texturantes).
- A 5% dans la chimie fine, pour la cosmétique et la pharmacie (biostimulation, défenses immunitaires, propriétés antioxydantes, antivirales, antistress, etc.).

1- Un ingrédientiste au service du naturel

Alors que la production annuelle était de 500K T/an à l'échelle mondiale dans les années 1970, elle s'est élevée à 19m T/an en 2010 et dépasse les 35m T/an aujourd'hui.

La combinaison des synergies des algues et des fibres végétales permet d'obtenir des ingrédients qui sont des régulateurs de l'eau libre, c'est à dire qu'elles modifient le comportement rhéologique (d'écoulement de la matière) des préparations alimentaires en évitant les phénomènes de synérèse (remontée et stagnation de l'eau) souvent observés dans les produits riches en eau. Les algues utilisées par Vinpai sont des algues marines, macroscopiques, multicellulaires vivant en eau de mer. Ce sont des algues vertes, rouges et brunes possédant chacune des polysaccharides différents : les ulvanes pour les algues vertes (propriétés dermo-cosmétiques par exemple), les alginates et fucoïdanes pour les algues brunes (favorisent le métabolisme), les carraghénanes et les agars pour les algues rouges (reconnues pour leurs propriétés gélifiantes). Les ingrédients naturels à base de végétaux, associés aux algues et microalgues sont surtout utilisés en tant qu'ingrédients fonctionnels, à la fois pour la gamme FOOD par exemple pour remplacer la méthylcellulose dans les substituts végétaux à la viande, mais aussi pour la gamme COSMETIQUE (création de masques peel-off et prémix) et NUTRACEUTIQUE (dans les compléments alimentaires).

Pour protéger son savoir-faire industriel et sa propriété intellectuelle, Vinpai ne dépose pas de brevets mais fait le pari de garder les formules conçues confidentielles. L'entreprise dépose régulièrement des enveloppes « e-Soleau » qui constituent une preuve de création et justifient d'une date de création du projet. Grossièrement, il s'agit d'une protection brevetaire à postériori (pré-brevet). Elles prouvent l'antériorité de production tout en gardant le secret industriel. Cette méthode est très courante, voire normative dans l'industrie.

1.1.2 Division FOOD : Prémix, Arômes, Spécialités

L'agroalimentaire constitue le cœur d'activité de Vinpai (75% du CA 2022). L'entreprise propose aux industriels 3 gammes dans la division FOOD :

- **VIN'MISCEO** : une gamme de prémix (cœur de formule sous forme de préparations en poudre) intégrés par les industriels dans leurs recettes. Ce sont des ingrédients fonctionnels complexes qui permettent également de rationaliser la production industrielle alimentaire. Par exemple, le produit Mozz'Alpa permet de produire de la mozzarella végétale qui s'étire facilement sur les pizzas. Pour VIN'MISCEO, le groupe conçoit des recettes qui sont par la suite préparées par les clients industriels pour aboutir sur un produit fini. Vinpai peut également intégrer dans ses recettes des ingrédients de spécialité ou fonctionnels pour rendre d'autant plus naturel le produit fini. Les gammes MISCEO se déclinent en solutions fromagères, sauces et frites, biscuiterie, alternatives laitières, garnitures et viande. Cette technologie vise à faciliter la production industrielle dans tous les pays du monde quelle que soit leur avancée technologique.
- **VIN'AROMA** : une gamme signature d'arômes naturels avec un catalogue de 3 000 références. L'arôme est le produit essentiel de l'appétence du produit fini. Pouvoir proposer des signatures aromatiques aux clients industriels est donc fondamental pour lutter contre la concurrence.
- **VIN'SPECIALTIES** : une gamme d'ingrédients créée grâce à des procédés biotechnologiques répondant à un besoin précis. Ce sont des ingrédients fonctionnels naturels utilisés pour améliorer la texture, le goût, la conservation et les qualités nutritionnelles des aliments préparés et/ou transformés.

1- Un ingrédientiste au service du naturel

Ainsi, les ingrédients de spécialités sont ajoutés aux aliments et aux boissons afin d'en améliorer la saveur, la texture ou d'en augmenter le contenu nutritionnel. Ces solutions sont 100% clean label (suppression des additifs ou remplacement des additifs provenant de la chimie organique par des additifs d'origine naturelle et végétale). On trouve dans cette gamme les produits **Vin'Fibra** (solution à base d'algues utilisée pour réduire la synérèse, texturer, structurer, et conserver de manière naturelle), **Vin'Emulsio** (solution à base d'algues utilisée pour ses propriétés émulsifiantes en tant qu'alternative au jaune d'œuf, et pour la réduction de la matière grasse), **V-Salt** (qui permet la réduction du sel jusqu'à 100% en gardant les mêmes propriétés gustatives) ou **Essenti'Alg** qui est une formulation 100% algale permettant de compléter et rééquilibrer les produits finis en compléments nutritionnels essentiels pour des produits finis qui pourraient avoir des carences (typiquement dans l'industrie végane).

La gamme **VIN'SPECIALTIES** se distingue par sa large palette de fonctionnalités et d'applications. Ses domaines d'application vont des sauces/soupes et marinades à la boulangerie/pâtisserie, en passant par les fromages végétaux et autres produits laitiers, ainsi que la production de produits carnés ou de poisson. Par exemple, **Vin'Emulsio** peut remplacer le jaune d'œuf dans la crème glacée, **Vin'Fibra** peut être utilisé pour améliorer la structure d'un biscuit afin qu'il ne soit pas cassant, ou agrémenter une recette de pain pour améliorer sa conservation.

Les produits Vinpai d'origine naturelle répondent aux prérequis d'un ingrédient : la texture, le goût, la stabilité et la couleur. Ils permettent aux clients de l'industrie agroalimentaire de produire localement en contrôlant leurs coûts, et peuvent être intégrés à de nombreuses recettes. De plus, une grande partie des produits est compatible au régime végan.

1.1.3 Divisions COSMÉTIQUE & NUTRACEUTIQUE

➤ COSMETIQUE (13% CA)

Trois gammes cosmétiques sont proposées aux industriels :

- « Cimalgin », gamme de texturants et stabilisants naturels utilisés par les industriels de la cosmétique. Elle se compose de différents alginates de sodium.
- Ultratexcare qui est une solution végétale permettant de réaliser des émulsions telles que des crèmes avec un faible pourcentage d'huile tout en gardant une grande stabilité.
- Une gamme de prémix (associations de molécules dédiées aux formulations cosmétiques). Ils sont issus d'une alliance de minéraux et d'algues, et constituent des alternatives naturelles pour des applications anti-âge, détox et protection solaire. Ces prémix en poudre permettent plusieurs applications, comme les masques peel-off (masques à rincer, masques recyclés, masques à base de CBD, etc.), les moulages (dentaires) et les pansements double peau.

En parallèle, le groupe développe une gamme de protection solaire **Vin'UV Protect** qui pourrait être une innovation de rupture dans un futur proche. L'objectif est de remplacer actuellement les filtres chimiques néfastes pour l'environnement ou filtres minéraux (oxyde de zinc ou titane) dont l'efficacité pour l'environnement ou la santé humaine est questionnable.

1- Un ingrédientiste au service du naturel

➤ NUTRACEUTIQUE et DISPOSITIFS MÉDICAUX (12% du CA)

L'entreprise a créé sa marque de compléments alimentaires **Aromalogie** distribués via le réseau de distribution des officines de pharmacie (>240 pharmacies). Cette marque associe les bienfaits des algues et des huiles essentielles dites « chémotypées » sur un support de carbonate de calcium d'origine marine à très haute biodisponibilité (aisément assimilable par l'organisme), agissant comme correcteur d'acidité. L'origine chémotypée des huiles essentielles est très importante car cela signifie qu'elles sont sélectionnées sur des formules moléculaires spécifiques et qu'il est possible de caractériser précisément l'huile essentielle ainsi que ses bienfaits thérapeutiques. Une huile essentielle chémotypée, c'est une huile essentielle définie, jusque sur l'étiquette, sur ces 3 critères : botanique (précisément) + composition (approximativement) + origine (précisément). Le concept Aromalogie permet à Vinpai de décliner son offre NUTRACEUTIQUE en quatre gammes de compléments alimentaires distinctes :

- **Aromathérapie** : associant les vertus thérapeutiques des huiles essentielles bio chémotypées, au carbonate de calcium d'origine marine pour réguler l'équilibre acido-basique ; et produire une action ciblée (sommeil, digestion, stress, troubles hépatiques, respiratoire, urinaire, etc.) grâce aux huiles essentielles chémotypées.
- **Algathérapie** : proposant des actifs d'origine algale sélectionnés pour corriger les déficits en apports minéraux du corps humain.
- **Exothérapie** et cosmétiques marins : huiles essentielles bio chémotypées sous forme de sprays et huiles de massages ainsi que des produits cosmétiques marins à base d'actifs algaux.

Vinpai commercialise aussi ses compléments alimentaires naturels et huiles essentielles à base d'algues et autres minéraux via son site Aromalogie.

L'entreprise développe par ailleurs des dispositifs médicaux comme des patchs d'algine (patchs cutanés naturels enrichis en extraits d'algues brunes et huiles essentielles), des solutions de soin bucco-dentaires ou des poudres à mouler conçues spécialement pour la réalisation de moules souples ou d'empreintes.

1.1.4 Un savoir-faire « cross-technology »

Les savoir-faire en matière de sélection et d'utilisation des molécules présentes dans les matières premières (algues, micro-algues, céréales sous forme de farine, de féculés, d'amidons ou de flocons, de protéines végétales, etc.) ont permis à Vinpai de créer des synergies dans les formulations d'ingrédients fonctionnels et de recettes de prémix.

Un savoir-faire « cross-technology »

	Farines, Féculés, Amidons	Macro algues, micro algues, minéraux	Fibres végétales	Huiles essentielles
FOOD	✓	✓	✓	
COSMÉTIQUE	✓	✓	✓	✓
NUTRACEUTIQUE		✓	✓	✓
DISPOSITIF MÉDICAL		✓		
AROMATHÉRAPIE		✓	✓	✓

Source : Vinpai

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont en aucun cas une recommandation de l'investisseur. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

1- Un ingrédientiste au service du naturel

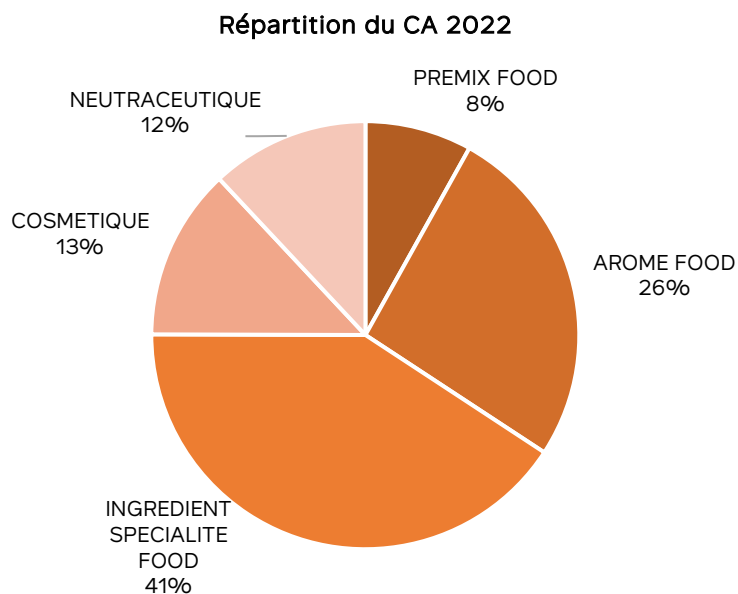
Cette aptitude au « cross-technology » permet de transposer des technologies développées pour un secteur donné sur d'autres marchés (par exemple, la technologie d'émulsion transposée de l'alimentaire à la cosmétique).

1.2 Une exposition prononcée à l'agroalimentaire

Créée en 2012, l'entreprise réalise sur l'exercice 2022 un CA de 6,2m€, soit une croissance annuelle actualisée moyenne (TMVA 17-22) de +39%.

1.2.1 75% du CA issu de l'agroalimentaire

Le CA généré par l'entreprise provient majoritairement de l'agroalimentaire. Au total, 75% des ventes sont destinées au marché de l'agroalimentaire. On observe que les gammes de prémix et d'arômes génèrent près de 35% du CA. Les prémix constituent le produit historique de la société qui lui a permis de pénétrer un marché avec de fortes barrières d'entrée. Les arômes aussi représentent une part centrale du chiffre d'affaires. A noter qu'à l'instar des ingrédients de spécialité, la franchise arôme rentre en synergie avec les gammes de prémix pour apporter du goût. La ventilation 2022 par la ligne de produits est la suivante :



Concernant l'agroalimentaire, la société dispose d'une grande profondeur de gamme. Au total ce sont :

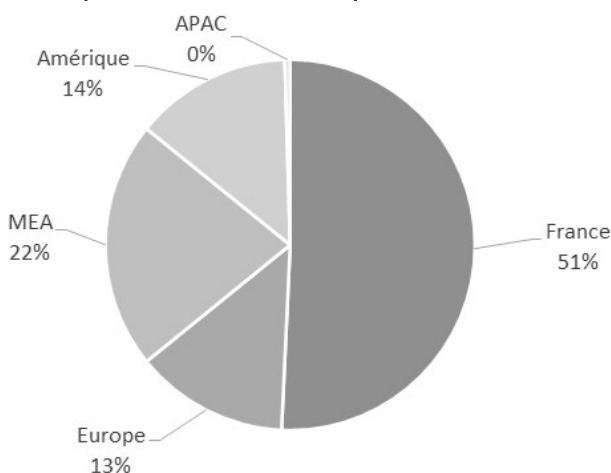
- o 500 formules de prémix fonctionnels et les recettes associées pour leur mise en œuvre à destination des clients utilisateurs.
- o Plus de 3000 arômes à destination de l'agroalimentaire et de la nutraceutique. Ils sont utilisés dans les prémix pour atteindre un très bon aspect gustatif des analogues plant-based (fromages et poisson, en particulier), et également vendus directement aux clients qui les utilisent dans leurs propres recettes.
- o Une vaste gamme de compléments alimentaires sous forme d'aromathérapie ou d'algathérapie, grâce à des formules brevetés.

1- Un ingrédientiste au service du naturel

1.2.2 Une commercialisation au fort accent étranger

59% du CA de la société était réalisé à l'export en 2022. Avant la crise sanitaire, ce taux s'élevait même à 75-80% sur la période 2017/2020. Ceci s'explique par le fait que les prémix ont connu un vif succès dans les pays en voie de développement et également certaines gammes de spécialité telle que la gamme **Vin'Tex&Melt** notamment au Mexique ou en Algérie. A la suite du Covid, les efforts de développement commercial se sont concentrés, avec succès, sur la France. La part de l'export devrait mécaniquement se réduire avec la montée en gamme de clientèle du groupe grâce à son menu de spécialité en particulier.

Répartition du CA 2022 par destination



Source : Vinpai

Vinpai ne vend quasi exclusivement qu'en B2B aux clients agro-alimentaires ou de la cosmétique. La distribution B2B globale s'élève à 90% des ventes. Le résidu B2C est généré par ses gammes d'huiles essentielles et compléments alimentaires que le groupe revend aux pharmacies ou aux patients via son site internet Aromalogie.com.

1.2.3 Un sourcing de matières premières peu risqué

Le groupe se procure la très grande majorité de ses matières premières en Union Européenne (90%). Ainsi, les algues sont achetées au Portugal, les alginates au Pérou alors que les fibres végétales, les féculés et amidons viennent d'Allemagne et les produits laitiers en poudre ou les huiles essentielles proviennent de France. A noter qu'à l'instar de Vinpai, les fournisseurs sont également reconnus et certifiés : FSSC22000 /ISO 22000, IFS-BRC, ISO 9001, HACCP, etc. Au 31 décembre 2022, le groupe comptait 300 fournisseurs pour 400 matières premières différentes. Les 5 premiers fournisseurs représentent 42% du volume d'achats et 50% pour les 10 premiers.

1.2.4 Un outil industriel scalable

Le groupe dispose de deux sites de production : l'historique de Saint Dolay où sont produits les ingrédients fonctionnels (Vin'Fibra) et prémix (VIN'MISCEO) dont le besoin de production est élevé. Ce site possède une capacité de 400 tonnes par mois. Dans son second site de Rieux que le groupe détient depuis l'acquisition du fonds de commerce CIMAPREM en 2019, le groupe a concentré ses locaux administratifs, deux laboratoires (un dans les arômes, le second dans l'innovation sur les ingrédients fonctionnels) ainsi qu'une zone de production et emballage pour ses gammes VIN'AROMA, Aromalogie et COSMETIQUE. Un montant de 5m€ a été investi dans cet outil industriel depuis sa fondation. Selon la société, l'outil industriel n'est utilisé qu'à 30% de sa capacité et un investissement relativement modeste (700k€) porterait la capacité de production à 1000 tonnes de produits finis par mois (vs 400 actuellement).

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont ni recommandées, ni garanties par Invest Securities. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

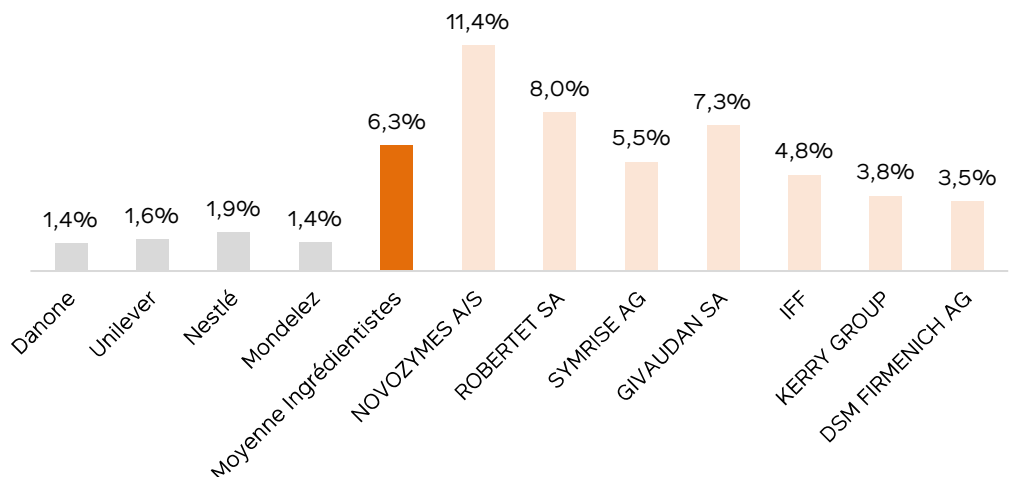
2.1 Les ingrédients naturels, un marché de niche en forte croissance

Vinpai se positionne sur des marchés colossaux avec des barrières à l'entrée importantes. Les ingrédientistes fournissent à la fois le marché de l'agroalimentaire, celui de la cosmétique ou celui de la nutraceutique à travers de très larges catalogues formés de : prémix, d'arômes, d'additifs, d'ingrédients de spécialité, d'enzymes ou de compléments alimentaires. En nous appuyant sur diverses sources, on évalue le marché des ingrédients alimentaires à 100Mds\$, en hausse annualisée de +7,2%. Le marché des ingrédients à base de plantes est quant à lui estimé à 3,2Mds\$, en croissance de +12%/an. En matière agroalimentaire ou cosmétique, les marchés avals, encore plus conséquents (850Mds\$ ciblés par Vinpai), sont très diversifiés, ce qui offre une bonne résilience aux marchés des ingrédients. Alors que les gros acteurs (Symrise, Givaudan, Kerry Group, DSM Firmenich, IFF, Novozymes...) disposent de portefeuilles exhaustifs allant du naturel, aux produits de synthèse ou aux enzymes, Vinpai se distingue par son positionnement exclusivement naturel avec un savoir-faire sur les algues permettant de commercialiser des prémix, ingrédients de spécialité et arômes accompagnant les industriels dans la densification de leur offre « clean-label ».

2.1.1 L'ingrédient, un outil de différenciation stratégique

Les ingrédients constituent un élément différenciateur majeur dans l'industrie agroalimentaire, cosmétique ou dans la parfumerie. Les ingrédientistes sont des fournisseurs d'ingrédients pour les acteurs de l'agroalimentaire en aval tels que Nestlé, Unilever, Danone, etc... L'odeur, le goût et la texture véhiculés par les ingrédients déterminent les décisions d'achat et de répétition des consommateurs tout en ne représentant qu'une fraction mineure des coûts - de 0,5 à 2% dans l'agroalimentaire et la cosmétique à 4 à 6% pour la parfumerie fine, c'est-à-dire une partie très mineure des coûts du produit final. C'est pour répondre à cet enjeu que le marché des ingrédientistes s'est constitué et est devenu un véritable pôle d'innovation dans l'industrie agroalimentaire des acteurs des marchés avals de l'agroalimentaire. Aujourd'hui l'innovation est majoritairement issue des ingrédientistes. A titre illustratif, sur un échantillon de 7 fournisseurs d'ingrédients, les dépenses R&D représentent en moyenne 6,3% du CA. Chez les gros acteurs de l'agroalimentaire tels que Nestlé, Unilever, Danone, Mars ou Mondelez, les dépenses R&D représentent moins de 2% du CA. A noter que Novozymes qui a récemment fusionné avec Chr. Hansen présente un niveau élevé de dépenses R&D du fait de sa spécialisation dans les enzymes et cultures (dont probiotiques) qui nécessite un degré d'innovation plus élevé que les ingrédientistes classiques.

Dépenses R&D 2022 en % du CA

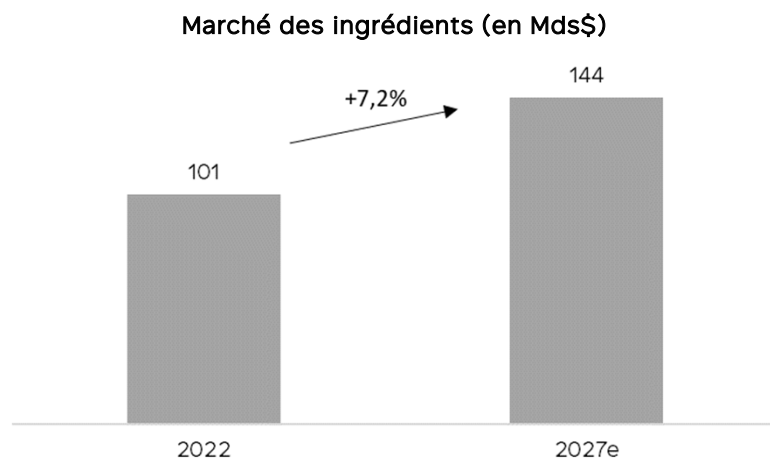


Source : Sociétés, Factset

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

2.1.2 Un marché évalué à 100Mds\$, en croissance de +7,2%/an

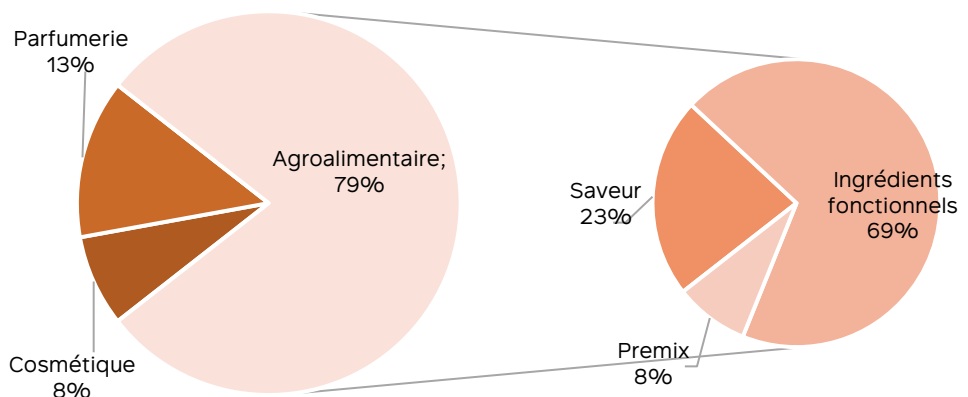
Après avoir recoupé plusieurs rapports de sociétés de conseil (*source : marketsandmarkets, businessresearchcompany, precedenceresearch, alliedmarketresearch*) et des données issues des présentations investisseurs des acteurs de l'industrie des ingrédients (Kerry, Symrise, Givaudan, Glanbia), nous estimons le marché des ingrédients utilisés dans l'industrie Agroalimentaire, Cosmétique et la Parfumerie, cible de Vinpai à environ 100Mds\$ en 2022. **En détails, le marché des ingrédients alimentaires est évalué à environ 80Mds\$,** soit près de 80% du marché global, une pondération équivalente à Vinpai, alors que celui des ingrédients pour la Parfumerie et la Cosmétique est estimé à 21Mds\$. A noter que Vinpai ne fournit pas l'industrie des parfums.



