

*Le projet d'offre et le présent projet de note d'information restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.*

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

VISANT LES ACTIONS LA SOCIETE



INITIE PAR



PRESENTEE PAR



ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR
CAMLIN FINE SCIENCES LIMITED**

PRIX DE L'OFFRE

3,60 euros par action Vinpai

DUREE DE L'OFFRE

14 jours de négociation

Le calendrier de l'offre publique d'achat simplifiée sera déterminé par l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions de son règlement général.

Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 4 mai 2026 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

Cette offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le Projet de Note d'Information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Camlin Fine Sciences Limited (www.camlinfs.com/) et de la société Vinpai (<https://vinpai-finance.com/fr/>) et peut être obtenu sans frais auprès d'Invest Securities (73, boulevard Haussmann – 75008 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Camlin Fine Sciences Limited feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	5
1.1	Conditions générales de l'Offre	5
1.2	Contexte de l'Offre	6
1.2.1	Présentation de l'Initiateur	6
1.2.2	Motifs de l'Offre	6
1.2.3	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société	8
1.2.3.1	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle et la conversion des Obligations Convertibles	8
1.2.3.2	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information	9
1.2.3.3	Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions	9
1.2.4	Déclarations de franchissement de seuil et d'intention	9
1.2.5	Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois	10
1.3	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	10
1.3.1	Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière	10
1.3.2	Intentions en matière d'emploi	10
1.3.3	Composition des organes de gouvernance et de direction de la Société	10
1.3.4	Intérêts de l'Offre pour l'Initiateur, la Société et les actionnaires	10
1.3.5	Synergies – Gains économiques	11
1.3.6	Intentions concernant une éventuelle fusion ou réorganisation économique	11
1.3.7	Intention concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre	11
1.3.8	Politique de distribution des dividendes	11
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	11
1.4.1	Accord de coopération à l'Offre	11
1.4.2	Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance	12
2.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	12
2.1	Termes de l'Offre	12
2.2	Nombre et nature des titres susceptibles d'être apportés à l'Offre	13
2.3	Intervention de l'Initiateur sur les Actions pendant la période d'Offre	14
2.4	Autorisations réglementaires	14
2.5	Procédure d'apport à l'Offre	14
2.5.1	Dispositions communes à toutes les Actions apportées à l'Offre	14
2.5.2	Procédure d'apport à l'Offre sur le marché	15
2.6	Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre	15
2.7	Calendrier indicatif de l'Offre	16
2.8	Coûts et modalités de financement de l'Offre	17
2.8.1	Frais liés à l'Offre	17
2.8.2	Mode de financement de l'Offre	17
2.8.3	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires	17
2.9	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	17
2.10	Régime fiscal de l'Offre	18
2.10.1	Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel et ne détenant pas d'actions dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat des salariés	19
2.10.1.1	Régime fiscal de droit commun	19
2.10.1.2	Actions de la Société détenues dans le cadre d'un Plan d'Épargne en Actions (« PEA »)	22
2.10.2	Personnes morales	23

2.10.3	Actionnaires fiscalement domiciliés hors de France	24
2.10.4	Personnes soumises à un régime fiscal différent.....	25
2.10.5	Taxes sur les transactions financières et droits d'enregistrement.....	25
3.	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE	26
3.1	Présentation de Vinpai	26
3.1.1	Description de l'activité	26
3.1.2	Historique de la société	28
3.1.3	Evolution des résultats	30
3.1.3.1	Evolution du Chiffre d'affaires et du carnet de commandes	30
3.1.3.2	Évolution des résultats.....	32
3.1.3.3	Bilan financier de Vinpai sur la période 2020-24.....	33
3.1.3.4	Évolution récente : publication des résultats du S1, T3 2025 et 2025	35
3.2	Sources et hypothèses relatives à Vinpai utilisées pour les travaux d'évaluation.....	36
3.2.1	Sources générales.....	36
3.2.2	Hypothèses	37
3.2.2.1	Analyse du plan d'affaires de la Société	37
3.2.2.2	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	39
3.2.2.3	Nombre d'actions retenues.....	40
3.2.2.4	Agrégats et référentiel retenus	40
3.3	Méthodes de valorisation retenues à titre principal.....	41
3.3.1	Analyse du cours de bourse	41
3.3.2	Transactions intervenues sur le capital.....	43
3.3.3	Actualisation des flux de trésorerie.....	45
3.4	Méthodes de valorisation présentées à titre indicatif.....	47
3.4.1	Multiplés boursiers de sociétés comparables.....	47
3.4.2	Multiplés de transactions comparables.....	51
3.5	Méthodes de valorisation écartées	54
3.5.1	Actif net comptable	54
3.5.2	Actif net réévalué	54
3.5.3	Actualisation des dividendes.....	55
3.5.4	Objectif de cours des analystes de recherche	55
3.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre	55
4.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR	56
5.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION.....	56
5.1	Pour l'Initiateur	56
5.2	Pour l'Établissement Présentateur	56