Source : Invest Securities

Par ailleurs, en 2022, sur le marché des ingrédients alimentaires, cœur de cible de Vinpai, la part des ingrédients fonctionnels ou de spécialité est prépondérante avec un marché d'environ 55Mds\$ (69%) alors que le marché des saveurs (arômes) s'élève à 18Mds\$ (23%) et le marché des prémix alimentaires est plus limité à 7Mds\$ (8%). Vinpai est plus fortement exposé aux prémix (51% du CA Food 2022) et aux saveurs/arômes (36% du CA Food 2022) qu'aux ingrédients fonctionnels (23% du CA Food 2022). Cette ventilation s'explique par la stratégie de pénétration du marché pendant la première phase de son développement visant à mettre rapidement et facilement un pied dans le marché en capitalisant sur une offre de prémix innovants.

Un marché fortement exposé à l'alimentaire et aux ingrédients fonctionnels



Source : Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne peuvent être considérées comme une recommandation d'investissement. All rights reserved to the document author.

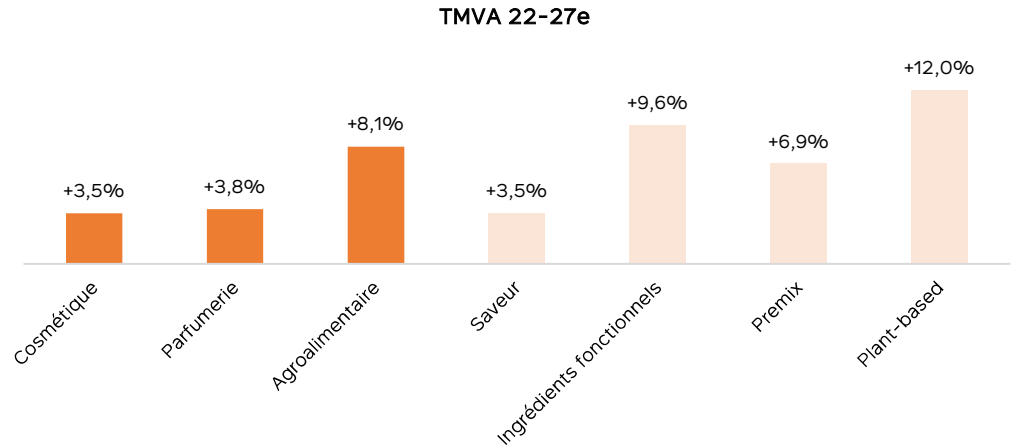
73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Concernant le marché des ingrédients à base de plantes en agro-alimentaire, ce dernier est évalué à environ 3,2Mds\$, soit 4% du total du marché des ingrédients alimentaires. Selon Kerry, ce marché est le plus dynamique avec une croissance annualisée attendue à +12% à horizon 2027.



2.1.3 Un marché dominé par des gros acteurs, mais avec des spécialités différentes

Le marché des ingrédients qui pèse environ 100Mds\$ a donc de multiples destinations : l'agroalimentaire, la cosmétique, la parfumerie, la nutraceutique ou encore la pharma et il est adressé avec différents composants : arômes, prémix, ingrédients fonctionnels, enzymes, minéraux, graisses et huiles, vitamines etc... Le marché est essentiellement B2B. Chaque marché est également composé de nombreux sous segments. Dans ce paysage fragmenté, on compte ainsi de nombreux gros acteurs avec des portefeuilles très exhaustifs qui répondent globalement à l'ensemble des besoins mais chacun avec une spécialité plus prononcée.

Le marché des ingrédients de l'agro-alimentaire est vaste et segmenté mais pour simplifier, nous distinguons : en amont du marché, des négociants de matières premières (Cargill), des chimistes (BASF, Dupont qui a récemment vendu sa franchise ingrédients alimentaires à IFF, etc...), des ingrédients plus spécialisés dans les arômes/saveurs à la fois pour l'agro-alimentaire et la cosmétique (Givaudan, Robertet, Symrise, IFF) et qui font de l'extraction au contraire de Vinpai, les sociétés spécialisées dans la fermentation et la culture (Novozymes et Chr Hansen), les sociétés plus focalisées dans les ingrédients alimentaires et la nutrition (Kerry, Glanbia) avec un positionnement plus proche de Vinpai et d'autres assez généralistes (DSM).

Par ailleurs, les acteurs les plus importants dans l'aromatique, le prémix ou les ingrédients fonctionnels disposent d'ingrédients fonctionnels à base de plantes mais relativement faiblement, même si leur portefeuille d'ingrédients naturels progresse rapidement pour épouser les dernières tendances de consommation.

FOOD	Arômes naturels	Ingrédients fonctionnels	Premix	Enzymes	Autres
CHR. HANSEN					
GIVAUDAN					
GLANBIA					
IFF					
KERRY					
DSM FIRMENICH					
NOVOZYMES					
ROBERTET					
SYMRISE					
Vinpai					

Source : Invest Securities d'après Sociétés

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont en aucun cas recommandations de placement. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

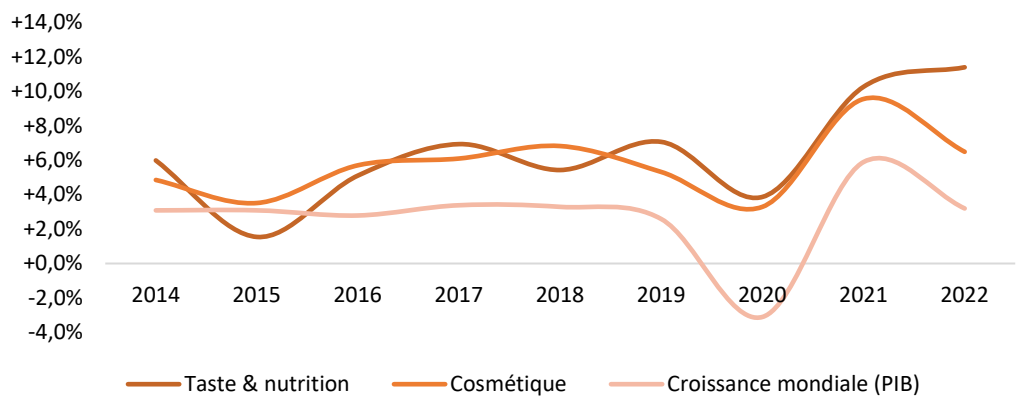
invest-securities.com

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

2.1.4 Un marché résilient

Le marché des ingrédients alimentaires est résilient et stable. Les marchés avals sont nombreux, ce qui permet de mitiger le risque d'avoir à subir les affres d'une éventuelle contraction de tel ou tel marché aval. Dans le graphe ci-dessous, nous avons dressé la moyenne de croissance Ifl d'un échantillon de 6 sociétés (Symrise, Givaudan, Robertet, DSM, Glanbia, IFF) évoluant sur le marché des ingrédients avec une exposition à l'agroalimentaire, nutrition et/ou à la cosmétique. On constate une croissance moyenne de +6,4% pour les divisions Taste & Nutrition contre +5,8% pour les franchises Cosmétiques, alors que le PIB Monde a progressé en moyenne de +2,7% sur la période. L'année 2020, avec une décroissance du PIB de -3,1% vs une progression de +3,9% et +3,3% des divisions Taste & Nutrition et Cosmétique, témoigne de la robuste du business model des ingrédientistes à la fois sur la cosmétique ou l'agroalimentaire.

Moyenne de croissance Ifl d'un échantillon de 6 sociétés



Source : Invest Securities d'après Sociétés

2.1.5 Un marché qui s'est fortement consolidé

Le marché des ingrédients et plus particulièrement celui des arômes s'est fortement consolidé depuis une dizaine d'année. En dix ans, on dénombre de très nombreuses opérations dont 44 acquisitions avec des montants divulgués et supérieures à 100m€. Les multiples médians de VE/CA et VE/EBITDA extériorisés par ces opérations sont de 2,6x et 15,5x respectivement. Parmi les plus emblématiques (>1Md€, 10 opérations), on peut citer : DSM-Firmenich pour 16,4Mds€ début mai 2023, IFF-Dupont Nutrition & Bioscience pour 23,6Mds€ en 2021, IFF-Frutarom pour 5,9Mds€ en 2018, Symrise-DIANA pour 1,3Md€ en 2014 ou encore Givaudan-Naturex pour 1,5Md€ en 2018.

Ces opérations ciblent en majorité des fabricants d'arômes car il est important de présenter un catalogue le plus exhaustif possible en matière de goût pour répondre aux besoins volatils des consommateurs. Effectivement, depuis plusieurs années, les principaux acteurs pointent du doigt les cycles de vie de plus en plus courts des produits transformés. Ces derniers doivent constamment ajuster leur portefeuille, en particulier leur catalogue d'arômes qui entraînent près de 90% de la décision d'achat des consommateurs. Dans ces conditions, il est important pour les ingrédientistes spécialisés dans les arômes d'avoir un catalogue exhaustif et en constante évolution afin de pouvoir répondre aux besoins des consommateurs. C'est pourquoi le M&A est très dense, en particulier, sur le segment Arôme.

Les opportunités de consolidation des arômes semblent de plus en plus rares, mais les majors du marché des ingrédients recherchent certainement à se différencier en rattrapant les tendances du marché sur les ingrédients fonctionnels naturels. **En conclusion, nous considérons que la prochaine vague M&A sera dirigée vers les fabricants d'ingrédients fonctionnels innovants et naturels.**

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

Downloaded from <https://equity-research.invest-securities.com> by CYRILLE DAMANY on 26/09/23. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

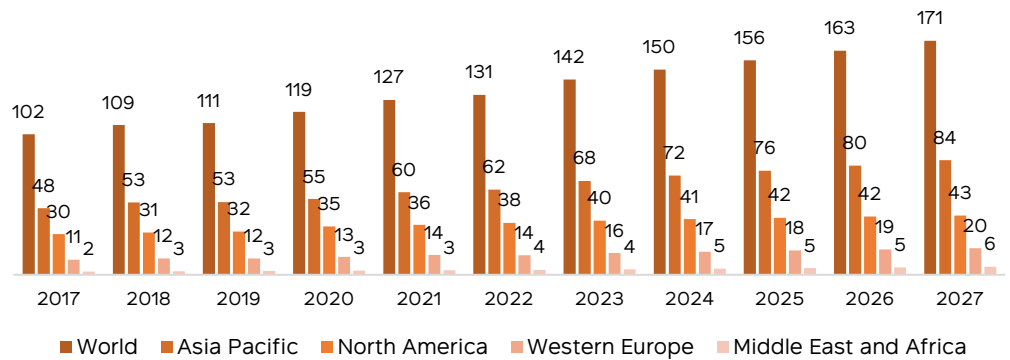
2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

2.2 Marché des compléments alimentaires

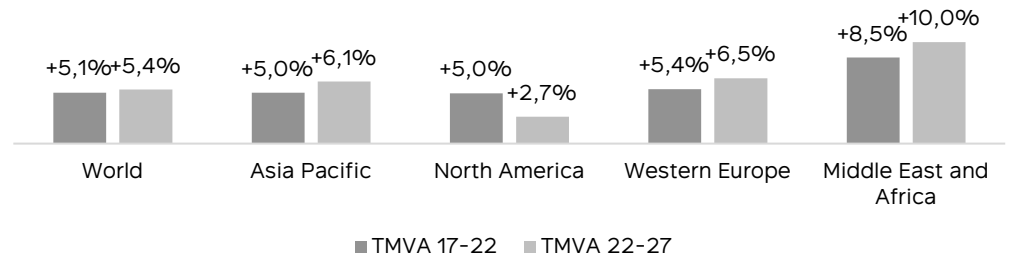
Vinpai se positionne sur le marché des compléments alimentaires au travers de son offre Aromalogie qui se décline en algromathérapie, algathérapie et exothérapie.

Le marché des compléments alimentaires, à l'instar des ingrédients alimentaires, est colossal. Selon les données EuroMonitor, ce marché pèse 131Mds\$ en 2022, en croissance annualisée de +5,4% d'ici fin 2027. Les zones MENA (TMVA 22-27e : +10%), Europe de l'Ouest (TMVA 22-27e : +6,5%) et APAC (TMVA 22-27e : +6,1%) seront les principaux leviers de croissance au contraire de l'Amérique du Nord (TMVA 22-27 : +2,7%) qui est un marché conséquent (29%) mais déjà mature.

Marché des compléments alimentaires (Mds\$)



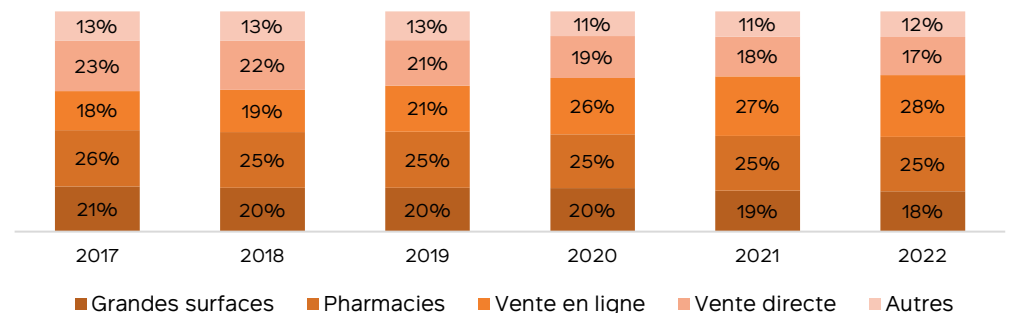
Perspectives de croissance



Source : Euromonitor

L'intensité concurrentielle sur le marché des compléments alimentaires est forte avec en moyenne 40% du marché détenu par 5 acteurs. Les canaux de distribution privilégiés sont la vente en ligne et la pharmacie/parapharmacie. Depuis la pandémie, la part des ventes réalisées en ligne a fortement augmenté.

Ventilation des différents canaux de distribution des compléments alimentaire



Source : Euromonitor

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont en aucun cas recommandées par Invest Securities.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Dans le domaine des compléments alimentaires, Vinpai se positionne essentiellement sur les huiles essentielles et l'algathérapie. Le marché des huiles essentielles est en pleine expansion au niveau international, il devrait atteindre une valeur de 24Mds€ cette année. Néanmoins, il faut souligner qu'il existe différents débouchés pour les huiles essentielles :

- le marché des compléments alimentaires atteint un CA de 2Mds€, soit moins de 2% du marché des compléments alimentaires en général.
- le marché de la cosmétique naturelle et biologique représente un CA de 757m€ ;
- l'aromatique alimentaire quant à elle représente 612m€ de CA ;
- et l'aromathérapie en pharmacie atteint les 206m€ de CA

Par ailleurs, le marché français des huiles essentielles vendues en pharmacie en compléments alimentaires, cible de Vinpai à travers son réseau de pharmacies partenaires, ne s'élève qu'à 202m€. Le marché se partage entre les huiles essentielles unitaires, flacons d'huiles essentielles pures, et les complexes d'huiles essentielles, tels que des sirops maux de gorges, des sprays assainissants pour l'atmosphère, des baumes de massages pour soulager les articulations, des sprays, roll-on pour réduire les maux de transport... Le marché est principalement détenu par plusieurs laboratoires dont les cinq principaux sont Arkopharma, Naturactive, Omega pharma, Pranarôm et Puresentiel.

2.3 Des grandes tendances favorables au positionnement naturel de Vinpai

Dans l'agro-alimentaire, la cosmétique ou nutraceutique, le marché des ingrédients naturels capitalisera à court et moyen terme sur deux principales tendances favorables à la consommation de produits alternatifs :

- Le développement de nouvelles habitudes alimentaires (régimes végétariens, végans, flexitariens, sans lactose, sans gluten, etc.),
- La volonté croissante de consommer local et plus responsable pour des raisons de santé et d'écologie.

Le portefeuille d'ingrédients naturels, clean-label et végan, de Vinpai (7 prémix, un catalogue complet d'arômes, 4 ingrédients fonctionnels pour de nombreuses applications véganes) participera à la transition progressive et inexorable de la consommation mondiale vers les produits alternatifs. En matière de consommation de produits alternatifs, le Covid a été un catalyseur important, ayant placé le bien-être au centre des préoccupations du consommateur. Ces derniers ont adopté des habitudes alimentaires plus saines, et également consommé davantage de compléments alimentaires naturels.

2.3.1 Ingrédients naturels, un rôle prépondérant dans la consommation alternative

Dans la fabrication d'un produit fini alternatif (viande, lait, poisson végan...), les ingrédients naturels (fibres végétales, protéines végétales, amidons natifs, algues...) sont des composants indispensables. Les protéines alternatives affichent effectivement d'excellentes caractéristiques émulsifiantes et une bonne capacité de liaison de l'eau dans les formules. Elles agissent aussi comme stabilisateur, et améliorent la consistance des produits. Les protéines de pois et de fèves sont des ingrédients « Clean label » et permettent de s'affranchir des notions allergènes et OGM. Les protéines texturées répondent également à une demande croissante du marché sur la texturation des produits végans. De leur côté, les fibres végétales sont des ingrédients naturels aux propriétés fonctionnelles élevées pour une grande variété d'applications. Leurs grandes propriétés technologiques sont dues à une haute capacité de liaison de l'eau et parfois d'huile, ainsi que la stabilité à la température des réseaux formés.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Cela permet d'améliorer les rendements de cuisson et réduire la teneur en matières grasses des produits. En outre, elles améliorent la texture et peuvent remplacer d'autres gommes (xanthane) et ingrédients dans certaines formules. Ces ingrédients sont des solutions au rapport coût-efficacité intéressant, permettant un positionnement naturel et « clean label », avec une allégation sans allergène. Que ce soit en matière agroalimentaire ou dans le domaine de la cosmétique, les ingrédients naturels sont prépondérants.

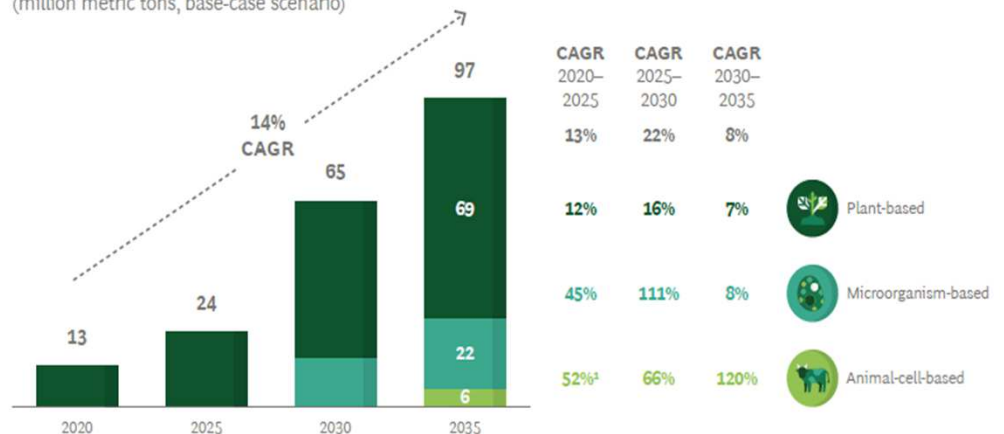
2.3.2 La consommation alternative, une dynamique inexorable

La consommation de produits alternatifs fabriqués avec des protéines alternatives et fibres végétales explose. Le portefeuille de Vinpai se positionne parfaitement pour répondre aux besoins des industriels fabricant des produits alternatifs nécessitant des protéines alternatives, fibres végétales ou ingrédients fonctionnels.

A titre illustratif, d'ici 2035, les protéines alternatives devraient représenter 11% du marché mondial des protéines, selon BCG, contre 2% aujourd'hui. **A titre illustratif, neuf des dix plats préférés du monde devraient avoir une alternative réaliste d'ici 2035.** Ce que nous observons aujourd'hui n'est que le début de la transformation de la consommation. Si la majorité des protéines alternatives sont issues de plantes ou d'ingrédients végétaux pour produire de la viande ou du lait végétal (« plant-based »), d'autres protéines alternatives seront bientôt issues de micro-organismes et enfin de cultures cellulaires. Ces trois catégories de protéines devraient pénétrer le marché agroalimentaire à des moments différents mais toutes croître à un rythme soutenu. Selon l'étude « Food for thought, The Protein Transformation » de BCG, la consommation de protéines végétales devrait connaître une croissance de +16% sur 2025-2030, les protéines issues de micro-organismes une croissance de +111% sur cette même période, et les protéines issues de la culture cellulaire une croissance de +120% sur 2030-2035.