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 Conditions générales de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1,2° et suivants du règlement général de l'AMF, Camlin Fine Sciences Limited, société à responsabilité limitée de droit indien cotée sur le *National Stock Exchange of India Ltd et BSE Ltd* à Mumbai (Inde) sous le numéro 532834 dont le siège social est situé 2nd floor, In G.S. Point, CST Road, Kalina, Santacruz East, Mumbai, Maharashtra 400098, Inde, immatriculée au Registre des Sociétés de Maharashtra sous le numéro L74100MH1993PLC075361, (« **CFSL** », « **Camlin Fine Sciences** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de Vinpai, société anonyme au capital de 456 514,50 euros, divisé en 4 561 415 actions ordinaires (« **Actions** ») dont le siège social est situé 6, Parc d'activités de la Fouée – 56130 Saint-Dolay, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Vannes sous le numéro 534 747 605 et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») - sous le code ISIN FR001400AXT1 et le mnémonique ALVIN (« **Vinpai** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire la totalité des Actions qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire (ci-après l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de 3,60 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »). Le Prix de l'Offre est identique à celui retenu par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tel que ce terme est défini à la section 1.2.2 du Projet de Note d'Information).

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement direct en hausse par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 27 novembre 2025, de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tel que ce terme est défini à la section 1.2.2 du Projet de Note d'Information), par voie d'apports d'Actions réalisés par les Actionnaires Majoritaires de la Société au profit de l'Initiateur représentant 78,68% du capital social et 75,06 % des droits de vote de la Société.

À la date du présent Projet de Note d'Information, suite à l'Acquisition du Bloc de Contrôle et la conversion en Actions des Obligations Convertibles, l'Initiateur détient 3 850 052¹ Actions de la Société représentant 84,40% du capital sur la base d'un nombre total de 4 561 415 Actions de la Société, et 81,42% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base de 4 728 885 droits de vote théoriques de la Société à la date du présent Projet de Note d'information.

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

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues, à la date du présent Projet de Note d'Information, directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 711 363 Actions représentant 15,60% du capital social et 18,57% des droits de vote de la Société.

¹ Incluant les 26 736 Actions Auto-Détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 26 736 Actions à la date du présent Projet de Note d'Information.

À la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, hormis les Actions, il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de 14 jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Invest Securities (l'« **Établissement Présentateur** » ou « **Invest Securities** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Présentation de l'Initiateur

CFSL est un groupe indien de premier plan spécialisé dans la conception et la fabrication de solutions de conservation, d'ingrédients aromatiques et de santé et bien-être.

CFSL emploie environ 1095 collaborateurs dans le monde et dispose de filiales aux USA, Brésil, Chili, Mexique, en Argentine, Chine, France, Italie et à Singapour.

Les actions de CFSL sont cotées sur le *National Stock Exchange of India Ltd* et *BSE Ltd* à Mumbai (Inde).

1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre est présentée à titre obligatoire, en application des dispositions de l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, à la suite du franchissement, par l'Initiateur, des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société à l'occasion de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Aux termes d'un contrat en langue anglaise intitulé « *Share Purchase Agreement* », soumis au droit français, en date du 24 février 2025 (le « **SPA** »), l'Initiateur d'une part, et Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Alexandre de Selliers de Moranville et Jean-Marc Loiseau, et les sociétés Chris Project Sarl et Saffelberg Investments SA d'autre part (les « **Actionnaires Majoritaires** »), sont convenus des modalités de l'acquisition par l'Initiateur de 2 723 316 Actions représentant 78,68 % du capital social et 83,73 % des droits de vote de la Société à la date de signature du SPA (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »), au Prix de l'Offre (soit 3,60 € par Action), devant être réalisée par voie d'apport, sur la base d'un prix par action Vinpai de 3,60 euros, par les Actionnaires Majoritaires des Actions de la Société qu'ils détiennent au profit de l'Initiateur.

Conformément aux stipulations du SPA, Messieurs Philippe Le Ray et Cyrille Damany se sont engagés à poursuivre l'exercice de leurs fonctions de dirigeants de la Société (via un mandat social et/ou un contrat de travail) pendant respectivement quatre (4) ans et deux (2) ans à compter du 24 février 2025 et l'Initiateur s'est engagé à les maintenir dans des fonctions similaires pour lesdites périodes. Les intéressés se sont accordés sur les conditions de rémunérations dont Messieurs Philippe Le Ray et Cyrille Damany bénéficieront dans ce cadre.

L'Initiateur s'est en outre engagé à octroyer à Messieurs Philippe Le Ray et Cyrille Damany des stock-options de CFSL dans des conditions cohérentes aux pratiques usuelles de l'Initiateur vis-à-vis des managers de son groupe, selon les termes et conditions des plans de stock-options en vigueur au sein de CFSL.

Ces accords ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

Après réalisation des conditions suspensives prévues par le SPA, l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée le 27 novembre 2025 et les 2 723 316 Actions transférées au Prix de l'Offre à l'Initiateur par les Actionnaires Majoritaires (à l'exception de Monsieur Jean-Marc Loiseau qui les avaient revendues à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville entre la date de signature du SPA et la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle au Prix de l'Offre) par voie d'apports rémunérés par 4 106 181 actions nouvelles de l'Initiateur émises au prix unitaire de 247,69 roupies indiennes (i.e. 2,39 €) sur décision de l'assemblée générale des actionnaires de l'Initiateur en date du 29 octobre 2025, représentant au total 2,14% du capital de l'Initiateur.

Concomitamment à la conclusion du SPA, la Société et l'Initiateur sont convenus des modalités de l'émission par la Société d'un emprunt obligataire d'un montant de 3 300 000 euros composé de 3 300 obligations convertibles en Actions au prix de 3 € par Action, d'une valeur nominale unitaire de 1 000 €, avec une date de maturité initiale au 25 août 2025. Les obligations convertibles ont été admises à la négociation sur Euronext Growth à Paris.

Le produit net des obligations convertibles était destiné à permettre à la Société de rembourser une partie de sa dette financière à hauteur de 1,25 M€ et, pour le solde, de renforcer la trésorerie et soutenir la croissance de la Société.

Lors de sa séance du 24 février 2025, le Conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement le principe de l'opération annoncée, sous réserve de l'avis motivé qu'il rendra ultérieurement sur l'Offre, après réception de l'attestation d'équité de la part de l'Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-après) portant sur les conditions financières de l'Offre. A cette fin, le Conseil d'administration de la Société a constitué un comité *ad hoc* composé de Mesdames Maud Bodin-Veraldi et de Isabelle Duret Adam, toutes deux administratrices indépendantes, ainsi que de Monsieur Cyrille Damany, ayant pour mission de formuler une recommandation au Conseil sur le choix de l'Expert Indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre, superviser ses travaux et plus généralement les travaux devant mener à la réalisation de l'Offre.

Le 14 mars 2025, le Conseil d'administration de la Société a, sur recommandation du comité *ad hoc*, désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. La décision du Conseil d'administration de désigner le cabinet Crowe HAF en qualité d'Expert Indépendant a été annoncée dans un communiqué de presse publié par la Société le 2 avril 2025.

Compte tenu du décalage de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle² initialement envisagée au 30 juin 2025, (i) la date limite à laquelle l'Initiateur pouvait demander le remboursement anticipé ou la conversion des obligations convertibles en cas de non-réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été prolongée au 30 septembre 2025 et (ii) la maturité des obligations convertibles a été prorogée au 25 octobre 2025 aux termes d'un avenant au contrat d'émission des obligations convertibles en date du 23 juin 2025.

En raison d'un nouveau décalage lié à la réalisation de démarches administratives en Inde, la Société a émis, le 20 octobre 2025 de nouvelles obligations convertibles en actions Vinpai pour un montant total de 3 300 000 €, qui ont été souscrites par l'Initiateur par voie de compensation de créance avec le montant nominal des 3 300 obligations convertibles initiales émises le 24 février 2025 (les « **Obligations Convertibles** »).

Les caractéristiques des Obligations Convertibles étaient en tout point identiques aux caractéristiques des obligations convertibles initiales, à l'exception de leur date de maturité qui a été fixée par le directeur général de la Société au 31 décembre 2025. Les Obligations Convertibles ont été admises à la négociation sur Euronext Growth à Paris le 27 octobre 2025³. L'intégralité des Obligations Convertibles a été convertie le 31 décembre 2025 et a donné lieu à l'émission de 1 100 000 Actions nouvelles au profit de l'Initiateur.

A l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion des Obligations Convertibles, l'Initiateur détient, à la date du présent Projet de Note d'Information, 84,40% du capital social et 81,42% des droits de vote théoriques de la Société⁴.