Trois vagues de croissance en matière de protéines alternatives

Consumption of alternative proteins by protein source
(million metric tons, base-case scenario)



Source: BCG

Aux Etats-Unis, le marché des produits finis « plant-based » s'élève à 8Mds\$. Pour rappel, le marché des ingrédients à base de plantes est évalué à 3,2Mds\$ dans le monde par Kerry. L'industrie des produits alternatifs est encore petite par rapport à l'ensemble de l'industrie alimentaire. A titre d'exemple, sur le marché US, le lait végétal représente 15% du total du lait, la viande végétale 1% du total de la viande et la catégorie des œufs végétaux 0,5% de l'ensemble des œufs vendus au détail aux États-Unis.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Marché des ventes de produits à base de plantes et dynamique des achats en 2022

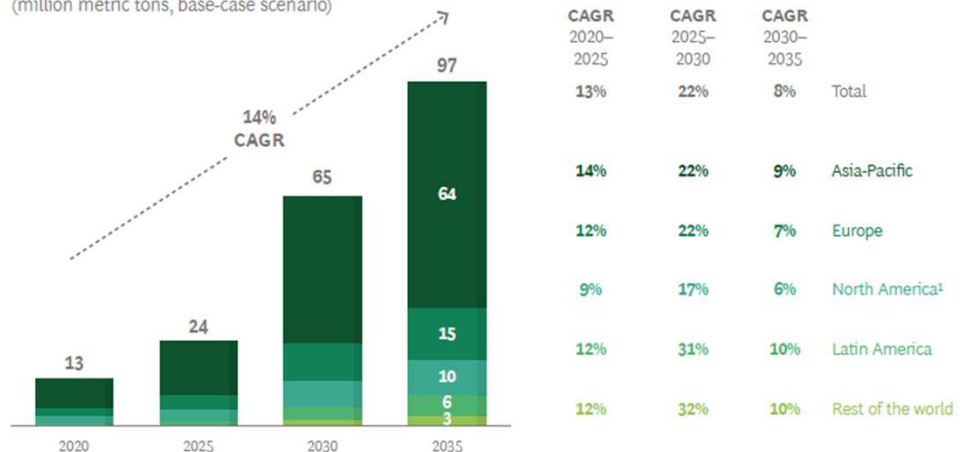
	Dollar sales	1-yr. dollar growth	3-yr. dollar growth	Dollar share	Unit sales	1-yr. unit growth	Unit share	Household penetration	Repeat rate
Total plant-based foods	\$8.0 B	7%	44%	1.4%*	1.9 B	-3%	1.2%*	60%	80%
Plant-based meat	\$1.4 B	-1%	43%	1.3%**	255 MM	-8%	1.7%**	18%	63%
Plant-based milk	\$2.8 B	9%	36%	15.3%	749 MM	-2%	14.7%	41%	76%

Source : GFI

Au niveau géographique, la croissance de la consommation de produits alternatifs à base de plantes est différente. Selon l'étude BCG, le marché mondial des protéines alternatives affichera une croissance annualisée (TMVA) de +14% sur la période 2020-2035. L'Asie Pacifique est le marché le plus important pour les protéines alternatives et celui qui continuera à croître le plus rapidement, représentant 64m de tonnes en 2035 sur les 97m de tonnes à l'échelle mondiale (soit 68% du marché mondial). Le marché des protéines alternatives a de l'avenir également car ce sont les jeunes générations qui constituent la principale base de consommateurs de ces produits.

APAC, plus grand marché pour les protéines alternatives et principal levier

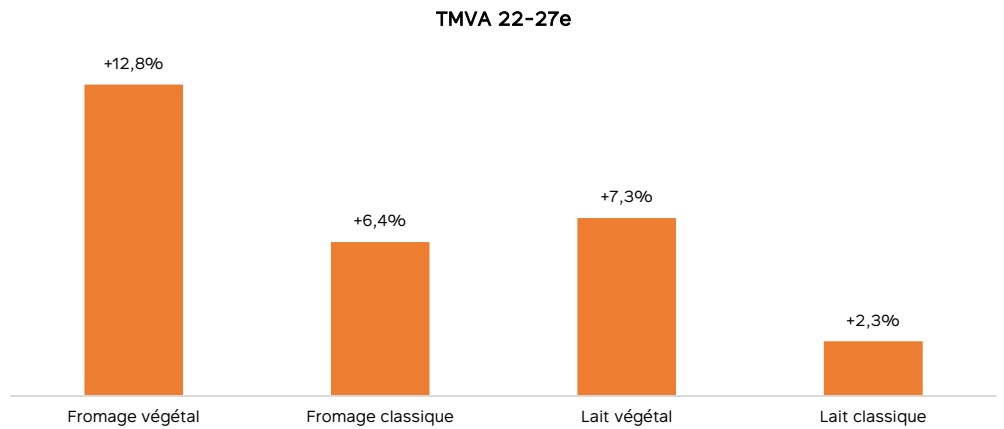
Consumption of alternative proteins by region (million metric tons, base-case scenario)



Source : BCG

A titre illustratif, selon les données Euromonitor, sur la période 2022-2027 à l'échelle mondiale, le fromage végétal devrait connaître une croissance annualisée de +12,8% (vs +6,4% pour le fromage classique), et le lait végétal une croissance de +7,3% (vs +2,3% pour le lait classique). Les aliments d'origine végétale sont en forte croissance.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

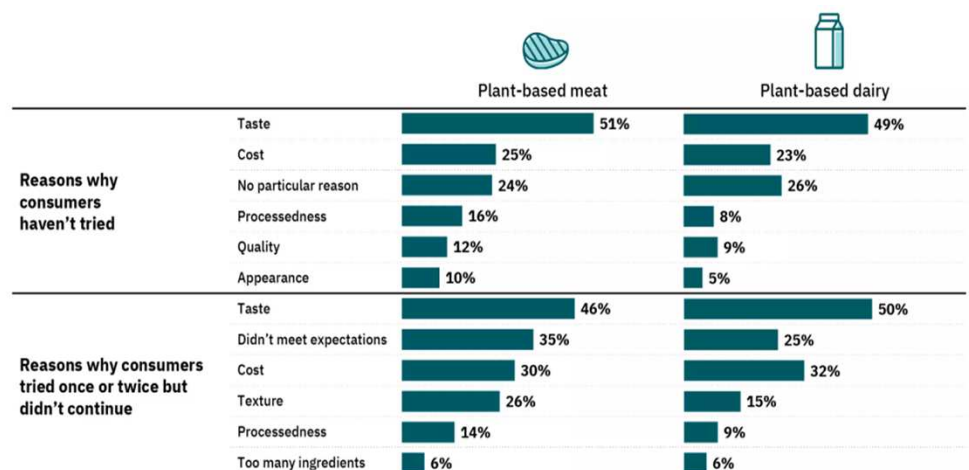


Source : Euromonitor

Le goût, le prix et la texture font partie des principaux obstacles à la consommation de produits alternatifs. Les ingrédients tels que Vinpai jouent un rôle majeur pour franchir ces obstacles.

Le principal obstacle à la consommation de produits alternatifs est le goût. Selon Mintel, 53 % des consommateurs américains estiment que les produits à base de protéines végétales doivent avoir un goût indiscernable de celui de la viande. De même, les recherches du FMI montrent que la perception du goût est la principale raison pour laquelle les consommateurs n'ont pas essayé la viande ou les produits laitiers à base de plantes, et pour laquelle les consommateurs qui les ont essayés une ou deux fois n'ont pas continué à les acheter. Or Vinpai travaille particulièrement à la conception d'ingrédients d'origine végétale riches en goût, en utilisant des arômes et agents texturants naturels à base d'algues et de minéraux.

Principaux obstacles à la consommation d'aliments d'origine végétale en 2022

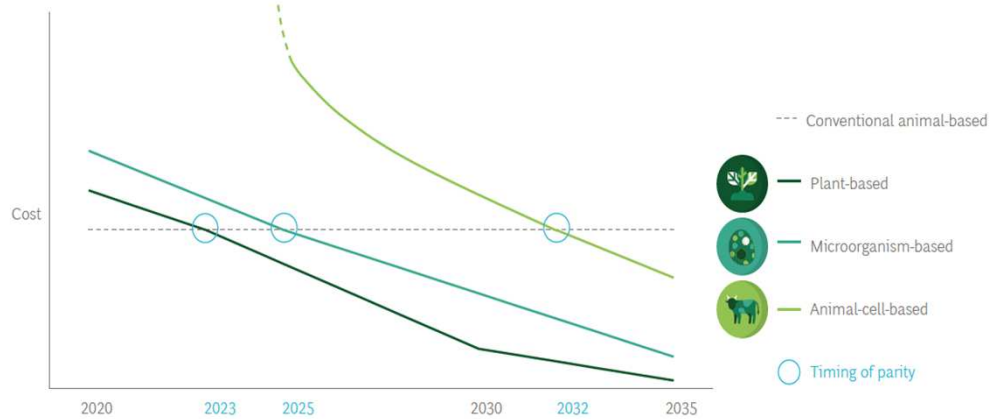


Source : GFI

Le coût est le deuxième facteur le plus important. Néanmoins, grâce au savoir-faire des industriels de l'agro-alimentaire et ingrédients, cet obstacle devrait rapidement être franchi. Selon le BCG, les produits à base de plantes pourraient ainsi atteindre des prix équivalents aux produits à base de protéines animales en 2023.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

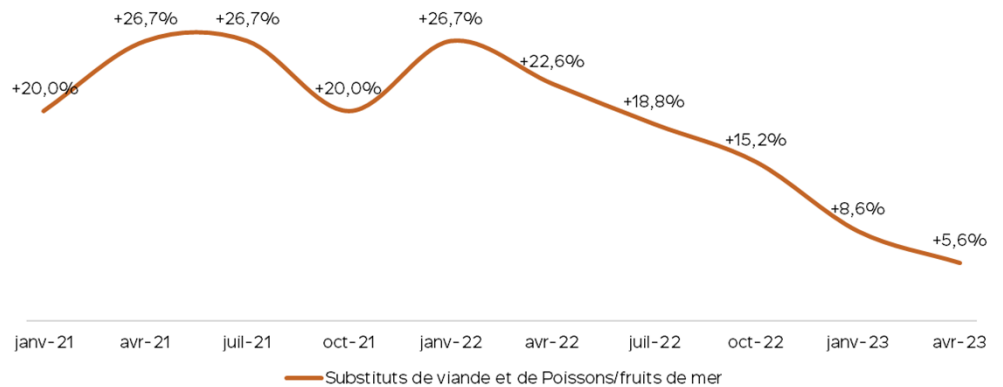
Les protéines alternatives devraient atteindre la parité de coût entre 2020 et 2030



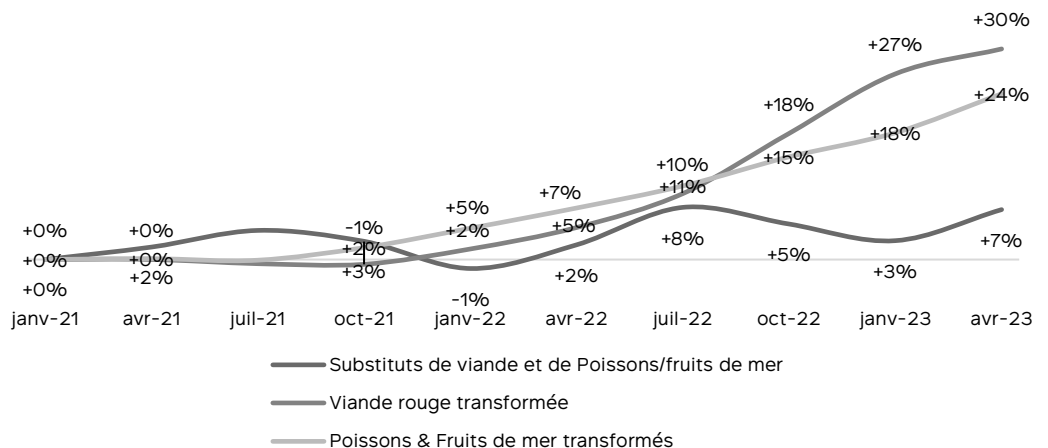
Source : BCG

En plus d'une offre de plus en plus exhaustive grâce au savoir-faire des industriels, l'inflation que connaît l'occident depuis un an et demi joue un rôle majeur dans l'atteinte de la parité de prix. Les produits alternatifs à base de plantes sont ainsi moins sensibles à l'inflation. En France, selon les données Euromonitor, avec l'inflation sur les produits d'origine animales, la prime sur les substituts de viande et de poisson s'est considérablement réduite avec des prix aujourd'hui proches de la parité.

Prime sur les substituts de viande et de poisson



Inflation des prix vs janvier 2021



Source : Euromonitor

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont pas recommandées par Invest Securities. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

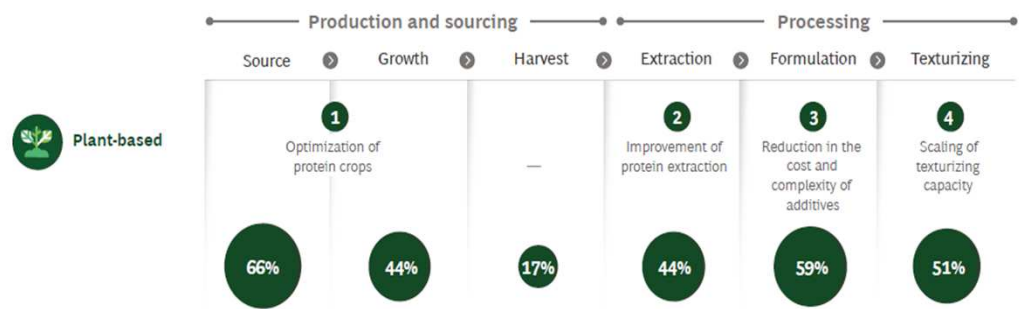
T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Enfin, le plus grand potentiel de création de valeur sur le marché des produits alternatifs réside dans le sourcing de la protéine, la formulation et la texturation du produit fini. Or Vinpai peut jouer un rôle dans cette croissance en tant que fournisseur d'ingrédients naturels doté d'un fort savoir-faire de R&D, de sélection des molécules, puis d'association de ces molécules pour répondre à un besoin industriel. **A travers sa gamme de spécialités, Vinpai utilise les propriétés des algues dans les produits Vin'Emulsio et Vin'Fibra pour texturer, émulsifier, stabiliser le produit sans utiliser de protéine animale (Vin'Emulsio permet de créer la mayonnaise végétane par exemple).**

Sélection des cultures, formulation et texturation : des enjeux capitaux pour accompagner la transition



Question: For which value chain steps in the alternative-protein space do you see high potential for differentiation and value creation (e.g., significant technological development, improvements in product characteristics)?

Multiple answers were possible. Bubble size shows the proportion of respondents selecting each value chain step (N = 41 experts answered this question).

Source: BCG

2.3.3 Les grandes tendances favorables à la consommation alternative

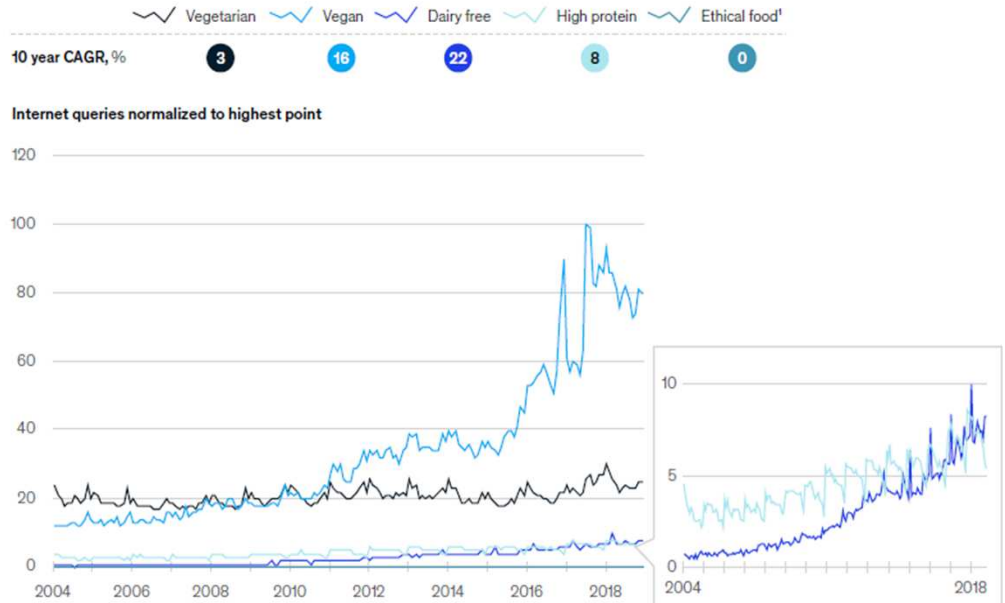
Cette forte progression des produits à base de plantes ou plus généralement des produits alternatifs repose sur deux principales tendances : (i) les nouvelles habitudes alimentaires et (ii) la volonté de consommer localement, responsablement et sainement. La pandémie de Covid a également servi de catalyseur en recentrant les priorités alimentaires sur les produits à base de plantes en mettant en exergue l'importance de la nutrition sur la Santé.

o De nouvelles habitudes alimentaires favorables au naturel

On constate l'arrivée de nouvelles habitudes alimentaires avec les régimes végétans, végétariens, ou flexitariens. Les régimes particuliers comme le « sans gluten » ou « sans lactose » se développent en parallèle pour pallier les allergies ou intolérances à certains aliments. Ces nouveaux régimes alimentaires ont engendré une demande croissante pour les protéines alternatives qui permettent de remplacer de manière partielle ou totale les protéines animales dans l'alimentation. Ces protéines alternatives proviennent de plantes, d'insectes, de champignons ou de cultures de tissus. Selon l'étude « Alternative proteins : The race for market share is on » de McKinsey, l'intérêt des consommateurs pour les régimes à base de protéines alternatives a fortement évolué au cours des 15 dernières années. On remarque que les alternatives laitières ont suscité un intérêt croissant, avec un taux de croissance de +22% de 2004 à 2019. Les produits végétans arrivent en seconde position avec un taux de croissance de +16% sur la période.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Recherches internet sur les principaux régimes



Notons par ailleurs, qu'une étude du Lancet révèle que la malabsorption du lactose a une prévalence mondiale estimée à 68 % (« Country, regional, and global estimates for lactose malabsorption in adults: a systematic review and meta-analysis »). Les produits qui sont une alternative au lactose représentent un marché considérable.

Vinpai épouse cette tendance en proposant une gamme étoffée de prémix, arômes et spécialités véganes. Parmi les prémix on retrouve les catégories « fromages végétaux », « produits laitiers à base de plantes », « sauces vinaigrettes végétales et frites », « gâteaux et douceurs végétales », « solutions de garnitures » et « demandes de viandes » (pour la fabrication de boyau végétal ou de marinade végétale). Au sein de la catégorie « produits laitiers à base de plantes », Vinpai propose les produits Vin'Cream pour la production de crème fraîche et de margarines naturelles et véganes. Prenons l'exemple de Vin'Cream : le client doit mélanger la poudre Vin'Cream avec de l'eau, de l'huile d'olive et de l'acide lactique afin de créer le produit fini. La catégorie « fromages végétaux » permet de fabriquer du fromage plant-based doté d'une très bonne élasticité, pouvant être étalé sur les pizzas, par exemple.

Parmi les arômes véganes, on retrouve des arômes à base de plantes comme des arômes d'épices et arômes sucrés naturels. Parmi les spécialités véganes, une gamme est dédiée aux solutions techniques d'origine algale, incluant les spécialités Vin'Emulsio et Vin'Fibra permettant de texturer, stabiliser, conserver ou émulsifier une préparation. Une autre gamme de spécialités V-Salt propose des solutions de réduction de sel dans les préparations.

Notons que les flexitariens constituent le cœur de la demande plant-based. Près de 30% des consommateurs interrogés dans une étude menée par Euromonitor International's Lifestyles survey, (février 2021, échantillon de 26 222 consommateurs dans le monde) sont attentifs à la réduction de leur consommation de produits carnés dans un souci de préservation de l'environnement. Cette tendance s'inscrit dans une exigence de naturalité du consommateur qui adapte sa consommation à ses valeurs éthiques. Dans le commerce de détail aux États-Unis en 2022 par exemple, 93 % des ménages qui ont acheté de la viande végétale ont également acheté de la viande conventionnelle.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Vinpai répond aussi bien à la demande du consommateur végétan qu'à celle du consommateur végétarien ou flexitarien grâce notamment à sa gamme d'arômes naturels liquides ou en poudre pour des applications salées telles que les arômes de viande (bœuf et poulet) présents dans la catégorie « meat flavours » de la gamme « Vin'Aroma Savoury ».

- Volonté croissante de consommer sainement, localement et responsablement

Les consommateurs optent pour des alternatives végétales pour se sentir en meilleure santé, réduire l'impact de leur consommation alimentaire sur l'environnement et réduire leur impact négatif sur le bien-être animal.

Santé

- Aujourd'hui le consommateur est plus averti qu'auparavant et souhaite éliminer les arômes artificiels et additifs artificiels (conservateurs, émulsifiants...) de son alimentation, qui peuvent avoir des effets néfastes pour la santé (désagréments intestinaux, problèmes digestifs, additifs cancérigènes, etc). **Vinpai propose des produits entièrement naturels qui contribuent à la réduction des maladies chroniques liées à l'alimentation (diabète, obésité). Par exemple, Vinpai a créé V-Salt, qui est un produit permettant de réduire la consommation de sel.** Ce produit est une alternative efficace pour éviter une alimentation trop salée qui engendre des risques d'hypertension artérielle et d'AVC. **Vin'Fibra et Vin'Emulsio permettent également de remplacer le beurre dans certaines recettes de manière totale ou partielle, aidant ainsi prévenir les problèmes de cholestérol.** Dans la recette de biscuits allégés en matière grasse par exemple, Vin'Fibra permet une réduction de la matière grasse de 50% en conservant la même texture et le même goût. Vin'Emulsio peut réduire la matière grasse de 20% dans une recette de brioche allégée tout en conservant le même goût et la même texture.
- Les populations souhaitent consommer local afin de manger des produits frais et de soutenir une rémunération plus juste pour les producteurs. **Les produits Vinpai permettent aux industriels de rationaliser la production alimentaire et de produire de manière locale en intégrant les ingrédients naturels à leurs recettes.**
- Le vieillissement de la population stimule la demande de produits qui favorisent la santé et le bien-être à mesure que les personnes cherchent à maintenir leur vitalité et à prévenir les problèmes de santé liés à l'âge. Par ailleurs, de plus en plus de personnes adoptent une approche proactive de leur santé en cherchant à prévenir les problèmes de santé plutôt qu'à les traiter. Les compléments alimentaires sont perçus comme des outils de soutien pour maintenir une santé optimale à long terme.
- La naturalité est une attente forte sur le marché des compléments alimentaires. En effet, ces compléments sont considérés comme plus « sains » que les médicaments conventionnels, en l'absence d'ingrédients chimiques nocifs et d'effets indésirables : ils doivent donc autant que possible être naturels. Les compléments alimentaires sont aussi souvent utilisés pour combler les éventuelles lacunes nutritionnelles liées aux régimes spécifiques. **Vinpai propose une gamme de compléments alimentaires naturels d'origine végétale (algale et minérale). La création de la marque Aromalogie permet à l'entreprise de vendre en Pharmacie et en B-to-C (via le site internet) des huiles essentielles et compléments alimentaires naturels à base d'algues, entièrement naturels.**

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

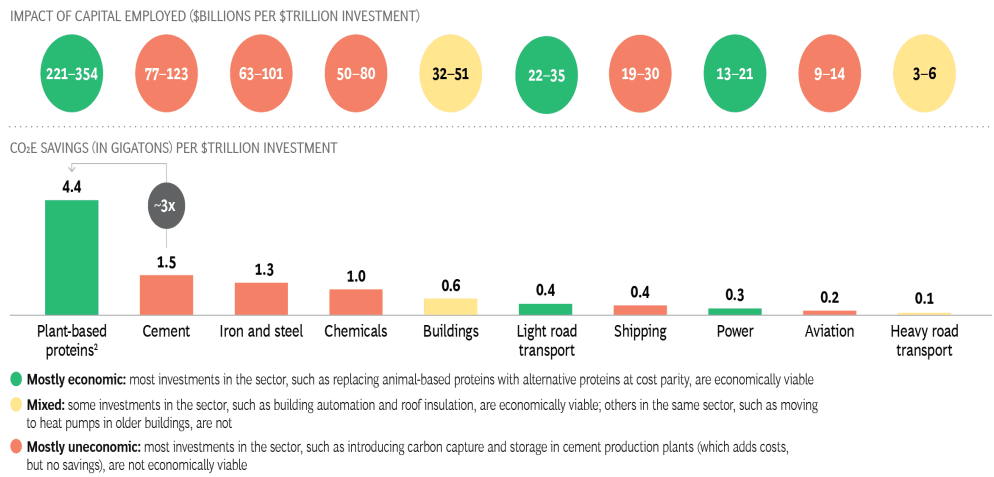
- La naturalité est aussi recherchée dans le marché des compléments alimentaires vétérinaires pour la santé générale des animaux, mais aussi pour le soutien articulaire, digestif, immunitaire, ou encore pour les soins de la peau et du pelage. **Vinpai a créé la gamme Algaromavet de compléments alimentaires naturels sous forme d'aromathérapie ou d'algathérapie, dédiée aux mondes canin et équin.**

Ecologie

- Aujourd'hui, agriculture rime avec surproduction et épuisement des sols. Les 40 % de la surface terrestre de la planète sont utilisés pour l'agriculture. En Asie Pacifique et sur la région Afrique/Moyen Orient ce sont respectivement 54% et 40% de terres cultivées, contre 26% en Amérique du Nord et 18% en Europe de l'Est. Les algues utilisées par Vinpai représentent une alternative respectueuse de l'environnement et ne nécessitent pas de terres arables pour être cultivées.
- L'élevage intensif détériore les écosystèmes et a un impact dramatique sur le changement climatique. **Les produits Vinpai sont des ingrédients efficaces pour la fabrication de steak végétal qui permettent au consommateur d'avoir accès à des alternatives de consommation.**
- La surpêche détruit progressivement la biodiversité marine. Il est établi qu'un tiers de la pêche dans le monde n'est pas durable, et que l'aquaculture représente 50% de la production mondiale de poisson. Elle engendre une forte pollution marine à cause des pesticides et fertilisateurs utilisés pour produire. De plus, la consommation mondiale de poisson est de 20kg par an en moyenne par personne, correspondant à une forte demande qui n'est pas durable. Ajoutons que l'ingestion de mercure contenue dans les poissons est néfaste pour l'organisme humain et devient une préoccupation sanitaire mondiale. Les alternatives végétales au poisson devraient se développer rapidement durant les prochaines années, à commencer par le saumon, le thon et les crevettes plant-based. Viendra ensuite le crabe plant-based. Le plus difficile dans la production de poisson végétal est de créer une texture attractive tout en conservant un bon goût. **Vinpai propose des ingrédients qui sont utilisés pour produire du poisson végétal, comme des arômes et des produits texturants à base d'algues (Vin'Fibra et Vin'Emulsio). Les produits Vinpai sont particulièrement efficaces pour texturer le poisson plant-based.**
- On observe la volonté de réduire l'impact écologique de la production et particulièrement l'impact carbone de la *supply chain* de l'industrie à l'export. En termes de rentabilité écologique, mesurée par la quantité d'émissions de CO2 sauvegardés par dollar investi, on observe que les investissements dans les protéines alternatives sont particulièrement favorables pour l'environnement. Par ailleurs, si des mesures gouvernementales écologiques venaient à rendre le prix du carbone plus élevé et à soutenir les agriculteurs dans leur transition de l'agriculture animale aux intrants protéiques alternatifs, la consommation de protéines alternatives pourrait s'établir à 22 % d'ici 2035 (vs environ 2% actuellement). À ce rythme, l'Europe et l'Amérique du Nord atteindraient le "pic de viande" d'ici 2025.
- **En matière d'écologie, Vinpai propose des solutions attractives puisqu'elles contribuent à la réduction des émissions de carbone imputables à la *supply chain*. En effet, les produits Vinpai sont déshydratés et donc plus simples à transporter.** Par exemple, le transport de 20 tonnes du pré-mix Vin'Mayo équivaut à l'expédition par bateau de 333 tonnes de mayonnaise version produit fini (avec eau et huile), soit une réduction des masses transportées de 94%.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Un impact écologique favorable pour les produits à base de végétaux



- Par ailleurs, autre exemple dans le domaine de la cosmétique, on estime qu'environ 25 000 tonnes de crème solaire seraient déversées dans les mers et océans chaque année (WWF). Les impacts sur les coraux et les écosystèmes marins des filtres UV chimiques ont été démontrés, et certains composés chimiques présents dans les protecteurs solaires sont aussi considérés comme dangereux pour l'être humain (perturbateurs endocriniens). **Vinpai développe le produit Vin'UV Protect : un filtre solaire naturel qui sera intégré dans les formulations de produits solaires existants. L'enjeu est de produire une alternative aux filtres solaires chimiques extrêmement nocifs pour la santé humaine et l'environnement.**

○ Covid, un catalyseur pour la consommation alternative et la Santé

La pandémie a eu des effets durables sur l'ensemble de l'industrie alimentaire et en particulier sur le comportement des consommateurs. La santé et le bien-être sont devenus une nouvelle priorité. Ces tendances ont accéléré la croissance du marché des ingrédients naturels (dont les compléments alimentaires naturels).

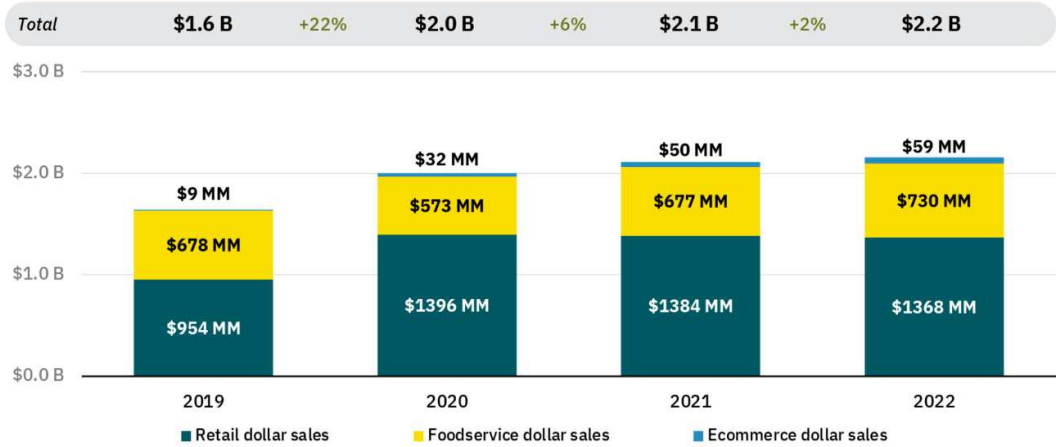
Le Covid a suscité l'intérêt pour une alimentation plus saine. En Chine, par exemple, 71 % des consommateurs déclarent qu'une alimentation saine est une priorité pour eux depuis l'épidémie de COVID (selon une étude Mintel, « Les aliments d'origine végétale dans un monde post-COVID-19 », août 2020). De plus, avec la propagation du Covid-19, de nombreuses personnes ont pris conscience de l'importance de maintenir un système immunitaire fort pour se protéger contre les maladies. Les compléments alimentaires naturels, tels que les vitamines, les minéraux, les antioxydants et les extraits de plantes, sont souvent considérés comme des soutiens pour renforcer le système immunitaire.

Depuis le Covid, les alternatives végétales sont considérées comme plus sûres. Les alternatives à base de plantes sont considérées non seulement comme plus éthiques, mais aussi plus sûres. Il n'est pas toujours évident de savoir exactement d'où provient la viande ou le poisson utilisés dans des produits industriels transformés. À l'avenir, les consommateurs pourraient adopter une approche "moins mais mieux", comme choisir des produits "élevés en plein air", tout en consommant moins souvent des protéines animales et en les remplaçant par des alternatives végétales à certaines occasions.

Aux US, on remarque que la pandémie a accéléré la croissance des ventes de viandes végétales de +37,5% de 2019 à 2022. On observe plusieurs tendances.

2- Une jeune pousse innovante sur des marchés colossaux

Estimation des ventes de viande d'origine végétale dans le commerce de détail, la restauration et le commerce électronique aux États-Unis de 2019 à 2022



Note: Foodservice sales are extrapolated for the total U.S. foodservice market by multiplying Circana's 41% coverage estimate by a multiplier of 2.4 to reach an estimated 100%. Foodservice sales shown are at the wholesale, distributor to operator level, NOT point-of-sale. Retail and ecommerce sales are not multiplied by do not necessarily represent 100% coverage. The retail data presented in this graph is based on custom GFI and PSFA plant-based categories that were created by refining standard SPINS categories. Due to the custom nature of these categories, the presented data will not align with standard SPINS categories.

Source: Retail - SPINS Natural Grocery Channel, SPINS Conventional Multi Outlet Channel (powered by Circana, formerly IRI & NPD) | 52 Weeks Ending 1/1/2023. Ecommerce - NPC, All Outlets 52 weeks ending 1/1/2023. Foodservice - Circana, formerly IRI & NPD/SupplyTrack, 12 ME Dec 2022.

© 2023 The Good Food Institute, Inc.



Source : GFI

En 2020, en raison de la pandémie, une grande partie des parts de marché de la restauration a été transférée au commerce de détail à cause de la fermeture des restaurants et des confinements. En 2021 et 2022, la restauration a récupéré une grande partie de son volume antérieur et le volume de la vente au détail s'est stabilisé. On observe aussi que les ventes en ligne ont connu une croissance rapide, bien que sur une base très restreinte, stimulée par la pandémie.

Depuis la pandémie, l'environnement est devenu une priorité plus élevée. Selon l'étude Mintel citée plus haut, l'environnement est devenu une priorité plus élevée pour 52% des consommateurs chinois, 48% des consommateurs brésiliens, environ 30% des consommateurs italiens et australiens, et 23% pour les consommateurs américains. Cela suggère que de plus en plus de consommateurs sont susceptibles de choisir des aliments et des boissons considérés comme meilleurs pour leur santé, comme des alternatives végétales.

Le bien-être et la santé mentale sont passés au premier plan depuis le Covid. La situation sanitaire mondiale a entraîné une augmentation du stress et de l'anxiété chez de nombreuses personnes. Certains compléments alimentaires naturels sont de plus en plus recherchés pour leur potentiel à aider à la gestion du stress et à la relaxation.

De manière générale, la pandémie a incité les consommateurs à repenser leur mode de vie et à se concentrer davantage sur leur bien-être. Ces derniers ont adopté des habitudes alimentaires plus saines, et également consommé des compléments alimentaires naturels.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

3.1 Une entreprise relativement jeune et intelligemment constituée

Vinpai est une jeune pousse sur le marché des ingrédientistes tant par son historique - avec une création il y a seulement 12 ans alors que les majors de l'industrie ont germé il y a un siècle en moyenne - que par la taille. Néanmoins, avec son positionnement exclusivement naturel, le groupe s'inscrit pleinement dans les évolutions de consommation mondiale agroalimentaire ou cosmétique. Depuis sa création en 2011, la société s'est ainsi constituée en 4 principales phases de développement qui lui ont permis de manière intelligente de s'implanter progressivement sur le marché des ingrédients naturels.

3.1.1 Des 1ers prémix pour forcer les barrières à l'entrée (2011-2014).

La 1^{ère} phase de développement de 2011 à 2014, autofinancée par les fondateurs Cyrille Damany et Philippe Le Ray, a consisté à se lancer sur le marché en initiant la commercialisation de prémix prêts à l'emploi pour fromages ou sauces mayonnaises analogues substituant ainsi le végétal au lait et œufs dans les recettes. Les agents texturants présents dans ses recettes étaient basés sur de l'amidon modifié. Les dirigeants ont par la suite rapidement décliné ces prémix sur différents fromages ou sauces. Parmi les premiers texturants commercialisés, le Vin'Tex & Melt et Vin'Pro, ont joué un rôle majeur dans l'entrée sur le marché en permettant une mise en œuvre industrielle facilitée et un coût de production optimisé en supprimant dans les formulations 2 à 3 autres ingrédients. Ces texturants dérivés de l'amidon de pomme de terre, sont encore prépondérants dans les ventes. Auparavant, comptabilisés dans la catégorie VIN'MISCEO, ils sont depuis 2021 intégrés dans la catégorie Spécialités étant donné leur apport en matière de texturation. Ces gammes répondent parfaitement aux problématiques de coûts des acteurs du marché et également à la tendance en faveur du végétal. A nos yeux, cette stratégie reposant sur la commercialisation de prémix prêts à l'emploi, avec des recettes adaptables en fonction des besoins, faciles à mettre en œuvre et capitalisant sur un marché de niche avec les débuts de la tendance végane, a été décisive pour commencer à s'introduire sur un marché aussi vaste et concurrentiel avec des cycles industriels très souvent figés.

3.1.2 Elargissement des prémix comme marque de crédibilité (2015-2017)

Dans un second temps, entre 2015 et 2017, Vinpai a poursuivi l'élargissement de sa gamme de prémix dans de nombreuses autres applications de l'industrie agroalimentaire (biscuits, frites, garnitures ou alternatives laitières). Ces applications ne sont pas forcément « véganes » mais toujours végétariennes avec comme stratégie de renforcer l'offre du catalogue pour gagner en visibilité et satisfaire plus de clients.

3.1.3 Début de la différenciation (2018-2019)

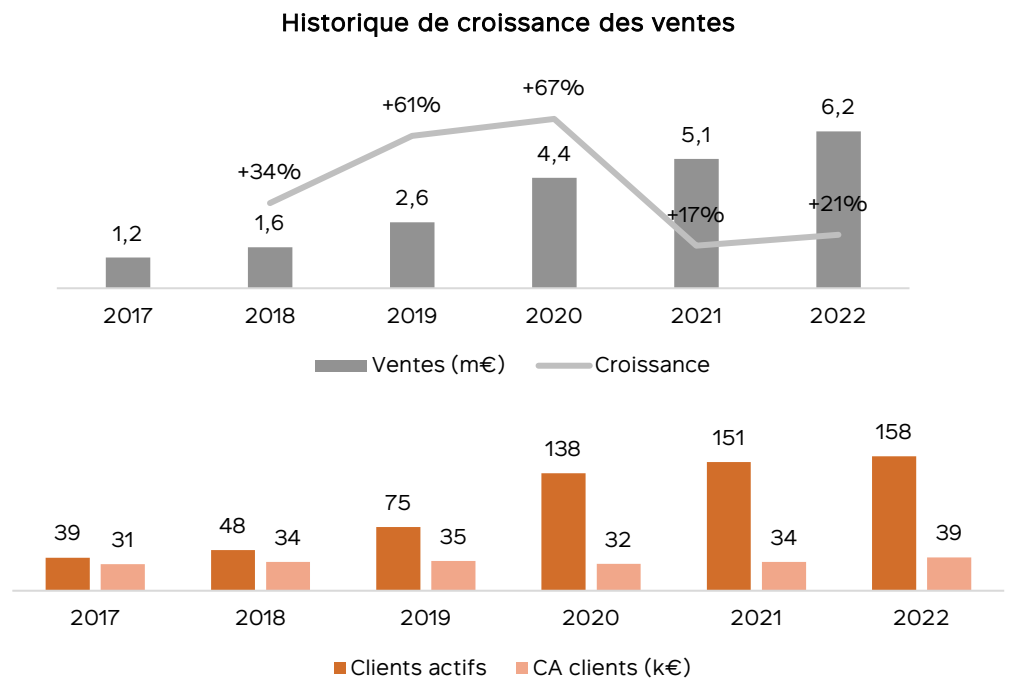
La troisième vague de développement, entre 2018 et 2019, financée successivement par Cyrille Damany (400k€) et l'entrée au capital de business angels (360k€ pour Amadéite, 260k€ pour IPC et 2m€ de ChrisProject), a consisté à élargir le catalogue d'ingrédients naturels en capitalisant sur les ressources propres à la Bretagne : les algues. Après avoir engrangé de la crédibilité et surmonté de fortes barrières à l'entrée grâce aux prémix, le groupe lance ainsi la commercialisation d'ingrédients de spécialité (Vin'Fibra et Vin'Emulsio) à base algale qui permettent de texturer, émulsifier ou stabiliser des productions agroalimentaires de manière naturelle, se substituant ainsi à des additifs chimiques décriés ou des matières grasses.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

3.1.4 Verticalisation via la croissance externe (2020-2022)

La dernière vague de 2020 à aujourd'hui a consisté à élargir la portée du catalogue et la base clientèle tant sur l'industrie agroalimentaire que sur d'autres marchés tels que la cosmétique ou le marché des compléments alimentaires. Cette étape s'est faite via la réalisation d'acquisitions ciblées pour un total de 1,84m€, soit seulement 1/4 du CA réalisé en 2022. Ainsi, Vinpai rachète CIMAPREM en décembre 2020 (70k€) dotant la société d'un savoir-faire dans les alginates appliqués aux prémix pour l'industrie cosmétique. En juin 2020, le groupe rachète le fonds de commerce d'IFS Concept Arôme pour 1,75m€ (1,3x le CA vs 2,3x en moyenne sur ce segment de marché), dotant le catalogue de plus de 3000 recettes d'arômes et d'une clientèle importante en France. L'apport d'une franchise arômes, d'origine naturelle, permet à Vinpai d'acquérir une expertise en termes de goût et de coloration alors que celle-ci se limitait à la texture et à la stabilisation des aliments. Enfin, en novembre 2020, le groupe a racheté 95% du capital de la société Breizh Algae Plant, spécialisé dans la fourniture de compléments alimentaires pour seulement 15k€. Ces acquisitions ont apporté au groupe de nouveaux savoir-faire en termes de matières premières ou de formulations (poudres).

3.1.5 Données historiques : une croissance solide

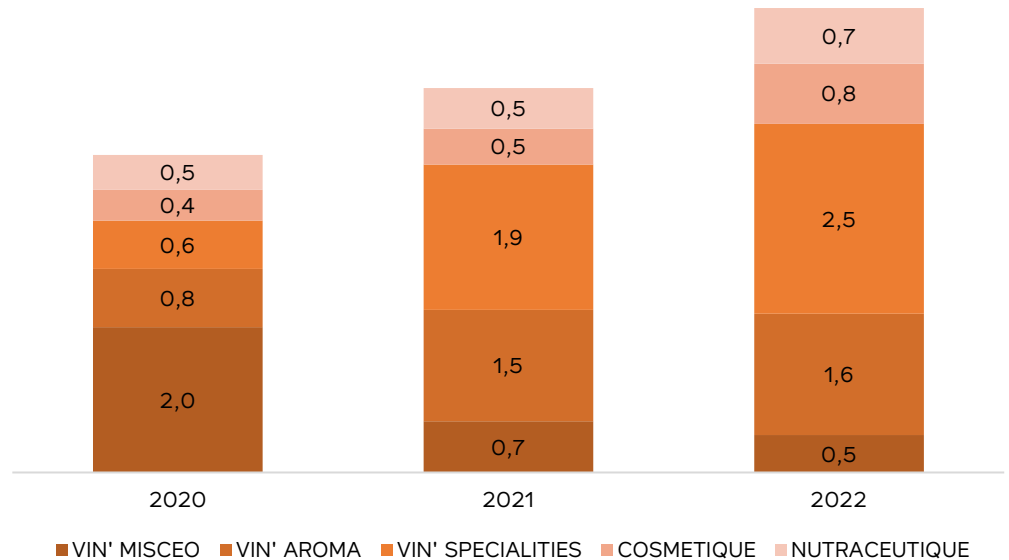


Source : Vinpai

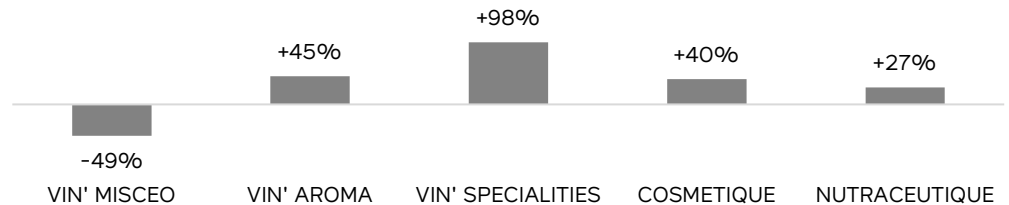
Le portefeuille du groupe enregistre une forte croissance depuis 2017. La croissance annualisée s'élève ainsi à +38% sur la période 2017-22. La croissance atteint même +61% et +67% respectivement en 2019 et 2020 grâce à (i) la commercialisation progressive depuis 2019 des ingrédients de spécialité Vin'Fibra et Vin'Emulsio à base algale qui texturent, émulsifient ou stabilisent de manière naturelle, se substituant ainsi à des additifs chimiques décriés ou des matières grasses et (ii) aux différentes acquisitions, notamment IFS Arômes (effet périmètre de +30% en 2020). En parallèle, le nombre de clients actifs (hors pharmacies) a rapidement progressé, passant de 39 en 2017 à 158 en 2022 (x4) traduisant le succès de la stratégie reposant sur un portefeuille innovant et flexible répondant à l'essentiel des besoins. La croissance des ventes a été alimentée par l'expansion de la base installée de clients alors que le CA par client est resté relativement stable sur la période, oscillant entre 31k€ en 2017 et 39k€ en 2022 (+4,7%/an).

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

Historique estimé de ventes par segment (m€)



TMVA 20-22e



Source : Invest Securities

Sur la période 2020 à 2022, selon nos estimations, la gamme VIN'SPECIALITIES s'est largement développée et a été le principal moteur de croissance. Les ventes de produits de spécialité représentaient 0,6m€ en 2020, puis 1,9m€ en 2021 et 2,5m€ en 2022. **Notons que la catégorie Vin'Tex & Melt comptabilisée dans VIN'MISCEO jusqu'en 2020 rejoint la gamme VIN'SPECIALITIES en 2021, ce qui explique la forte croissance de cette gamme sur 2021 et le déclin de MISCEO.** Corrigé de cet élément, nous estimons que la croissance TMVA 20-22e de MISCEO et SPECIALITIES étaient respectivement de -12% et +41%.

Par ailleurs, la croissance TMVA 20-22e de la gamme VIN'AROMA atteint +45% capitalisant sur les synergies avec le reste du portefeuille et à l'expansion de la base de clientèle grâce à la large palette d'arômes et au savoir-faire du groupe. En parallèle, le reste du portefeuille ressort en forte hausse : TMVA de 20-22e +40% pour la cosmétique avec une forte croissance en 2022 (>+60% estimée) grâce à la certification FSSC22000 et TMVA 20-22e de +27% pour la nutraceutique avec l'expansion des clients en pharmacie et la croissance du marché des huiles essentielles.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

3.2 Des perspectives robustes, sans même intégrer Vin'UV Protect

Sur l'ensemble des divisions, nous anticipons une croissance des ventes annualisée de +36% d'ici 2026, hors contribution de Vin'UV Protect. Nous tablons donc sur un quasi doublement de la croissance annualisée par rapport à celle réalisée entre 2020 et 2022 sur un périmètre d'activité comparable (TMVA 20-22e de +19%). La croissance sera tirée par l'ensemble des divisions et plus particulièrement par VIN'SPECIALTIES (TMVA 22-26e : +43%). En plus de la certification FSSC 2200 qui simplifie et accélère le référencement chez les nouveaux clients, l'innovation jouera un rôle central dans le quasi-doublement de la croissance à moyen terme selon nos estimations. Notons qu'au S1 23, le CA s'élève à 4,1m€, soit une croissance de +42%, traduisant la forte dynamique à venir. Par ailleurs, le carnet de commande à livrer sous 3 mois est robuste démontrant la forte visibilité des ventes. Le groupe l'évalue à fin S1 23 à 6,5m€.