L'Initiateur ayant franchi le seuil de 50% dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, est tenu de déposer l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 433-3, I du Code monétaire et financier et 234-2 et 235-2 du Règlement Général de l'AMF.

1.2.3 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

1.2.3.1 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle et la conversion des Obligations Convertibles

A la connaissance de l'Initiateur, avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le capital social de la Société s'élevait à 346 141,50 €, divisé en 3 461 415 actions ordinaires, de 0,10 euro de valeur nominale chacune, et le capital social et les droits de vote étaient répartis comme suit :

² Voir communiqué de presse de l'Initiateur en date du 24 juin 2025

³ Voir communiqué de presse de Vinpai en date du 2 octobre 2025

⁴ Incluant les 26 736 Actions Auto-Détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

Actionnaires	Nb d'actions	%	Nb de DDV	%
Cyrille Damany	829 136	23,95%	1 565 266	27,20%
Philippe Le Ray	515 000	14,88%	1 030 000	17,90%
Chris Project	843 524	24,37%	1 687 048	29,32%
Alexandre de Selliers de Moranville(*)	230 313	6,65%	230 313	4,00%
Saffelberg	305 343	8,82%	305 343	5,31%
IPC	76 780	2,22%	153 560	2,67%
Flottant	634 583	18,33%	755 863	13,14%
Autocontrôle	26 736	0,77%	26 736	0,46%
Initiateur	-	0,00%	-	0,00%
Total	3 461 415	100,00%	5 754 129	100,00%

(*) Après cession de la participation de Monsieur Jean-Marc Loiseau à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville intervenue antérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle

1.2.3.2 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information

A la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion des Obligations Convertibles, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	%	Nb de DDV(*)	%
Cyrille Damany	-	0,00%	-	0,00%
Philippe Le Ray	-	0,00%	-	0,00%
Chris Project	-	0,00%	-	0,00%
Alexandre de Selliers de Moranville(*)	-	0,00%	-	0,00%
Saffelberg	-	0,00%	-	0,00%
IPC	76 780	1,68%	153 560	3,25%
Flottant	634 583	13,91%	725 273	15,34%
Initiateur	3 823 316	83,82%	3 823 316	80,85%
Autocontrôle	26 736	0,59%	26 736	0,57%
Total Initiateur	3 850 052	84,40%	3 850 052	81,42%
Total	4 561 415	100,00%	4 728 885	100,00%

(*) Droits de vote théoriques calculés conformément au deuxième alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF au 31 mars 2026.

1.2.3.3 Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions

A la date du Projet de Note d'Information, à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

1.2.4 Déclarations de franchissement de seuil et d'intention

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré par courriers auprès de l'AMF et de la Société, en date du 2 décembre 2025, avoir franchi à la hausse du fait de l'Acquisition du Bloc de Contrôle le 27 novembre 2025, d'une part le seuil légal de 50 % du capital et des droits de vote de la Société, et d'autre part du fait également de la Conversion des Obligations Convertibles les seuils statutaires du vingtième, du dixième, des trois

vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié et des deux tiers du capital et des droits de vote de la Société.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 4 décembre 2025 sous la référence 225C2059.

1.2.5 Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

A l'exception des Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et souscrites à l'occasion de la conversion des Obligations Convertibles, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'actions de la Société au cours des douze mois précédent le dépôt du Projet de Note d'Information.

1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.3.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur a l'intention de poursuivre et de développer les activités de la Société et de sa filiale.

Ces activités seront poursuivies dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre par la Société.

L'Initiateur n'a pas l'intention de modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de son activité.

L'Initiateur se réserve toutefois la possibilité de modifier la structuration de son groupe en Europe afin de promouvoir les synergies entre ses filiales européennes⁵.

1.3.2 Intentions en matière d'emploi

L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite et de développement de l'activité de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs de la Société et sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.

Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.

1.3.3 Composition des organes de gouvernance et de direction de la Société

A la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, la composition du conseil d'administration reste inchangée.

L'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la composition du conseil d'administration de la Société avant ou à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2025.

1.3.4 Intérêts de l'Offre pour l'Initiateur, la Société et les actionnaires

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation par

⁵ Cf : communiqué de presse de l'Initiateur du 16 mars 2026

L'Initiateur, sur un marché du titre caractérisé par un flottant réduit et une liquidité limitée, à un prix égal au prix payé dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont précisés à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Le caractère équitable des conditions financières de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité établie par l'Expert Indépendant. Cette attestation est reproduite en intégralité dans le projet de note en réponse qui a été publié par la Société.