Estimations des ventes globales hors Vin'UV Protect

Ventes (m€)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
FOOD	4,7	7,4	10,1	12,7	15,5	18,1	20,6
% var	+13,2%	+58,4%	+35,6%	+26,2%	+21,9%	+17,1%	+13,6%
% CA	75,2%	78,1%	77,7%	75,8%	72,2%	71,0%	71,0%
COSMETIQUE & NUTRA	1,6	2,1	2,9	4,1	6,0	7,4	8,4
% var	+51,6%	+40,0%	+45,0%	+30,0%	+20,0%	+15,0%	+15,0%
% CA	25,0%	21,9%	22,3%	24,2%	27,8%	29,0%	29,0%
COSMETIQUE	0,8	1,2	1,8	2,4	3,6	4,3	4,7
% var	+67,7%	+50,0%	+45,0%	+35,0%	+50,0%	+20,0%	+10,0%
% CA	13,0%	12,8%	13,6%	14,2%	16,6%	16,8%	16,2%
NUTRACEUTIQUE	0,7	0,9	1,1	1,7	2,4	3,1	3,7
% var	+37,3%	+16,5%	+29,7%	+48,9%	+42,3%	+30,8%	+18,7%
% CA	12,0%	9,2%	8,7%	10,0%	11,2%	12,2%	12,8%
CA TOTAL HORS VIN'UV	6,2	9,5	12,9	16,7	21,4	25,5	29,0
% var	+21,3%	+52,6%	+36,3%	+29,4%	+27,9%	+19,1%	+13,6%

Source : Invest Securities

3.2.1 FOOD (75% CA) : Forte dynamique tirée par VIN'SPECIALTIES

Selon nos estimations, la croissance de la franchise Agroalimentaire, hors acquisitions, devrait quadrupler à moyen terme (TMVA 22-26e de +35% vs TMVA 17-22e de +8% hors franchise Arôme) grâce principalement à : (i) une pénétration continue et récurrente du portefeuille auprès de clients plus réputés grâce à l'obtention de la certification FSSC 22000 alimentant l'ensemble du portefeuille, (ii) la pénétration continue du portefeuille de gammes innovantes VIN'SPECIALTIES, (iii) le lancement de VIN'NUTRA en 2024 et (iv) la dynamique solide de la gamme VIN'AROMA qui capitalisera sur les synergies avec le reste du portefeuille Agroalimentaire.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

- **Un portefeuille d'ingrédients naturel au cœur des tendances long terme**

Comme expliqué précédemment, le carnet de commande Agroalimentaire devrait continuer de se renforcer grâce au positionnement naturel du groupe avec un portefeuille « clean-label » innovant répondant aux principales tendances du marché de l'agroalimentaire. De plus, dans un marché de mastodontes, Vinpai se distingue par sa flexibilité avec une faculté à servir des quantités adaptées aux besoins des clients (quelques centaines de kilos vs centaines de tonnes pour les gros acteurs) avec des produits spécialisés, ce qui en fait un partenaire privilégié. Par ailleurs, la durée de vie plus courte des produits finis en agroalimentaire, particulièrement au niveau des arômes, constitue une opportunité selon nous. Nous considérons effectivement que Vinpai pourrait profiter du cycle de vie produits de plus en plus court pour inscrire son portefeuille innovant dans les cycles industriels à moyen/long terme. A noter que la baisse de la durée de vie produits est à nuancer car elle est généralement de plusieurs années (habituellement 10/15 ans) et reste élevée relativement à l'historique du groupe sur le marché (12 ans).

- **Certification FSSC22000, un marqueur majeur de différenciation**

La société a obtenu la certification FSSC 22000 ("Food Safety System Certification") en avril 2022.

Il s'agit de la certification de l'industrie agroalimentaire la plus stricte délivrée par l'AFNOR, qui garantit aux acteurs de la filière agroalimentaire clients de Vinpai que le groupe maîtrise efficacement les dangers liés à la sécurité des aliments. L'atmosphère conditionnée, le stockage des matières premières, les intrants, les produits semi-finis et l'expédition ainsi que le parcours d'hygiène des salariés et visiteurs sont encadrés scrupuleusement pour répondre à cette norme exigeante. La certification requiert un long processus d'audit avec des visites de sites avant délivrance puis une surveillance continue pour son renouvellement. Vinpai a commencé les démarches en 2018 pour obtenir la certification et ne l'a obtenue qu'en avril 2022. Notons que seulement 1% des fournisseurs d'ingrédients en France la possèdent. La certification FSSC 22000 expire en mai 2025. Des audits réguliers sont réalisés pour la renouveler. Le risque de non-renouvellement est très mesuré. L'entreprise est aussi certifiée ISO 9001.

L'obtention de cette certification conjuguée au positionnement innovant du groupe devrait permettre de renforcer la récurrence des ventes. Par ailleurs, la multitude des marchés aval servis par Vinpai assure une certaine résistance aux aléas potentiels d'un marché aval. Hors Aromalogie, près de 83% des ventes 2022 ont été réalisées sur la base de la clientèle acquise les années précédentes. A moyen terme, la fidélisation des clients devrait se poursuivre. En parallèle, la dépendance à certains clients devrait continuer de baisser au fur et à mesure que le groupe pénètre le marché. Si la Société réalisait 80% de son CA avec 4 clients en 2017, 25 clients représentaient cette même part de CA fin 2022.

La certification FSSC 22000 constitue un véritable atout car elle permet d'être référencé par les principaux groupes industriels de l'alimentaire. Elle favorise non seulement une meilleure visibilité, mais aussi une récurrence des revenus grâce à l'entrée dans le cycle de production de nouveaux clients à plus forts potentiels et à la surface financière plus importante. L'obtention de cette certification a été au cœur de la croissance des ventes de la division agroalimentaire et de la division cosmétique pour l'année 2022. Cette certification devrait renforcer le carnet de commandes à long terme et nous devrions assister à une forte augmentation de la demande en volume venant d'acteurs plus importants.

A noter que par mesure de précaution, le groupe a nettoyé ses comptes clients en 2021 avec l'enregistrement d'une provision pour dépréciation de créances d'un montant de 335K€. La certification FSSC 22000 devrait naturellement réduire le risque de créances douteuses en ciblant des clients plus établis.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

- Les ingrédients de spécialité, 1er moteur de croissance de la franchise FOOD

VIN'MISCEO : une franchise en croissance pérenne (TMVA 22-26e : +24%)

La gamme de prémix VIN'MISCEO devrait principalement capitaliser sur la hausse des volumes de commande venant d'acteurs à fort potentiel grâce à la certification FSSC 22000. Parmi les prémix commercialisés, les prémix fonctionnels (intégrant les produits VIN'SPECIALTIES) s'inscrivent dans les grandes tendances de consommation devraient tirer la croissance. Parmi ces prémix, on retrouve la gamme Veget'Alpa permettant la fabrication de fromages analogues, les gammes Vin'Cream ou Oleo permettant la fabrication de crème lactière et margarine analogues, les gammes Vin'Chup, Mayo, Toppiz et French fries permettant la fabrication de « sauces et frites alternatives » et la gamme Vin'Casing qui est une alternative algale pour la fabrication de boyaux végétaux pour les saucisses par exemple.

On anticipe ainsi une croissance MT (TMVA 22-26e) de +24% et à plus long terme de (TMVA 26-30e) de +7% globalement en ligne avec la croissance estimée du marché des Prémix.

VIN'SPECIALTIES : principal moteur de croissance (TMVA 22-26e : +43%)

- Ingrédients déjà commercialisés

Selon nos estimations, les ingrédients fonctionnels Vin'Fibra, Vin'Emulsio et V-SALT, actuellement commercialisés, seront les principaux moteurs de croissance à moyen terme alors que VIN'NUTRA devrait constituer un nouveau relais de croissance à compter de 2024. La gamme Vin'Tex, qui se décline en plusieurs solutions, contribuera dans une moindre mesure à la croissance de la franchise VIN' SPECIALTIES.

Vin'Fibra, Vin'Emulsio et V-SALT, solutions alliant algues et fibres végétales, capitaliseront sur la demande forte en alternatives naturelles aux additifs chimiques permettant une amélioration de la texture, de la stabilité et des préparations alimentaires ainsi que le nutriscore. Vin'Fibra se décline en deux options : Vin'Fibra R50, texturant à spectre ciblé pour la biscuiterie ainsi que Vin'Fibra R84, texturant à large spectre. Les ingrédients Vin'Fibra et Vin'Emulsio sont véganes, sans gluten, sans OGM et sans allergène.

La franchise VIN'SPECIALTIES comprend aussi une déclinaison de produits de texturation qui sont des solutions de formulations d'amidons modifié.

Ces ingrédients fonctionnels, moins innovants que les solutions à base algale, sont également utilisés en tant qu'agents texturants. La gamme Vin'Tex répond ainsi à une forte demande : de nombreux fromages râpés commercialisés en grandes surfaces doivent être mélangés à du fromage analogue pour une meilleure tenue dans le temps et un meilleur fondu à la cuisson.

Vin'Tex facilite non seulement la mise en œuvre industrielle, mais offre aussi un coût optimisé de production. En effet, son utilisation permet de supprimer 2 à 3 autres ingrédients dans les recettes pour optimiser la préparation et de faciliter les productions locales. La gamme de texturants Vin'Tex, basé sur de l'amidon modifié, est sans gluten et naturelle mais est défavorable sur le nutriscore du produit par rapport à Vin'Fibra et Emulsio. Par ailleurs, le groupe développe en parallèle une nouvelle technologie de farine/fécule fonctionnelle qui pourrait rapidement se substituer aux amidons modifiés. Celle-ci baptisée Vin'Pollinis devrait être commercialisé d'ici fin 2023.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

A long terme, les gammes Vin'Fibra et Emulsio devrait être privilégiés par la clientèle. Etant donné le stade de développement précoce de la société sur le marché et la durée de vie relativement longue des produits finis en agroalimentaire, le risque de cannibalisation sur la croissance est très limité. De son côté, V-SALT continuera de capitaliser sur la forte demande en produits allégés en sel.

En France, le groupe a signé un partenariat avec Adétis afin d'accélérer la pénétration des gammes Vin'FibrAlg et V-SALT. Adétis est un spécialiste du négoce et de la distribution d'ingrédients. Dans le cadre de cet accord, VINPAI pourra capitaliser sur le portefeuille de plus de 800 clients actifs dans le secteur de l'agroalimentaire d'Adétis, alors qu'Adétis aura l'exclusivité de la distribution de Vin'FibrAlg et V-SALT en France. Cet accord associe donc 2 PME françaises animées par une ambition commune : favoriser le développement du clean label en France.

o **VIN'NUTRA, un nouveau relais de croissance à base algale dès 2024**

La gamme VIN'NUTRA (extraits d'actifs d'algues) est une gamme fonctionnelle d'origine non-animale et non chimique, combinant des qualités nutritionnelles uniques issues des actifs et oligo-éléments marins. Cette gamme contribuera à la croissance de la division Agroalimentaire à partir de 2024 et plus fortement à partir de 2025 selon nos estimations. Vinpai doit encore procéder aux déclarations Novel Food pour commercialiser ces gammes en Europe dans les 12 à 24 mois, mais elles sont déjà commercialisables en Amérique du Sud ou en Afrique, où la Société aurait déjà des prospects intéressés.

Il s'agit d'une gamme clean-label prometteuse répondant aux besoins des principales tendances de la consommation. Le défaut des recettes véganes actuelles est la carence en certains nutriments essentiels pour l'organisme. VIN'NUTRA apportera une complémentation alimentaire naturelle, directement intégrée dans des recettes d'aliments transformés industriels. Par ailleurs, cette gamme permettra de fournir des produits finis à haute valeur nutritionnelle dans les pays en développement, ce qui constitue une orientation stratégique aujourd'hui. Pour la gamme VIN'NUTRA, une quinzaine d'industriels aurait déjà manifesté leur intérêt. Ce produit pourrait s'avérer essentiel pour lutter contre la malnutrition.

Déclinaison de la gamme VIN'NUTRA à destination de l'agroalimentaire

N°	SIGLE	DESIGNATION GAMME	PRODUITS	ACTIFS	CIBLE
1	OSPS®	OCEAN SULFATED POLY-SACCHARIDES	OSPS Self-Defense®	SPS	Renforcement des défenses immunitaires
			OSPS Stress-Care®		Réduction des impacts du stress (anhédonie, état dépressif...)
			OSPS Chol-Clear®		Prévention des troubles générés par l'hyper-lipidémie (athérosclérose, insuffisance cardiaque, respiratoire, dégénérescence ...)
2	OETE®	OCEAN ESSENTIAL TRACE-ELEMENTS		OLIGO ELEMENTS ESSENTIELS	Apporter à l'organisme les éléments minéraux métalloïdes (ultra trace elements) indispensables au fonctionnement des métabolismes (métabolisme)
3	OFBI®	OCEAN FIBER BIOMIC INGREDIENTS		PREBIOTIQUE	Nutrition ciblée de l'intestin (apport de fibres polysaccharidiques riches en Rhamnose) visant à garantir un bon équilibre du microbiote
4	OEAA®	OCEAN ESSENTIAL AMINO-ACIDS		ACIDE AMINES ESSENTIELS	Apport complet et équilibré en acides aminés essentiels d'origine marine
5	OUFA®	OCEAN UNSATURATED FATTY-ACIDS		ACIDES GRAS ESSENTIELS	Concentrat d'acides gras polyinsaturés (oméga 3 & 6) à chaînes longues (c20-c22) d'origine algale pour assurer l'équilibre du système hormonal - Apport de EPA et DHA

Source : Vinpai

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

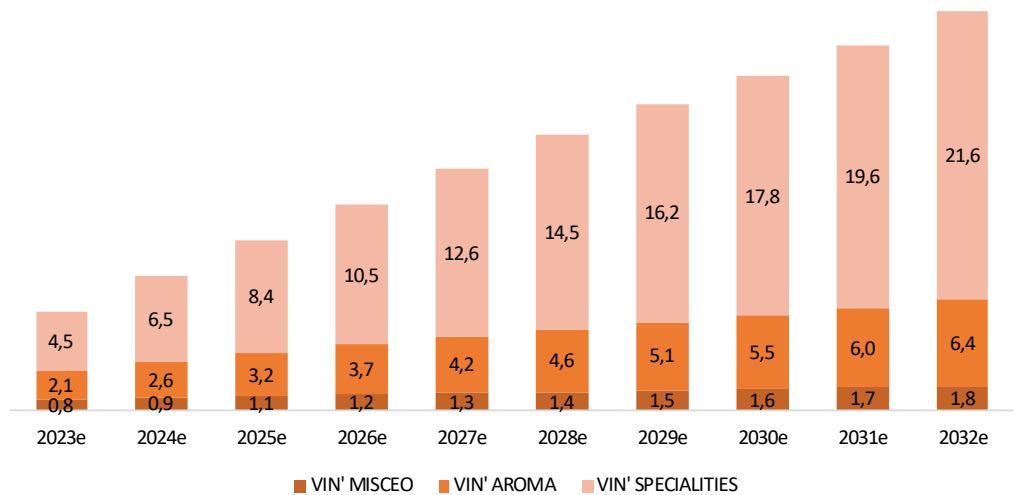
A noter que VIN'NUTRA à destination du marché de la nutraceutique se déclinera sous un autre nom (ESSENTI'ALG).

En somme, pour VIN'SPECIALTIES, nous tablons sur un TMVA 22-26e des ventes de +43%. La croissance sera soutenue par la pénétration continue du portefeuille d'ingrédients fonctionnels déjà commercialisés et par la commercialisation de VIN'NUTRA dès 2024.

VIN'AROMA : en synergie avec le reste du portefeuille (TMVA 22-26e : +23%)

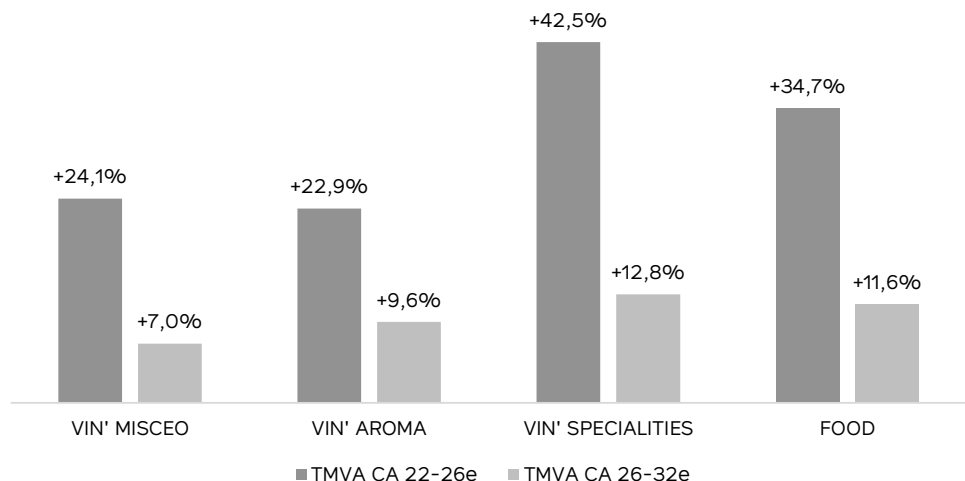
Concernant la gamme VIN'AROMA, nous anticipons un TMVA 22-26e de +21%. Nous estimons que la croissance de VIN'AROMA devrait tirer profit de son positionnement en synergie avec les ingrédients de spécialités et les prémix. Par ailleurs, le groupe devrait continuer à étoffer son portefeuille d'arômes naturels et faire valoir son savoir-faire en matière de goûts (salés ou sucrés) avec le référencement auprès de nouveaux clients.

Estimations de la franchise Food/Agroalimentaire



Source : Invest Securities

Articulation de la croissance des ventes à MT



Source : Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont en aucun cas garanties.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

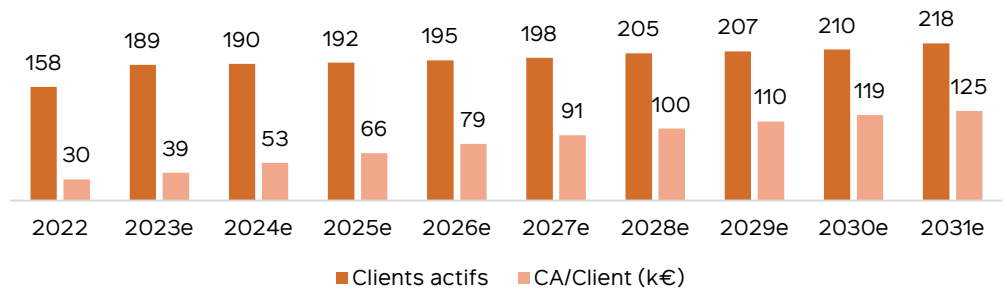
T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

Au global sur la franchise Agroalimentaire, on anticipe une croissance à long terme en ligne avec la croissance du marché des ingrédients naturels à base de plantes (TMVA 26-32e de +12%). De manière générale, grâce à la certification FSSC 22000 et à la densification du portefeuille d'ingrédients naturels, nous estimons que la croissance devrait plutôt être alimentée par l'augmentation des volumes par client que par l'augmentation de la base clientèle. Nos estimations font ressortir une hausse de la clientèle de +5,4% d'ici 2026 et de +28% du CA/client.

Evolution estimée de la base clientèle active



Source : Invest Securities

3.2.2 COSMETIQUE (13% CA 2022) : une croissance soutenue par l'innovation

A l'instar de la franchise Agroalimentaire, la division Cosmétique devrait tirer profit à court terme de l certification FSSC 22000. A plus long terme, le principal moteur de croissance de la division sera l'innovation. Alors qu'aucune innovation majeure n'avait été réalisée depuis la reprise de l'activité en 2019, tant sur la gamme de masque alginate (Peel off) que sur la gamme des ingrédients texturants (CIMALGIN), la société a décidé de relancer l'innovation avec deux principaux projets moyen terme : Vin'Hybrid et Vin'UV Protect (voir partie IV), pouvant bouleverser le paradigme des filtres UV solaires.

Premièrement, l certification FSSC 22000 devrait soutenir la croissance des ingrédients déjà commercialisés tels que Cimalgin, les masques peel-off ou les prémix fonctionnels vendus en marque blanche. Pour rappel, Cimalgin est un ingrédient fonctionnel qui se compose de différents alginates de sodium. Ces alginates sont souvent utilisés par les industriels de la cosmétique en tant qu'épaississants ou agents gélifiants naturels, dotant le produit d'une texture brillante et non collante.

En parallèle, parmi les innovations issues du savoir-faire « cross technology », le groupe a développé Ultratex Care qui sera un des principaux leviers de croissance à moyen terme. ULTRATEX CARE est un autre ingrédient fonctionnel développé par l'entreprise sous forme de solution végétale tout-en-un. Il a été développé afin de réaliser des émulsions telles que des crèmes avec un faible pourcentage d'huile tout en gardant une grande stabilité. Ultratex Care répond de manière efficace aux besoins des process industriels grâce à l'émulsion réalisée à froid, à sa longue stabilité dans le temps, et sa compétitivité prix. La demande des acteurs de la cosmétique en émulsifiants est très forte, particulièrement en Asie. A noter qu'ULTRATEX CARE respecte la réglementation chinoise.

En termes de nouveaux actifs, le groupe développe actuellement **Vin'Hybrid** qui est une gamme d'actifs naturels cosmétiques, dits « actifs bio-hybrides », isolés grâce à la modification de la structure physico-chimique de montmorillonites (des argiles naturelles) avec des sucres issus des algues (de manière naturelle). **Le développement de Vin'Hybrid nécessite des investissements complémentaires en R&D notamment au niveau de la validation des actifs (tests d'efficacité à refaire) et ces nouveaux actifs devraient être commercialisés à partir du S2 2025.** Ils comprennent par exemple des actifs anti-rides, et des actifs détoxifiants.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont ni recommandations ni conseils en investissement. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

Deux familles d'applications sont actuellement à l'étude pour ces techniques, après études en laboratoire :

- Des agents naturels d'émulsification, qui permettraient de réaliser des émulsifications avec jusqu'à 80% d'eau pour 20% de matières grasses.
- Des actifs cosmétiques à fortes allégations, comme les ingrédients fonctionnels Vin'Care Protect (qui sera intégré dans cosmétiques préparant la peau au bronzage, des soins de la peau et soins anti-âge), Vin'Care Repair (qui stimule la production de collagène, permet de drainer les toxines) et agit sur les protéines P53 qui détériorent l'ADN des cellules) et Vin'Care Anti-Wrinkles (combinant les propriétés des ingrédients précédents, à destination de lotions anti-rides).

Ainsi, nous estimons que la franchise Cosmétique hors Vin'UV Protect (13% CA groupe en 2022) devrait progresser de +45%/an d'ici fin 2026, avec une forte accélération en 2026 avec le lancement des gammes Vin'Hybrid.

3.2.3 NUTRACEUTIQUE (12% CA) : L'expansion du réseau en priorité

Pour rappel, Vinpai se positionne sur le marché des compléments alimentaires au travers de son offre Aromalogie qui se décline en algaromathérapie, algathérapie et exothérapie.

- L'algaromathérapie est un concept innovant qui désigne l'association de carbonate de calcium d'origine marine avec des algues marines et huiles essentielles. Cette gamme propose des compléments alimentaires qui permettent la régulation de l'équilibre acido-basique et agissent de manière ciblée et efficace grâce aux propriétés des huiles essentielles chémotypées (utilisées pour favoriser le sommeil, la digestion, anti-stress, troubles hépatiques, respiratoire, urinaires, etc).
- La gamme « algathérapie » propose également des compléments alimentaires à base d'actifs d'origine algale, qui sont sélectionnés pour corriger les déficits en apports minéraux du corps humain. Ces compléments sont certifiés Friends of the Sea®, label qui contribue activement à la préservation des océans (grâce notamment à des méthodes de pêche durable).
- La gamme « exothérapie marines » est aussi commercialisée par l'entreprise et répond à la forte demande en huiles essentielles. Il s'agit d'une gamme d'huiles essentielles liquides utilisant les vertus thérapeutiques des huiles essentielles bio chémotypées, présentées sous forme de sprays et huiles de massage. Le marché français des huiles essentielles vendues en pharmacie en compléments alimentaires, qui est la cible de Vinpai à travers son réseau de pharmacies partenaires, s'élève à 202m€ selon les données de marché.

Sur la division NUTRACEUTIQUE, nous anticipons une accélération de la dynamique de croissance à moyen terme avec un TMVA 22-26e de +34% (vs TMVA 20-22 : +27%) sous l'effet de :

- **L'agrandissement du réseau de pharmacies partenaires.** Le groupe commercialise son portefeuille dans environ 300 pharmacies en France, ce qui représente une très faible proportion du marché (environ 1,4%). Le groupe souhaite élargir sa clientèle avec l'embauche de responsables régionaux faisant la promotion du portefeuille. A terme, nous tablons sur un accroissement relativement mesuré de la part de marché à 6,6%, soit 1342 pharmacies commercialisant le portefeuille aromalogie. Nous ajusterons nos estimations au fur et à mesure des annonces.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

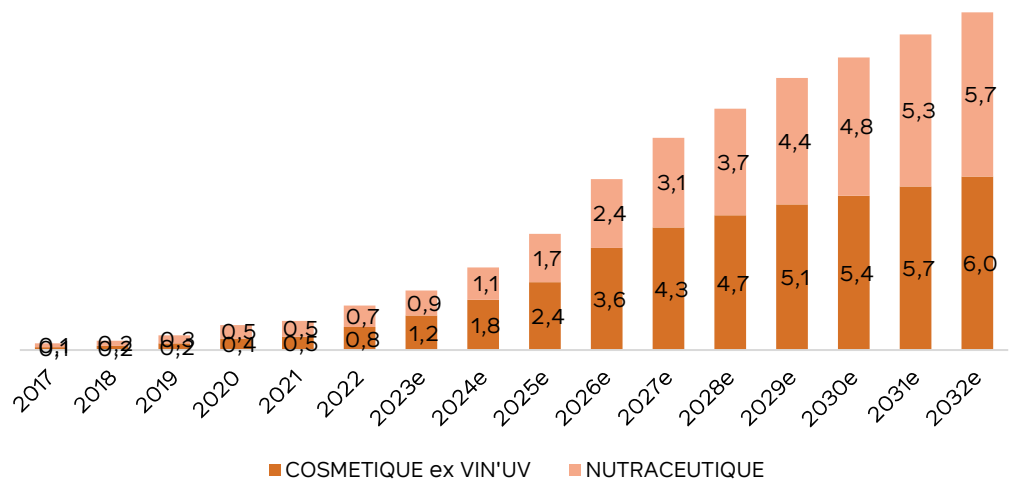
- o **La commercialisation d'Essenti'Alg à partir de 2023**, version complément alimentaire de VIN'NUTRA. Pour modéliser ce vecteur de croissance, nous intégrons une hausse progressive du panier moyen d'achat à 36€ en 2027 à partir de 2025 (vs 25€ estimé aujourd'hui).
- o **L'amélioration du référencement web d'aromalogie.com**. Le dernier levier de croissance que nous incluons dans notre modèle est le développement des ventes sur internet. Pour rappel, la vente en ligne représente 1/4 des ventes de compléments alimentaires. L'amélioration du référencement se fera progressivement avec des efforts de communication. En 2022, les ventes sur internet étaient négligeables (1% CA Nutraceutique estimé). A terme, nous intégrons une répartition en ligne avec celle du marché des compléments alimentaires : 70/30%.

Estimations ventes NUTRACEUTIQUE

Année	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nombre de pharmacies en France	20318	20318	20318	20318	20318	20318	20318
Pharmacies partenaires Aromalogie	288	346	432	540	675	776	893
Part de marché	1,4%	1,7%	2,1%	2,7%	3,3%	3,8%	4,4%
CA Pharmacie (m€)	0,7	0,8	1,0	1,5	2,0	2,5	2,9
Achat moyen	25,6 €	25,6 €	25,6 €	29,5 €	32,4 €	35,7 €	35,7 €
Volumes	26 432	31 719	39 648	49 560	61 951	71 243	81 930
Volumes/Pharmacie	92	92	92	92	92	92	92
% pharmacie	99%	93%	89%	85%	81%	77%	73%
% Aromalogie.com	1%	7%	11%	15%	19%	23%	27%
CA eCommerce (m€)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8
CA Compléments alimentaires	0,7	0,9	1,1	1,7	2,4	3,1	3,7
<i>var</i>		<i>+22,7%</i>	<i>+30,3%</i>	<i>+29,7%</i>	<i>+48,9%</i>	<i>+42,3%</i>	<i>+30,8%</i>
				<i>+18,7%</i>			

Source : Invest Securities

Estimations de CA COSMETIQUE & NUTRACEUTIQUE



Source : Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont pas garantis par Invest Securities. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

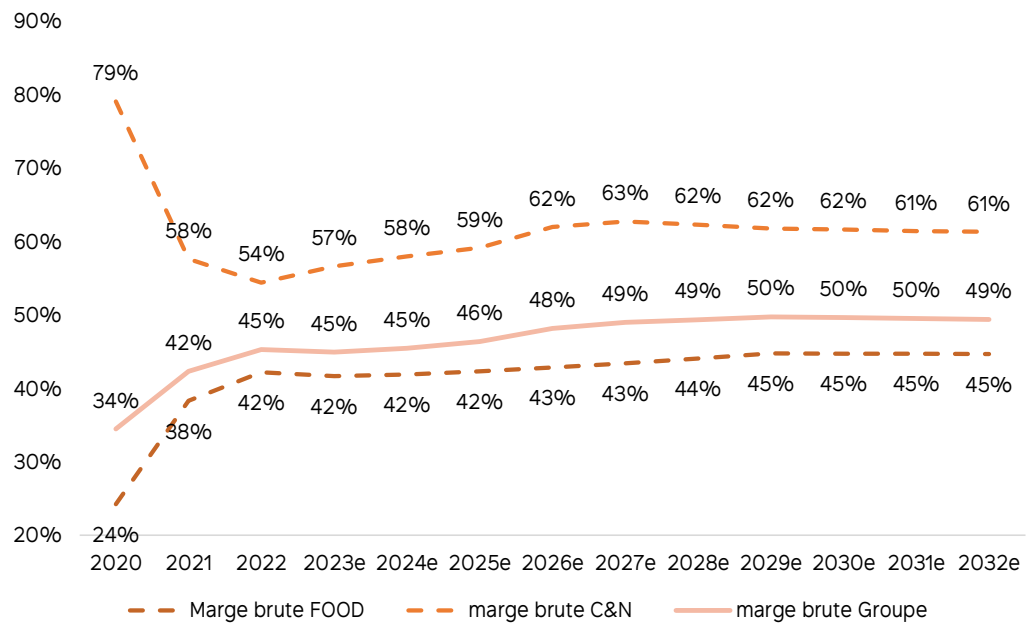
3.3 Des marges en progression grâce à un mix produit favorable

En termes de marges, à terme, nous anticipons une convergence progressive de la marge d'EBITDA ajusté (hors R&D capitalisée) aux niveaux des comparables (hors spécialistes des enzymes), soit 18,6%, alimentée par : (i) la progression de la marge brute du fait d'un mix produit favorable, (ii) des dépenses opérationnelles maîtrisées malgré la progression attendue des effectifs et la poursuite des investissements R&D permettant d'alimenter la croissance. Pour rappel, nos estimations n'intègrent pas Vin'UV Protect à ce stade (voir partie IV). En intégrant Vin'UV Protect, nous anticiperions une marge d'EBITDA ajusté de 29% à long terme.

3.3.1 Un mix produit favorable avec le lancement de nouveaux produits

Nous estimons que la marge brute devrait progresser de +400pbs à long terme pour atteindre 49%. Cette progression repose sur un mix produit favorable avec un impact positif du lancement de nouveaux produits, plus innovants et mieux margés, et l'accès à des clients plus prestigieux, en Occident, grâce à la certification FSSC 22000 impactant positivement les prix. La division C&N devrait être le principal levier de croissance de la marge brute selon nos estimations.

Evolution de la marge en fonction du mix

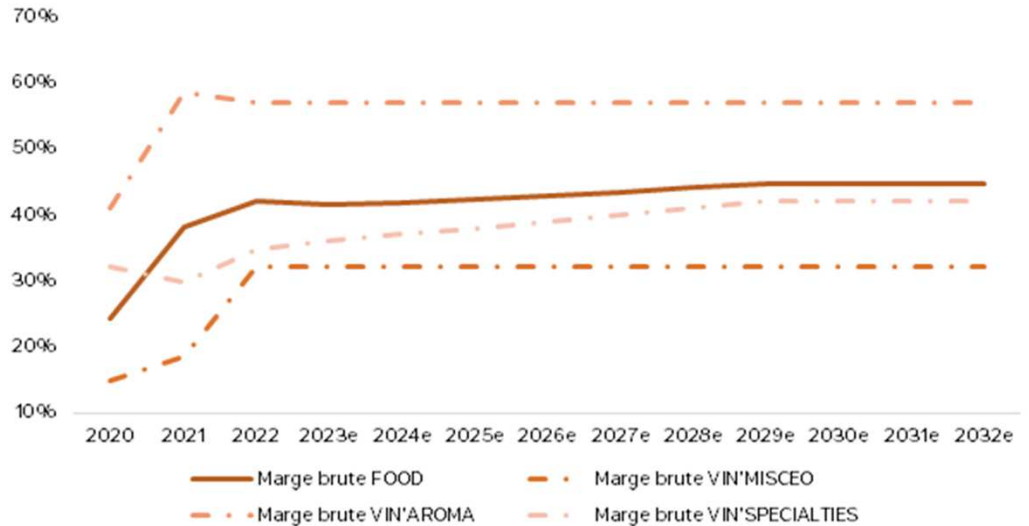


Source : Invest Securities

En détails, sur la division FOOD, on anticipe une marge d'environ 45% d'ici 2029, en hausse de +250pbs vs 2022, tirée par la croissance de la franchise VIN'AROMA, mieux margée, et par le lancement de nouveaux produits sur la franchise VIN'SPECIALTIES à partir de 2024 (VIN'NUTRA notamment). En toile de fond, l'accès à des clients mieux établis sur le marché devrait tirer la croissance en volume et également en termes de prix.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

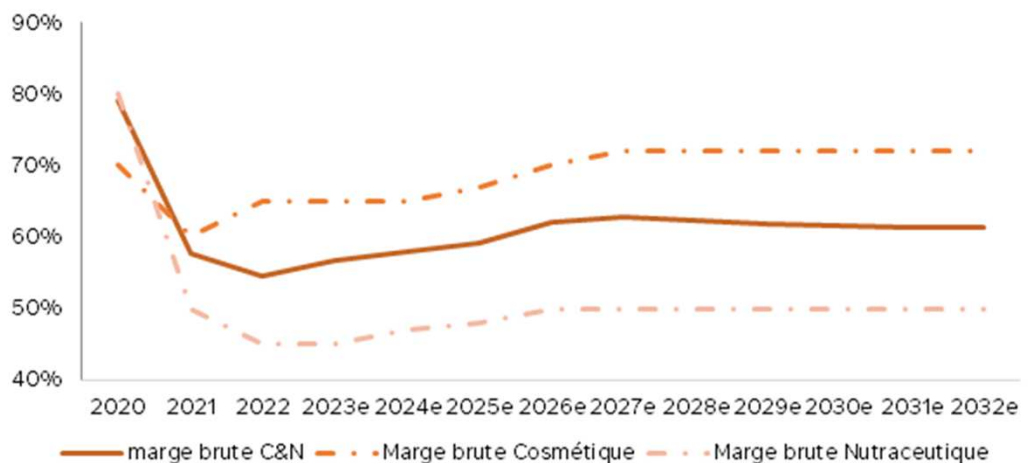
Evolution estimée de la marge brute FOOD (hors Vin'UV Protect)



Source : Invest Securities

Sur la division C&N (COSMETIQUE ET NUTRACEUTIQUE), nous tablons sur une marge brute en progression de +650pbs, soit environ 61%, avec un mix produit globalement favorable et des marges brutes respectives tirées par le lancement de nouveaux produits en cosmétique (Vin'Hybrid) et nutraceutique (Essenti'Alg) et l'accroissement des ventes en ligne dans la franchise NUTRACEUTIQUE. Ces estimations n'intègrent pas Vin'UV Protect.

Evolution estimée de la marge brute C&N (hors Vin'UV Protect)



Source : Invest Securities

3.3.2 Des OPEX en hausse, mais globalement maîtrisées

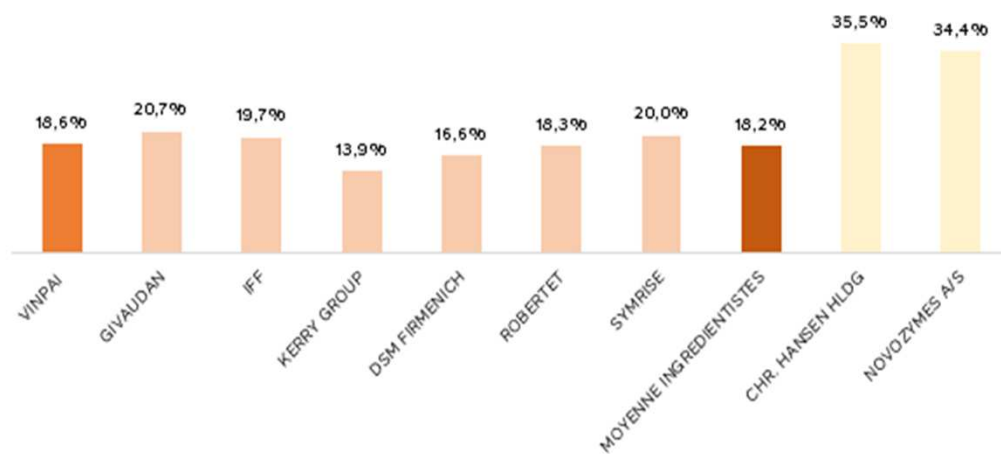
Nous anticipons une progression des OPEX de +15%/an à horizon 2026. A noter que les OPEX ont été négativement impactées (-202k€) en 2022 par les frais liés à l'IPO qui a été repoussée. Le point d'inflexion sur la rentabilité se situant à environ 8,5m€, avec un CA 2023e de 9,5m€, la rentabilité devrait être atteinte en 2023 selon nos estimations.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

En détails, dans nos estimations, nous avons intégré (i) un maintien des dépenses R&D à moyen terme en % du CA (6,5% du CA vs 6,9% fin 2022 et 5,6% fin 2021), ce qui est en ligne avec les comparables ingrédientistes et (ii) une hausse des dépenses de personnel avec une augmentation attendue des effectifs (45 ETP fin 2025 vs 35 ETP fin 2022), particulièrement sur le volet commercial et industriel.

En somme, nous anticipons une marge d'EBITDA ajusté de 18,6% à long terme, globalement en ligne avec les comparables ingrédientistes.

Convergence de la marge d'EBITDA ajusté vers la moyenne de l'industrie



Source : Invest Securities

3.3.3 Objectifs 2025 peu risqués (hors Vin'UV Protect)

Ainsi, au global, nos estimations tablent sur : (i) un quasi doublement de la croissance annualisée à horizon 2026 dans un périmètre globalement comparable (TMVA 22-26e : +36% vs TMVA 2020-22 : +19%) et (ii) une progression des marges grâce à l'amélioration du mix produit et au contrôle des OPEX.

Selon nos hypothèses, les objectifs 2025 seront atteints.

	Guidance 2025	IS	IS (avec Vin'UV Protect)
CA	16m€	16,7m€	19,3m€
Marge d'EBITDA société	10,0%	11,0%	16,6%

Source : Invest Securities

Les objectifs formulés par la société nous semblent peu risqués étant donné la forte demande en ingrédients naturels et la récurrence des revenus. Nous apprécions la verticalisation de l'activité Agroalimentaire opérée ces dernières années ainsi que la stratégie d'innovation « cross technology » alimentant la croissance sur l'ensemble du portefeuille produits. Pour rappel, à l'instar de Vinpai, nos estimations n'intègrent pas de ventes de Vin'UV Protect. En intégrant Vin'UV Protect, nous anticiperions des ventes 2025 de 19,3m€. Avec la certification FSSC 22000 et le pipeline en développement, Vinpai entre à partir de 2023 dans une 5^{ème} phase de croissance qui sera vivace et rentable comme en témoigne la réalisation T1 23 (CA T1 23 : +64%).

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

P&L estimé par IS

P&L	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA	6,2	9,5	12,9	16,7	21,4	25,5	29,0
% var	+21,3%	+52,6%	+36,3%	+29,4%	+27,9%	+19,1%	+13,6%
COGS	-3,4	-5,2	-7,1	-9,0	-11,1	-13,0	-14,7
% var	+15,0%	+53,5%	+35,2%	+27,1%	+23,7%	+17,2%	+12,8%
% CA	-55%	-55%	-55%	-54%	-52%	-51%	-51%
Marge brute	2,8	4,3	5,9	7,8	10,3	12,5	14,3
% var	+29,7%	+51,5%	+37,7%	+32,1%	+32,8%	+21,2%	+14,4%
% CA	45,3%	45,0%	45,5%	46,4%	48,2%	49,0%	49,4%
Autres produits d'exploitations	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
% var	+16,1%	-24,2%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%
OPEX	-4,2	-4,3	-5,4	-6,3	-7,4	-8,6	-9,7
% var	+19,5%	+2,1%	+24,5%	+17,1%	+18,4%	+16,1%	+12,3%
% CA	-68%	-45%	-41%	-37%	-35%	-34%	-33%
EBITDA société	-0,9	0,3	0,9	1,8	3,2	4,2	5,0
% var	-2,3%	-134,0%	+174,4%	+111,9%	+75,4%	+30,6%	+17,6%
% CA	-15,0%	3,3%	6,7%	11,0%	15,1%	16,6%	17,1%
EBITDA ajusté	-1,3	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9	4,6
% var	-2,1%	-97,5%	-1696,2%	+187,0%	+93,1%	+34,3%	+19,1%
% CA	-20,6%	-0,3%	4,0%	8,9%	13,5%	15,2%	15,9%
DAM	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0
EBITA ajusté	-1,5	-0,2	0,3	1,1	2,4	3,2	3,9
% var	-22,6%	-83,0%	-210,7%	+293,8%	+118,4%	+37,7%	+20,2%
% CA	-23,3%	-2,6%	2,1%	6,4%	11,0%	12,7%	13,4%
EBIT	-1,3	-0,1	0,4	1,2	2,5	3,3	4,0
% var	-21,1%	-95,2%	-825,9%	+174,7%	+103,1%	+35,0%	+18,9%
% CA	-20,2%	-0,6%	3,4%	7,2%	11,5%	13,0%	13,7%
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Résultat exceptionnel	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts sur les bénéfices	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9
RN	-1,5	-1,0	0,3	0,9	1,9	2,5	3,0
% var	-7,5%	-32,2%	-128,7%	+215,8%	+104,2%	+36,6%	+18,7%
% CA	-24%	-11%	2%	5%	9%	10%	10%
RN ajusté	-1,4	-0,4	0,2	0,8	1,8	2,5	2,9
% var	+14%	-75%	-164%	+267%	+112%	+38%	+19%
% CA	-23%	-4%	2%	5%	8%	10%	10%

Source : Invest Securities

A noter qu'en-dessous de l'EBITA, nous intégrons :

- Des charges financières de -0,4m€ avec un coût de la dette estimée à environ 7,5%.
- Une charge exceptionnelle de -0,6m€, correspondant au solde de dette de M. Damany après le succès de l'IPO. M. Damany a souscrit à l'IPO pour un montant de 610k€ par compensation avec une partie de l'avance en compte courant qu'il détenait à l'encontre de Vinpai (1,3m€ avant levée). Le solde est activé au Bilan en dettes.
- Un impôt sur les sociétés normatif de 25%. En parallèle, le groupe reçoit du CIR à hauteur de 0,1m€/an en moyenne.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

3.3.4 Une AK de 7m€ via IPO qui renforce durablement la visibilité financière

Cette 5^{ème} phase de développement caractérisée par une forte croissance des ventes et des marges devrait également soutenir la dynamique de FCF. Nous anticipons l'atteinte d'un FCF opérationnel positif en 2026. Mi-juillet, Vinpai a annoncé le succès de son IPO sur Euronext Growth® Paris. La levée est ressortie à 7m€, dont 2,4m€ par compensation de créances. Le montant net de l'opération s'élève à 5,9m€ après déduction des différents frais et commissions. L'opération a été un succès auprès des particuliers avec une demande de plus de 1m€. Le prix de souscription fixe de 6,55€/action a conduit à la création de 1 068 701 actions nouvelles. Le produit net de l'opération sera alloué pour 2,4m€ au remboursement d'une partie des dettes et le solde de 3,5m€ servira pour 40% au financement du BFR, 35% aux CAPEX, 20% seront dédiés au renforcement des équipes commerciales et 5% au financement de l'innovation. Le montant net levé offre une visibilité jusqu'au T4 25 selon nous, laissant au groupe une marge de manœuvre confortable pour aborder sereinement la période de forte croissance à venir.

Nos estimations de FCF sont basées sur :

- **Capex** : Au niveau des CAPEX, le groupe compte augmenter sa capacité de production pour répondre à la forte demande en ingrédients naturels. Ainsi, l'objectif est de passer à 1000 tonnes par mois dès le S2 23 (vs 400 tonnes par mois actuellement), soit 12 000 tonnes annuelles fin 2023, pour un investissement limité estimé à -700k€. Par ailleurs, en 2025, Vinpai anticipe le besoin d'une nouvelle ligne de production pour un montant de -1m€, qui permettra à nouveau de réaliser 800 T/mois, soit 9600 T de capacité de production complémentaire. Sur la division FOOD, en intégrant un prix à la tonne stable (2,5k€/an), nos estimations n'intègrent pas un besoin de production équivalent. Avec un prix de vente à la tonne stable, les capacités de production à partir de 2025 pourraient permettre de générer des revenus de 55m€ vs 42m€ estimés en 2032 par IS. Nous intégrons par ailleurs des CAPEX maintenance de 2% du CA à terme.
- **BFR** : nous tablons sur une légère amélioration à 17% du CA ou 63 jours de CA en 2032 vs 77 jours de CA et 21% CA en 2022, soutenue par la réduction du poste Créances clients avec l'accès à des clients mieux établis en Occident avec une surface financière plus large du fait de l'obtention de la certification FSSC 22000. Concernant les stocks, nous anticipons un niveau équivalent à moyen terme à celui de 2022 avec une baisse des prix des matières premières compensée par la hausse de l'activité. De même, nous anticipons un ratio en %CA des dettes fournisseurs globalement stable.

FCF estimés hors Vin'UV Protect

en m€	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBITDA retraité	-1,3	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9	4,6
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0
Total Capex hors R&D capitalisée	-0,1	-0,7	-0,2	-1,0	-0,4	-0,5	-0,6
FCF opérationnel net IS avt BFR	-1,4	-0,7	0,3	0,2	1,9	2,6	3,1
Variation BFR	0,9	-0,7	-0,6	-0,3	-0,7	-0,5	-0,6
FCF opérationnel net IS après BFR	-0,5	-1,4	-0,4	-0,1	1,2	2,1	2,4
Acquisitions/cessions	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Free cash-flow publié	-0,4	3,6	-0,4	-0,1	1,2	2,1	2,5

Source : Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont pas garanties et peuvent être sujettes à modification sans préavis. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

Bilan estimé							
m€	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Immobilisations incorporelles	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	4,0
Immobilisations corporelles	1,0	1,5	1,4	2,0	1,9	1,8	1,6
Immobilisations financières	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total actif immobilisé	4,3	5,0	5,1	5,9	5,9	5,8	5,7
Stocks	1,2	1,9	2,6	3,3	4,3	5,1	5,8
Créances	2,0	2,6	3,2	3,4	4,1	4,2	4,8
Trésorerie & équivalents	0,4	4,0	0,4	-0,5	0,5	2,0	4,4
Autres actifs circulants	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Total actif	8,4	13,9	11,7	12,5	15,1	17,4	21,0
Capitaux Propres pdg	0,4	5,4	5,7	6,6	8,5	11,0	14,1
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux Propres	0,4	5,4	5,7	6,6	8,5	11,0	14,1
Dettes financières	5,8	5,7	2,5	1,8	1,5	0,9	0,9
Provision	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes fournisseurs	1,2	1,8	2,5	3,2	4,1	4,5	5,2
Autres dettes	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total passif	8,4	13,9	11,7	12,5	15,1	17,4	21,0

Source : Invest Securities

La situation bilantielle comprend les principaux éléments suivants :

- Un actif immobilisé de 4,3m€ fin 2022, incluant 3,3m€ d'immobilisations incorporelles et 1,0m€ d'immobilisations corporelles. L'actif immobilisé est amené à se renforcer d'ici 2025e selon nos projections d'investissements dans l'outil industriel pour répondre à la demande en ingrédients naturels.
- Un BFR comme détaillé précédemment de 1,3m€ à fin 2022 (77 jours de CA). Le factor est négligeable. A noter que les créances ont baissé en 2022 (-700k€) malgré la progression de l'activité, à la suite du règlement de factures importantes avant la clôture de l'exercice et de l'enregistrement d'une provision d'environ -500k€ sur clients douteux. L'augmentation des stocks (+48%) est liée pour moitié à la progression des ventes et pour l'augmentation des coûts de matières premières. Nous anticipons une baisse du BFR tirée par la baisse des créances clients liée à la certification FSFC 22000. Les stocks devraient également se maintenir à des niveaux équivalents à 2022 selon nos estimations avec une baisse du prix des matières premières (-29% sur l'huile de tournesol en 2023 par exemple), compensée par la forte hausse de l'activité à venir.
- Des capitaux propres pdg de 0,4m€ fin 2022 en baisse (-0,7m€) liée à la perte nette 2022. Avec l'IPO et la levée de 7m€ (5,9m€ net), ces derniers devraient progresser à 5,4m€ fin 2023 et augmenteront par la suite avec l'atteinte de la rentabilité sur le RN en 2024.
- Pour financer son BFR ainsi que ses acquisitions (particulièrement IFS Concept Arôme), le groupe a levé différentes dettes. La dette financière ressort à 5,8m€ à fin 2022 dont 3,6m€ d'emprunts bancaires, 0,3m€ de comptes courants, 0,4m€ de concours bancaires et 1,6m€ d'emprunts obligataires. Alors que le groupe a émis des obligations pour un montant total de 1,6m€ en 2022, on note que le flux de financement négatif en 2022 est principalement lié au remboursement du compte courant de Chris Project, actionnaire à hauteur de 37% du capital et représenté par un entrepreneur breton nommé Christian JOUNO, ainsi que de la société BAP pour environ -1,2m€.

3- Une 5^{ème} phase de croissance vivace et rentable (ex Vin'UV)

- Au S1 2023, pour financer ses besoins en BFR, le groupe a émis de nouvelles obligations pour un montant total de 1,5m€ à destination d'investisseurs privés. Au total, nous estimons le coût de la dette à environ 7,5%. Nous soulignons principalement les éléments de remboursement suivants : plus d'1/3 de la dette (2,1m€) doit être remboursée avant fin 2023 et le reste à horizon 5 ans. Par ailleurs, sur l'emprunt souscrit auprès d'Eiffel pour un montant de 2m€ conclu en 2020 et amortissable trimestriellement à partir de juillet 2023 jusqu'au 30 avril 2025, un avenant a été signé permettant un remboursement selon le calendrier d'origine (-250k€/trimestre). Auparavant, Eiffel pouvait demander un remboursement par anticipation en cas de Changement de contrôle, Cessation de fonction de M. Damany et/ou M. Le Ray et cotation en Bourse.

4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires

Alors que Vin'UV Protect est intégrée dans notre valorisation avec une probabilité de succès, nous l'excluons à ce stade de nos estimations sur la franchise Cosmétique en attendant d'avoir une meilleure visibilité. Nous revenons brièvement dans cette partie sur le potentiel de cet ingrédient. A ce stade, nous estimons un pic de ventes en 2032 de 23m€ avec des estimations globalement prudentes.

4.1 Duel « réflexion vs absorption »

Les écrans solaires sont utilisés pour protéger la peau contre les effets nocifs du rayonnement solaire ultraviolet (UV). Une partie de ce rayonnement, les UVC (100-290 nm), est filtrée par l'atmosphère, principalement parce que les longueurs d'onde inférieures à 242 nm sont absorbées par l'oxygène moléculaire stratosphérique pour produire de l'ozone. Cet ozone stratosphérique peut absorber en partie les rayons UVB (290-320 nm). Mais la plupart des UVB restants ainsi que les UVA (UVA-2, 320-340 nm ; et UVA-1, 340-400 nm) atteignent notre peau et provoquent des réactions biologiques et métaboliques.

Les réactions à court terme à la lumière du soleil peuvent être largement attribuées au rayonnement UVB. Elles comprennent la synthèse de vitamine D et, à des doses élevées d'UVB, la possibilité de développer une rougeur de la peau (érythème). Les effets à long terme de la lumière du soleil comprennent différents changements dégénératifs de la peau. La formation de kératoses actiniques et de cancers de la peau à partir de cellules épidermiques en sont des exemples connus.

Les écrans solaires doivent offrir une protection contre les effets néfastes des rayons UVB et UVA. Au cours des dernières décennies, seuls des écrans solaires contenant des filtres UVB et UVA ont été produits.

Les crèmes solaires peuvent être composées de filtres UV chimiques ou de filtres minéraux, également appelés inorganiques. En 2003, l'Europe a établi une liste de 27 filtres UV autorisés dans les crèmes solaires : 25 chimiques et 2 minéraux. Les deux filtres UV minéraux sont l'oxyde de zinc et le dioxyde de titane. Ces deux ingrédients sont les seuls autorisés en bio et semblent plus neutres que leurs homologues synthétiques. **Alors que les filtres UV chimiques nous protègent dans les crèmes solaires en absorbant les UV, les filtres minéraux exercent une action mécanique en les réfléchissant.** Toutefois, l'inconvénient majeur de ces derniers réside dans l'aspect blanchâtre "peu commercial" qu'ils laissent sur la peau après application.

Côté utilisation, les différences entre filtres chimiques et écrans minéraux sont aussi notables. En effet, avant de s'exposer, il est important de savoir que les écrans minéraux sont actifs dès leur application quand il faut 20 à 30 minutes après application aux filtres chimiques pour se révéler efficaces. Le Butyl Methoxydibenzoylmethane, l'Octocrylène, l'Ethylhexyl Salicylate sont les filtres chimiques les plus utilisés.

Principaux filtres UV chimiques

Nom	Fréquence	Concentration max	Problème endocrinien
BUTYL METHOXYDIBENZOYLMETHANE	67%	5%	x
OCTOCRYLENE	54,70%	10%	Oui
ETHYLHEXYL SALICYLATE	53.4%	5%	Oui
BIS-ETHYLHEXYLOXYPHENOL METHOXYPHENYL TRIAZINE	48.2%	10%	x
ETHYLHEXYL TRIAZONE	40.7%	5%	x
DIETHYLAMINO HYDROXYBENZOYL HEXYL BENZOATE	24.8%	10%	x
HOMOSALATE	24.5%	10%	Oui
PHENYLBENZIMIDAZOLE SULFONIC ACID	24.3%	8%	x
ETHYLHEXYL METHOXYCINNAMATE	20%	10%	Oui
DIETHYLHEXYL BUTAMIDO TRIAZONE	16.5%	10%	x

Source : INCI

4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires

Les filtres UV de type minéraux sont les seuls autorisés en Bio. Leur principal inconvénient est qu'ils peuvent laisser un léger film blanc sur la peau, lorsqu'ils ne sont pas utilisés sous forme de nanoparticules. **Deux filtres minéraux sont autorisés : le titanium dioxyde et l'oxyde de zinc. La concentration maximale autorisée est de 25%.**

4.2 Des solutions minérales globalement efficaces mais contestées

Les écrans solaires sont utilisés pour fournir une protection contre les effets néfastes des rayons ultraviolets UVB (290-320 nm) et UVA (320-400 nm). La profondeur de pénétration dans la peau des UVA étant supérieure, la FDA a exigé que le facteur de protection contre les UVA doit représenter au moins un tiers du facteur de protection solaire global. **Les filtres UV chimiques ou minéraux sont globalement efficaces parfois seuls, parfois en association mais du fait de leur forte diffusion dans la société de consommation, leur innocuité doit être irréfutable.**

Une étude récente conduite par des chercheurs du Laboratoire de biodiversité et biotechnologies microbiennes de l'Observatoire océanologique de Banyuls-sur-Mer (Sorbonne Université/CNRS) a notamment rapporté que **l'octocrylène se dégrade au sein même des flacons en un composé connu, cancérigène et perturbateur endocrinien : la benzophénone-3.**

Alors que les filtres chimiques présentent des risques endocriniens et pour l'environnement, les filtres minéraux ont également des limites.

Le dioxyde de titane (TiO₂) étant plus efficace dans les UVB et l'oxyde de Zinc (ZnO) dans les UVA, une combinaison de ces particules assure donc une protection UV à large bande. Néanmoins, l'équilibre requis entre la protection contre les UVA et les UVB peut être modifié. Autrement, ces filtres minéraux sont également utilisés en combinaison avec des filtres chimiques.

Les avantages offerts par les écrans solaires basés sur des composés inorganiques comprennent l'absence d'irritation et de sensibilisation de la peau, l'inertie des ingrédients, une pénétration limitée de la peau et une protection à large spectre. Cependant dans un format microscopique, ces filtres solaires minéraux présentent des limites esthétiques et restent visibles sur la peau lors de l'étalement. **Pour résoudre cet inconvénient esthétique, le TiO₂ et le ZnO de tailles micro ont été de plus en plus remplacés par des nanoparticules de TiO₂ et de ZnO (<100 nm).** Plus petites, ces particules rendent le soin moins pâteux, fluide et facile à appliquer. **L'utilisation de nanoparticules de TiO₂ et de ZnO fait disparaître l'opacité indésirable, mais l'équilibre requis entre la protection contre les UVA et les UVB peut être modifié.** L'exposition de la peau à des écrans solaires contenant des nanoparticules entraîne l'incorporation de nanoparticules de TiO₂ et de ZnO dans la couche cornée, ce qui peut modifier leurs propriétés d'atténuation spécifiques. Étant donné que le rapport « surface/volume » des particules augmente à mesure que leur diamètre diminue, les nanoparticules (NP) peuvent être plus (bio)réactives. C'est pourquoi la sécurité des produits cosmétiques contenant des NP, en particulier les écrans solaires, a été fréquemment débattue.

Ainsi, le Dioxyde de Titane fait l'objet d'une vigilance accrue depuis quelques années, car il est soupçonné de toxicité, notamment lorsqu'il est sous forme nanométrique. Le nanomatériau peut être absorbé par voie digestive, cutanée ou respiratoire. Aujourd'hui, on manque encore de données sur l'absorption de dioxyde de titane via l'alimentation ou la peau. Si le risque de pénétration n'est pas exclu à la surface d'une peau lésée, l'ingestion par voie respiratoire est bien plus préoccupante. Nanométrique ou non, sa concentration maximale autorisée en tant que filtre UV est de 25%.

4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires

Concernant, l'**oxyde de zinc** sous forme nanométrique, son introduction sur le marché des crèmes solaires est plus récente (2016 en Europe). Néanmoins, divers risques pour la santé ont été mis en avant : pénétration percutanée suspectée, reprotoxique suspectée, génotoxique suspectée, carcinogène suspectée. Pour cette raison, en Europe notamment, les aérosols, sprays ou poudres depuis 2018 renfermant des nanoparticules d'oxyde de zinc sont interdits en raison des risques d'inhalation. A l'instar du dioxyde de titane, sa concentration maximale autorisée en tant que filtre UV est de 25%.

En conclusion, le filtre UV idéal devrait présenter une efficacité sur les UVA (1/3 du total de protection selon la FDA) et UVB sans problèmes esthétiques. L'objectif de Vinpai avec son filtre Vin'UV Protect en développement est de résoudre cette équation avec un résultat qui pourrait être très lucratif.

4.3 Vin'UV Protect, vers un changement de paradigme ?

4.3.1 Un lancement commercial en 2025 ?

Vinpai développe **Vin'UV Protect, un filtre solaire qui sera intégré dans les formulations de produits solaires**. L'enjeu est de développer un écran solaire qui pourrait répondre aux préoccupations écologiques et de santé publique précédemment exposées. Ce filtre permettra d'apporter un nouvel actif à base minérale pour la fabrication de crème solaire naturelle, efficace contre les rayonnements UV, sans risque pour la santé et sans impact sur l'environnement. Le mode de préparation de l'actif est particulier, puisqu'il permet d'obtenir des particules nanométriques d'un minéral greffées sur des microparticules minérales naturelles constituées de structures siliciques provenant de microalgues marines. Effectivement, le groupe a fait le constat que la structure moléculaire d'un squelette d'algue fossilisée présentait des propriétés comparables à celles d'un écran solaire.

La présentation du filtre en microparticules permettrait une diffusion efficace et homogène dans les excipients et donc une répartition uniforme et large sur les surfaces à protéger et limiterait la diffusion de l'actif dans l'environnement puisque les nanostructures du minéral employé sont fixées à ce support, donc non diffusables passivement dans les cellules ou organismes vivants.

Du fait de cette taille de l'ordre du micron, l'effet de réflexion de la lumière visible par les particules est par ailleurs très limité et réduit donc très sensiblement l'apparition d'effets de surface blanchâtres au niveau de la peau, qui est un des problèmes des crèmes solaires avec des filtres minéraux à microparticules.

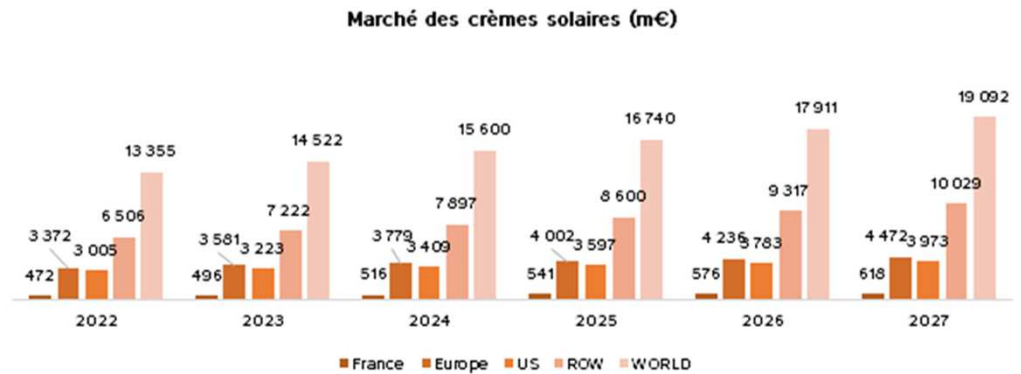
Vinpai souhaite ainsi proposer un filtre solaire alliant efficacité, sécurité, respect de l'environnement et esthétique. Ce filtre serait un véritable changement de paradigme sur le marché.

Vinpai a déposé un brevet pour cet actif et a achevé les tests de production semi-industriels (de plusieurs kilos de produits). L'entreprise a confié le produit au laboratoire Helio Science à Marseille afin de pouvoir formuler des crèmes car la dispersion de l'actif est un élément majeur de la mesure des indices de protection solaire. La dispersion est également un élément sensible. **Ces travaux in-vivo seront terminés d'ici fin 2023. Nous anticipons la commercialisation du produit en 2025. La société est plus agressive avec un lancement commercial attendu mi-2024.**

4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires

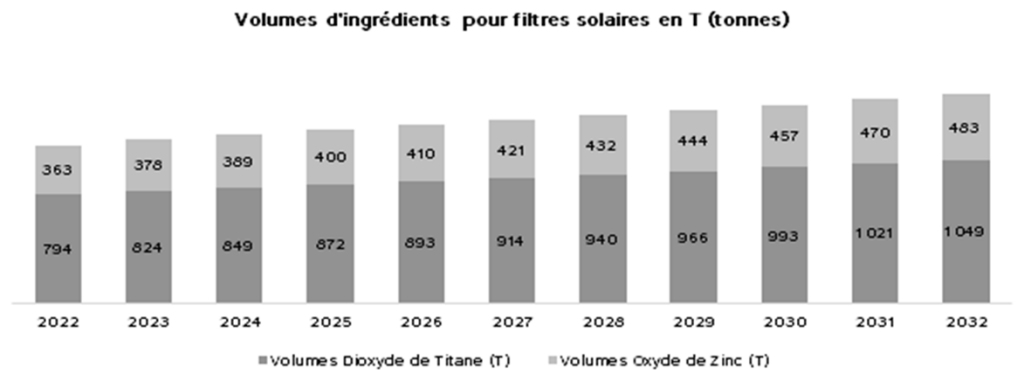
4.3.2 Les crèmes solaires : un marché conséquent

Selon Euromonitor, dans le monde, le marché des crèmes solaires est évalué à 13,4Mds€, en croissance de +7,4%/an d'ici 2027. Le marché français est évalué à 472m€, en hausse de +5,6%/an d'ici 2027.



Les principaux acteurs de ce marché sont : L'Oréal avec près de 14% de parts de marché et Beiersdorf (Nivea) avec 11,5%. En France, Pierre Fabre est leader du marché avec des parts de marché de 16%, suivi de Beiersdorf (13,3%).

Selon les données Euromonitor, en Europe, plus de 1000 tonnes de Dioxyde de titane et d'oxyde de zinc ont été écoulées en 2022 pour l'industrie des filtres solaires. Le marché en volume est plus fortement exposé au Dioxyde de titane (70% vs 30%).



4.3.3 23m€ estimés en 2032 en Europe de l'Ouest

Nous modélisons le potentiel de Vin'UV Protect selon plusieurs hypothèses :

- Nous n'incluons à ce stade que la zone Europe de l'Ouest avec un début de commercialisation en 2025. Le groupe anticipe des débuts commerciaux mi-2024. Nous sommes plus prudents étant donné la faible visibilité sur le développement à ce stade.
- En termes de business model, le filtre sera commercialisé en direction des industriels qui fabriquent des produits solaires et le pourcentage d'intégration dans les crèmes pourra varier en 10% et 50% en fonction des compositions souhaités, la moyenne devrait se situer aux alentours de 20%. Nous faisons ainsi l'hypothèse d'une concentration de filtre Vin'UV Protect de 20%, ou 20mL/mg par bouteille de crème de 100mL. Selon cette hypothèse, à titre d'exemple, on compterait environ 58m de bouteilles de crèmes solaires vendus avec des filtres minéraux concentrés à 20% en 2022 en Europe.

4- Vin'UV Protect, un nouveau paradigme dans les filtres solaires

- Nous intégrons une pénétration progressive du marché des crèmes solaires minérales avec l'atteinte en 2032 de 15% de parts de marché par le partenaire. Ainsi, nous anticipons des volumes de ventes du partenaire de 11,4m de bouteilles intégrant le filtre Vin'UV Protect.
- Nous intégrons un prix moyen de vente de 0,1€ par gramme pour Vin'UV Protect, ou 2€/bouteille de 100mL.
- **Nous anticipons ainsi des ventes de 23m€ en 2032 pour Vin'UV Protect, avec des volumes de production estimés à 227 tonnes, qui sont négligeables pour Vinpai (objectif global de production de 1800 tonnes par mois en 2025).**
- Ces estimations sont à mettre en perspectives avec les ventes estimées de Vinpai hors Vin'UV Protect de 42m€ en 2032. Par ailleurs, nos estimations n'intègrent que l'Europe de l'Ouest. **En nous basant sur les données de marché des crèmes solaires, ce pic de ventes pourrait être multiplié par 4x au niveau Monde, soit 92m€.**

Estimations Vin'UV Protect

EUROPE DE L'OUEST	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Dioxyde de Titane (T)	794	824	849	872	893	914	940	966	993	1 021	1 049
Oxyde de Zinc (T)	363	378	389	400	410	421	432	444	457	470	483
TOTAL (T)	1 156	1 202	1 238	1 273	1 303	1 335	1 372	1 410	1 450	1 491	1 532
Filtre UV (g) / bouteille 100ML	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Volumes de crèmes solaires 100ML (en millions)	58	60	62	64	65	67	69	71	72	75	77
% pénétration	0%	0%	0%	2%	4%	6%	8%	9%	11%	13%	15%
Nbre bouteilles vendues avec Vin'UV (en millions)	0	0	0	1	3	4	5	7	8	10	11
Prix de vente Vin'UV Protect / bouteille 100ML	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €	2,0 €
CA Vin'UV	0,0	0,0	0,0	2,5	5,2	7,7	10,4	13,3	16,2	19,4	22,7

Source : Invest Securities

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

Après intégration de l'AK de 7m€ (5,9m€ net) à un prix de 6,55€/action, conduisant à la création de 1 068 701 actions nouvelles, nous valorisons Vinpai à 11,0€/action. Notre OC repose sur une Somme des Parties (SOP) avec : (i) une valorisation de 8,3€/action découlant d'une moyenne d'un DCF (8,9€/action) et d'une valorisation par Comparables (7,7€/action) sur l'activité hors Vin'UV Protect et (ii) une valorisation rNPV (POS 25%) de 2,7€/action sur Vin'UV Protect.

5.1 Valorisation centrale (hors Vin'UV) de 8,3€/action

Notre valorisation centrale (hors Vin'UV) de 8,3€/action découle d'une moyenne d'un DCF de 8,9€/action et d'une valorisation par Comparables de 7,7€/action.

5.1.1 Valorisation de 8,9€/action par DCF (hors Vin'UV)

Notre valorisation par DCF repose sur des prévisions de FCF sur 10 ans entre 2023e et 2032e, reprenant les estimations précédemment exposées. Dans notre DCF, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- Nos hypothèses de FCF précédemment exposées.
- Un WACC de 10% avec : (i) un taux sans risque de 3,29% correspondant à une pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Eurostoxx, (ii) une prime de risque sur le marché actions de 4,82%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif 12 mois de l'Euro Stoxx et le taux sans risque. (iii) Un bêta de 0,81x calculé sur la base de la moyenne des bêta 2 ans vs EUROSTOXX 50 issus de notre échantillon de valeurs cotées comparables dans la filière des ingrédients qui sont : GIVAUDAN, IFF, KERRY, DSM FIRMENICH, ROBERTET, SYMRISE. (iv) Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable aux sociétés de taille inférieure à 263m€, (v) un levier financier de 16% et (vi) un coût de la dette avant impôt de 7,5%, un niveau représentant notre estimation du coût de financement actuel.

Bêta 2 ans des valeurs cotées de l'échantillon Comparables

Bêta 2 ans vs EUROSTOXX 50	
GIVAUDAN	0,6x
IFF	1,3x
KERRY	0,7x
DSM FIRMENICH	1,3x
ROBERTET	0,3x
SYMRISE	0,7x
Moyenne	0,81x

Source : Factset

Tableau des FCF actualisés

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CA	9,5	12,9	16,7	21,4	25,5	29,0	32,4	35,2	38,4	41,7
Var (%)	+52,6%	+36,3%	+29,4%	+27,9%	+19,1%	+13,6%	+11,7%	+8,8%	+8,9%	+8,6%
EBITDA	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9	4,6	5,6	6,2	6,9	7,8
Marge d'EBITDA ajusté	-0,3%	4,0%	8,9%	13,5%	15,2%	15,9%	17,2%	17,5%	18,0%	18,6%
Capex	-0,7	-0,2	-1,0	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Capex/CA	-7,4%	-1,5%	-6,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Amortissements	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
Amort/CA	-2,3%	-1,9%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
BFR	2,0	2,6	2,9	3,6	4,1	4,7	5,4	5,9	6,5	7,1
BFR/CA	21,1%	20,2%	17,3%	16,8%	16,0%	16,3%	16,5%	16,7%	16,8%	17,0%
Tx d'IS	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
EBITDA ajusté	0,0	0,5	1,5	2,9	3,9	4,6	5,6	6,2	6,9	7,8
Impôt	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7
Capex	-0,7	-0,2	-1,0	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Variation BFR	-0,7	-0,6	-0,3	-0,7	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
FCF opérationnel	-1,4	-0,4	-0,1	1,2	2,1	2,4	3,1	3,6	4,0	4,6
	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
FCF actualisé	-1,3	-0,3	-0,0	0,8	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8	1,9

Source : Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

ne sont en aucun cas recommandations d'achat ou de vente. All rights reserved to the document author.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

51

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

Après actualisation des FCF, la VE s'établit à 29m€, dont 20m€ liés à la valeur terminale (69%), en tenant compte d'une croissance LT de +1,5%. Nous intégrons les éléments suivants comme éléments de passage de la VE à la valeur des titres :

- o La Dette Nette publiée fin 2022 de 5,3m€.
- o L'AK de 7€ (5,9m€ net), réalisée via IPO en juillet 2023.
- o Le solde de dette de M. Damany activée au Bilan en 2023.
- o La somme des déficits reportables actualisés (au taux d'actualisation précédent) de 0,8m€. Le groupe disposait de 4,5m€ de déficits reportables fin 2022.

Valorisation DCF	Value	%
Flux 2023-32e actualisés	9,0	31%
Valeur terminale actualisée	20,1	69%
Valeur entreprise Totale	29,1	
+ DN fin 2022	-5,3	
+ AK 2023	5,9	
+ Autres	-0,6	
+ Déficit reportables actualisés	0,8	
Valeur Capitaux propres	30	
Nbre d'actions (en m)	3,4	
= Valeur théorique de l'action	8,9 €	

Source : Invest Securities

Il en ressort une Valeur des Titres de 30m€, soit 8,9€/action.

Tableau de sensibilité du DCF

		WACC						
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Croissance Infinie	+0,5%	10,5 €	9,6 €	8,9 €	8,2 €	7,6 €	7,1 €	6,6 €
	+1,0%	11,0 €	10,1 €	9,2 €	8,5 €	7,9 €	7,3 €	6,8 €
	+1,5%	11,6 €	10,6 €	9,7 €	8,9 €	8,2 €	7,6 €	7,0 €
	+2,0%	12,3 €	11,1 €	10,1 €	9,3 €	8,5 €	7,9 €	7,3 €
	+2,5%	13,1 €	11,8 €	10,7 €	9,7 €	8,9 €	8,2 €	7,6 €

Source : Invest Securities

5.1.2 Valorisation par Comparables de 7,7€/action en intégrant -20% de décote

S'il n'existe pas d'acteurs cotés purement comparables, nous avons retenu un échantillon de sociétés évoluant sur le marché des ingrédients alimentaires ou cosmétiques avec des portefeuilles produits proches (ingrédients de spécialités, arômes, prémix). Nous n'avons pas retenu les spécialistes des enzymes (Chr Hansen qui a récemment fusionné avec Novozymes) car Vinpai ne se spécialise pas sur ce segment de marché et les marges de ces sociétés sont très nettement supérieures au reste de l'industrie des ingrédients (marge d'EBITDA : 35% vs 18,2%), ainsi que Glanbia qui affiche des marges trois fois inférieures (marge d'EBITDA : 6,20% vs 18,2%), du fait de sa franchise Cheese (récemment vendu à Leprino Foods pour 230m€).

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

S'il existe naturellement des divergences entre les sociétés, l'échantillon fait ressortir une croissance moyenne du CA sur 2022-25e de +6,5% par an et une marge d'EBITDA en progression de +220pbs. Une dynamique de croissance bien plus faible que celle attendue pour Vinpai (TMVA 2023-26e du CA de +31%), mais une rentabilité supérieure (EBITDA société : 15,1% en 2026 vs 20,2% en 2026), qui traduit logiquement la différence de maturité des entreprises et de capitalisations.

Echantillon de sociétés comparables

Société	Capi (m€)	CA 2023 (m€)	CA 2026 (m€)	TMVA 22-26e	Marge d'EBITDA 2023	Marge d'EBITDA 2026	Progression marge
GIVAUDAN	27 222	7 427	8 514	+4,7%	20,8%	22,0%	+1,2%
IFF	18 751	11 324	12 769	+4,1%	18,9%	21,8%	+2,9%
KERRY	15 917	8 632	9 675	+3,9%	14,1%	16,3%	+2,2%
DSM FIRMENICH	26 180	11 129	16 343	+13,7%	16,1%	19,7%	+3,6%
ROBERTET	1 803	734	x	x	18,8%	x	x
SYMRISE	12 909	4 881	5 840	+6,2%	20,1%	21,1%	+1,0%
MOYENNE	17130	7355	10628	+6,5%	18,1%	20,2%	+2,2%

Source : Factset

Dans notre valorisation Comparables, étant donné le stade de maturité encore précoce de Vinpai avec l'atteinte du seuil de rentabilité seulement en 2023 sur la marge d'EBITDA société, nous nous concentrons sur le seul multiple exploitable : le ratio VE/CA. Notre échantillon met en exergue des multiples VE/CA 2023e/2024e/2025e de 2,8x, 2,7x et 2,5x.

Société	Capi (m€)	PE			VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
		23	24	25	23	24	25	23	24	25	23	24	25
GIVAUDAN SA	27 554	28,7x	25,8x	24,1x	4,5x	4,3x	4,1x	21,0x	19,3x	18,2x	27,1x	24,1x	22,3x
IFF	16 524	21,0x	15,3x	12,9x	2,5x	2,4x	2,3x	14,9x	12,6x	11,2x	35,7x	24,9x	20,4x
KERRY GROUP	14 609	18,9x	16,9x	15,0x	2,0x	2,0x	1,9x	14,1x	12,9x	11,8x	18,4x	16,5x	14,8x
DSM FIRMENICH	22 120	38,6x	23,3x	19,0x	1,7x	1,5x	1,5x	12,0x	9,5x	8,5x	33,3x	17,6x	14,3x
ROBERTET	1 793	23,3x	22,9x		2,8x	2,7x	2,6x	15,4x	14,8x		19,4x	18,2x	
SYMRISE AG	12 733	31,9x	26,0x	22,9x	3,2x	3,0x	2,8x	16,0x	14,4x	13,3x	23,4x	20,1x	18,2x
MOYENNE	15889	27,1x	21,7x	18,8x	2,8x	2,7x	2,5x	15,6x	13,9x	12,6x	26,2x	20,2x	18,0x

Source : Factset

Nous avons appliqué respectivement aux valeurs estimées pour Vinpai en 2023/2024/2025, les ratios moyens 2023/2024/2025 de VE/CA de l'échantillon. A noter que nous ajustons la valorisation par Comparables avec une décote de taille de -20% pour mieux refléter la différence de masse critique (capitalisation moyenne de l'échantillon de 16Mds€ environ).

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

Valorisation par Comparables

	VE/CA		
	23e	24e	25e
Multiple moyen de l'échantillon	2,8x	2,7x	2,5x
CA estimé par IS (m€)	9,5	12,9	16,7
VE estimée (m€)	26	34	42
+ Dette Nette estimée (m€)	-1,8	-2,2	-2,3
+ Autres (m€)	-0,6	-0,6	-0,6
+ Déficit reportables actualisés (m€)	0,8	0,8	0,8
Valorisation (m€)	25	32	40
<i>Décote de taille</i>		-20%	
Valorisation par Comp (m€)	20	26	32
Valorisation (€/action)	5,9 €	7,7 €	9,6 €

Source : Invest Securities

Notre valorisation par Comparables décotée ressort ainsi à **7,7€/action**. Sans surprise au regard du différentiel de croissance et d'amélioration de la rentabilité entre Vinpai et l'échantillon, la valorisation de Vinpai progresse d'année en année. La valorisation sur la base des multiples 2023e peut être considérée comme un scénario conservateur, tandis que la valorisation sur la base des multiples 2025e permet de se faire une idée du potentiel si le groupe parvient à atteindre ses objectifs 2025.

Valorisation de 8,5€/action : moyenne DCF et Comparables

m€	Valorisation post-monnaie		
	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
DCF (1)	7,9 €	8,9 €	10,2 €
Comparables après décote (2)	5,9 €	7,7 €	9,6 €
(3) = Moyenne (1) et (2)	6,9 €	8,3 €	9,9 €

Source : Invest Securities

En conclusion, notre valorisation, résultante de la moyenne du DCF et de l'approche par comparables, ressort à **8,3€/action** dans un scénario central. Il est à noter que la valorisation par comparables est amenée à progresser sensiblement sur la période 2023-25e et à rejoindre la valorisation par DCF, à mesure que les résultats de Vinpai s'amélioreront.

5.2 rNPV de 2,7€/action sur Vin'UV Protect

Compte tenu de la faible visibilité à ce stade, nous valorisons Vin'UV Protect par rNPV afin d'ajuster la valorisation au risque de développement. Notre valorisation sur Vin'UV Protect s'élève à **2,7€/action**.

En détails, notre valorisation repose sur les hypothèses suivantes :

- Nos hypothèses de ventes précédemment exposées avec un lancement en 2025 (vs mi-2024 attendu par la société). Pour rappel, nous avons limité le périmètre de valorisation à l'Europe de l'Ouest en attendant d'avoir une meilleure visibilité sur le développement de Vin'UV Protect. Nos estimations de ventes tablent sur un pic de ventes de 23m€ en 2032.

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

- o En termes de marge, nous anticipons une marge brute de 72% équivalente à la franchise Cosmétique et des OPEX limitées (8% des ventes en moyenne). Les investissements R&D et marketing devraient rester relativement faibles, particulièrement dans le cadre d'un partenariat avec un acteur majeur des crèmes solaires. En somme, nous visons une marge d'EBITDA sur Vin'UV Protect très élevée à 62%.
- o Les dépenses CAPEX devraient rester mesurées (2% du CA). Le renforcement de l'outil de production sur la branche FOOD devrait largement permettre de servir le marché en Europe de l'Ouest. Nos estimations tablent sur une production en tonne de filtres UV de 227 tonnes au pic, à mettre en perspective avec l'outil de production après 2025 de 21 600 tonnes par an.
- o En termes de BFR, nous intégrons un niveau correspondant à 17% du CA comme pour le groupe.
- o Nous intégrons une croissance à l'infini de -8% avec une expiration de brevet qui devrait avoir un effet modeste sur la décroissance à LT des ventes de Vin'UV Protect qui sera intégré à une chaîne de production de crèmes solaires chez un ou des partenaires. Cette décroissance reflète, selon nous, l'augmentation de l'intensité concurrentielle sur le filtre UV à long terme. Pour rappel, la protection intellectuelle n'a pas un impact équivalent dans le milieu des ingrédientsistes de l'agroalimentaire ou de la cosmétique que dans la Pharma où l'arrivée de génériques impacte généralement très fortement la croissance des médicaments (>-50%).
- o Nous actualisons notre modèle rNPV avec un WACC identique au reste de l'activité (WACC de 9,6%). Par ailleurs, nous intégrons une probabilité de succès (POS) du projet Vin'UV Protect de 25%. Il n'existe pas de référence statistique dans le développement de filtre UV mais ce pourcentage nous semble représentatif des risques inhérents au stade de développement et à l'exécution commerciale. Nous ajusterons la POS au fur et à mesure des annonces sur Vin'UV Protect.

rNPV Vin'UV Protect (m€)

EUROPE DE L'OUEST	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
CA Vin'UV	0,0	0,0	0,0	2,5	5,2	7,7	10,4	13,3	16,2	19,4	22,7
Gross margin	0	0	0	2	4	6	8	10	12	14	16
% marge	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
OPEX	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3	-1,6	-1,8
D&A	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
EBITDA	-0,1	-0,1	-0,2	1,6	3,2	4,8	6,5	8,2	10,1	12,0	14,1
margin				62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
% CA	2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
BFR	0,0	0,0	0,0	0,4	0,9	1,3	1,8	2,3	2,8	3,3	3,9
% CA	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Var BFR		0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
Impôts	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,8	-1,2	-1,6	-2,1	-2,5	-3,0	-3,5
%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
FCF	-0,1	-0,1	-0,2	0,7	1,9	3,0	4,2	5,4	6,7	8,1	9,5
Coef	0,0	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
FCF actualisé	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	1,3	2,0	2,5	2,9	3,3	3,6	3,9

Valorisation rNPV	FCF growth	Value	%
Flux 2023-32e actualisés		20	50%
Valeur terminale actualisée		20	50%
Valeur entreprise Totale		39	
POS		25%	
rNPV		9,0	
rNPV (€/action)		2,7 €	

Source : Invest Securities

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

Notre rNPV sur Vin'UV Protect ressort ainsi à 2,7€/action. A noter qu'en cas de succès du projet et en se basant sur nos estimations en Europe de l'Ouest uniquement, la valorisation de rNPV de Vin'UV Protect s'élèverait à 11,6€/action. Cet ingrédient pourrait être un « game changer » pour Vinpai mais son développement et le succès du projet demeure encore incertain à ce stade.

5.3 OC global de 11,0€/action dans un scénario central, opinion ACHAT

En conclusion, après intégration de l'AK de 5,9m€ net, à un prix de 6,55€/action, notre valorisation, résultante d'une moyenne d'un DCF et d'une valorisation par Comparables avec décote, à laquelle nous ajoutons notre valorisation rNPV sur Vin'UV Protect ressort à 11,0€/action dans un scénario central. Nous mettons ci-dessous en exergue une fourchette de valorisation de basse à haute en fonction des tableaux de sensibilité précédemment exposés.

Tableau récapitulatif de la valorisation de Vinpai pré-monnaie

m€	Valorisation post-monnaie		
	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
DCF (1)	7,9 €	8,9 €	10,2 €
Comparables après décote (2)	5,9 €	7,7 €	9,6 €
(3) = Moyenne (1) et (2)	6,9 €	8,3 €	9,9 €
rNPV Vin'UV Protect (4)		2,7 €	
(3) + (4)	9,6 €	11,0 €	12,5 €

Source : Invest Securities

Nous initions Vinpai avec une recommandation ACHAT et un potentiel d'environ +130% par rapport au dernier cours. La valorisation actuelle ne reflète pas justement les perspectives robustes du groupe sur le marché des ingrédients naturels. A noter qu'en retirant l'actif le plus risqué du groupe, Vin'UV Protect, et en ne conservant que notre valorisation de l'activité historique et récurrente, notre OC s'élèverait à 8,3€, matérialisant un potentiel important de +73%.

5.4 Une potentielle cible M&A ?

Comme évoqué dans notre étude, Vinpai évolue sur des segments de marché très convoités. Après le mouvement de consolidation des spécialistes des Arômes connu ces dernières années, les prochaines cibles pourraient être les sociétés commercialisant des ingrédients fonctionnels naturels innovants comme Vinpai. Par ailleurs, le portefeuille de Vinpai s'inscrit dans les grandes tendances de consommation.

A titre illustratif, en nous basant sur nos estimations 2025, une fois un seuil critique de ventes atteint (> 15m€) et avec un multiple VE/CA médian d'acquisition de 3,1x (échantillon de 59 transactions > 30m€, voir ci-après), notre valorisation des titres ressortirait à 17,6€/action en intégrant nos hypothèses sur Vin'UV dont la commercialisation pourrait débuter en 2025 selon nos estimations.

5- Valorisation de 11,0€/action en scénario central, opinion ACHAT

Echantillon d'acquisitions sur le marché des ingrédients

Completed Date	Target Company	Bidder Company	VE/CA	VE/EBITDA	Value EUR(m)
09/05/2023	Firmenich SA (100% Stake)	Royal DSM N.V.			16455
28/04/2023	Glanbia Cheese Ltd (100% Stake); Glanbia Cheese EU Ltd (100% Stake)	Leprino Foods Company			231
04/04/2023	Amyris, Inc. (Neossance business) (100% Stake)	Givaudan SA			329
27/03/2023	Kerry (Sweet Ingredients Division) (100% Stake)	Irca S.p.A.			500
01/09/2022	Royal DSM N.V (Protective Materials business) (100% Stake)	Avient Corporation	4,1x	13,1x	1371
29/08/2022	Robertet SA (9.77% Stake)	Robertet SA	3,1x	16,2x	200
07/05/2022	Wing Pet Food (100% Stake)	Symrise AG			146
21/04/2022	Upside Foods, Inc. (40% Stake)	Givaudan SA; Cargill Inc;			368
01/04/2022	Glanbia Ireland DAC (40% Stake)	Glanbia Co-operative Society Limited			307
17/02/2022	c-LEcta GmbH (92% Stake)	Kerry Group plc			137
11/01/2022	Schaffelaarbos B.V. (100% Stake)	Symrise AG			158
17/12/2021	Vestkorn Milling AS (100% Stake)	Royal DSM N.V.	3,2x	23,5x	65
27/10/2021	Arcaea	Givaudan SA; Chanel S.A.; Cascade Investment			67
19/10/2021	First Choice Ingredients, Inc.	Royal DSM N.V.			381
14/09/2021	Niacet Corporation	Kerry Group plc			853
27/07/2021	Midori USA, Inc. (61.5% Stake)	Royal DSM N.V.			53
31/03/2021	Amyris, Inc. (Flavor and Fragrance bio-based intermediates business)	Royal DSM N.V.			128
31/05/2021	LeviUp GmbH (60% Stake)	Glanbia Plc			31
01/02/2021	DuPont Nutrition & Biosciences	International Flavors & Fragrances Inc.	3,9x	16,1x	23568
02/10/2020	ERBER AG	Royal DSM N.V.	3,0x		980
31/07/2020	Tecnispice SA	Kerry Group plc			52
01/04/2020	Glycom A/S	Royal DSM N.V.	10,3x	20,3x	765
30/12/2019	Royal CSK Food Enrichment B.V.	Royal DSM N.V.	2,3x		150
30/10/2019	American Dehydrated Foods, Inc.; International Dehydrated Foods, Inc.; IsoNova	Symrise AG	4,1x	17,6x	784
12/08/2020	Foodarom Group Inc.	Glanbia Plc			38
07/10/2019	Robertet SA (17.39% Stake)	Firmenich SA	3,0x	15,5x	274
12/04/2019	Watson Inc.	Glanbia Nutritionals, Inc.	0,9x		78
29/03/2019	Ariake USA Inc.	Kerry Group plc	3,3x		156
18/03/2019	Yantai Andre Pectin Co. Ltd. (46% Stake)	Royal DSM N.V.			150
31/03/2020	Indena SpA (Cosmetics business)	Givaudan SA	3,9x		31
31/12/2018	Southeastern Mills, Inc. (North American coatings and seasonings business)	Kerry Group plc			169
27/11/2018	Fleischmann's Vinegar Company, Inc.	Kerry Group plc			311
01/08/2019	SRF Limited (Engineering Plastics business)	Royal DSM N.V.			41
19/11/2018	SlimFast ; Hyper Network Solutions of Florida LLC	Glanbia Plc			303
04/10/2018	Essential Medical, Inc.	Teleflex Incorporated			100
04/10/2018	Frutarom Industries, Ltd.	International Flavors & Fragrances Inc.	5,2x	27,3x	5896
07/08/2018	Naturex SA	Givaudan SA	3,6x	29,3x	1460
31/03/2018	Zhejiang Hangman Food Technologies Co., Ltd.; SIAS Food Co.; Season to Season F	Kerry Group plc			76
30/12/2017	Tyson Foods (Kettle Business)	Kerry Group plc			108
01/11/2017	Twilmij B.V.	Royal DSM N.V.	0,9x		60
03/07/2017	Glanbia Plc (Dairy Ireland) (60% Stake)	Glanbia Co-operative Society Limited			112
07/04/2017	Columbia Phytotechnology LLC	International Flavors & Fragrances Inc.			52
17/01/2017	Fragrance Resources, Inc.	International Flavors & Fragrances Inc.			143
22/12/2017	BioCare Copenhagen A/S	Royal DSM N.V.		56,3x	44
28/12/2017	Amyris Brasil Ltda	Royal DSM N.V.			49
06/01/2017	Grass Advantage LLC	Glanbia Plc			125
09/12/2016	Pinova, Inc.	Les Derives Resiniques Et Terpeniques SA			135
07/10/2016	David Michael & Co	International Flavors & Fragrances Inc.			215
25/07/2016	Spicetec Flavors & Seasonings	Givaudan SA			303
07/01/2016	Pinova, Inc.; Renessenz LLC	Symrise AG			369
10/12/2015	thinkThin, LLC	Glanbia Plc	2,6x		202
06/11/2015	Island Oasis, Inc.; Biothera, Inc. (Wellmune business); Red Arrow Products Compa	Kerry Group plc	2,4x	12,5x	644
31/07/2015	Lucas Meyer Cosmetics S.A.S.	International Flavors & Fragrances Inc.			283
31/07/2015	ChemicalInvest B.V. (65% Stake)	CVC Advisers Ltd			438
01/05/2015	Henry H. Ottens Manufacturing Co., Inc.	International Flavors & Fragrances Inc.			188
14/10/2014	The Isopure Company, LLC	Glanbia Plc	2,1x		118
29/07/2014	DIANA Group SA	Symrise AG	3,1x	14,6x	1300
16/01/2014	Aromor Flavors & Fragrances Ltd.	International Flavors & Fragrances Inc.	2,1x		75
08/04/2013	Tortuga Companhia Zootecnica Agraria	Royal DSM N.V.	1,1x	6,7x	465
		Médiane	3,1x	16,2x	169

Source : Mergemarket

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	-----------------

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Vinpai
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Oui
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint
Responsable Marché Primaire

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Stéphane Afonso
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25
safonso@invest-securities.com

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech / Healthtech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Analyste Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsempe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

Raphael Jeannet
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 62
rjeannet@invest-securities.com

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
elucas@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Fabien Huet
Liquidité

+33 1 55 35 55 60
fhuet@invest-securities.com