L'Acquisition du Bloc a permis à la Société de rejoindre CFSL, un groupe international, acteur majeur du domaine de la fabrication et la conception de solutions de conservation, d'ingrédients aromatiques et de santé & bien-être qui souhaite accompagner la Société dans son développement en France et à l'étranger.

1.3.5 Synergies – Gains économiques

Les synergies entre les capacités de R&D de Vinpai, sa gamme de produits et l'expertise de CFSL viendront enrichir l'offre de produits CFSL, encourager l'innovation et renforcer sa compétitivité à l'échelle mondiale.

Vinpai pourra, grâce à son intégration au groupe CFSL, démultiplier sa force commerciale.

La complémentarité des activités de Vinpai et CFSL devrait accélérer le développement des solutions naturelles de Vinpai à travers le monde.

1.3.6 Intentions concernant une éventuelle fusion ou réorganisation économique

L'Initiateur n'envisage pas, à la date du Projet de Note d'Information, de procéder à une fusion de la Société, que ce soit avec lui ou avec une société apparentée.

1.3.7 Intention concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre du retrait obligatoire étaient réunies.

Le maintien de la cotation permettra à la Société d'avoir accès au marché pour se financer et lui donner une certaine autonomie financière par rapport à l'Initiateur⁶.

1.3.8 Politique de distribution des dividendes

L'Initiateur n'envisage pas de modifier substantiellement la politique de dividendes pratiquée les années précédentes par Vinpai.

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.4.1 Accord de coopération à l'Offre

⁶ Cf : communiqué de presse de l'Initiateur du 16 mars 2026

L'Initiateur et la Société ont conclu le 24 février 2025 un accord de coopération rédigé en langue anglaise (*Tender Offer Agreement*), soumis au droit français, en vue d'assurer la coopération des parties dans le cadre de l'Offre en cas de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (l'« **Accord de Coopération à l'Offre** »).

L'Accord de Coopération à l'Offre prévoit notamment :

- (i) un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle à un prix de 3,60 euros par action Vinpai ;
- (ii) un engagement de la Société de désigner un expert indépendant pour examiner le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, coopérer avec celui-ci et donner, sur la base du rapport de l'expert indépendant, un avis favorable à l'Offre ;
- (iii) un engagement de la Société de ne pas, entre la signature de l'Accord de Coopération à l'Offre et la date de clôture de l'Offre, solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre ;
- (iv) un engagement de la Société de non-apport des actions auto-détenues à l'Offre et de ne pas céder à des tiers les actions auto-détenues par la Société ;
- (v) un engagement de la Société de poursuivre ses activités dans le cours normal des affaires ;
- (vi) un accord des parties pour, à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, la désignation de la majorité des membres du Conseil d'administration de la Société par l'Initiateur, étant précisé que Messieurs Cyrille Damany et Philippe Le Ray resteront membres du Conseil d'administration de la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre au moins, étant précisé que l'Initiateur n'a, à ce stade, pas sollicité la nomination d'administrateurs en vue de le représenter au Conseil d'administration de la Société ;
- (vii) plus généralement, des engagements réciproques de l'Initiateur et de la Société de coopération usuels dans le cadre de l'Offre.

1.4.2 Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance

A l'exception des accords mentionnés aux sous-sections 1.2.2 et 1.4.1 ci-dessus, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur s'est engagé à rembourser à leur maturité les avances en comptes courant consentis à la Société par Chris Project et Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville pour un montant de respectivement 750 000 € et 1 300 000 € en principal.

2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 4 mai 2026. L'AMF publiera un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur ainsi qu'auprès de l'Établissement Présentateur et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.vinpai.com>).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé le 4 mai 2026.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1, 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au Prix de l'Offre, soit 3,60 euros par Action, payable uniquement en numéraire, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre, savoir pendant une période de 14 jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Cette Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF qui publiera, le cas échéant, sur son site internet (www.amf-france.org), une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, déposées auprès de l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et auprès de l'Établissement Présentateur, au plus tard la veille du jour d'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.vinpai.com>).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site Internet de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant la teneur ainsi que les modalités et le calendrier de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur soit 711 363 Actions représentant 15,60% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur 26 736 Actions, à la date du présent Projet de Note d'Information, le Conseil d'administration de la Société ayant décidé, lors de sa réunion du 27 avril 2026 que ces Actions auto-détenues ne seraient pas apportées à l'Offre.

À la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la Cour d'appel de Paris.

2.3 Intervention de l'Initiateur sur les Actions pendant la période d'Offre

À compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant au maximum à 30% des Actions visées par l'Offre au Prix de l'Offre, soit un maximum de 213 409 Actions.

Ces acquisitions seront réalisées par Invest Securities, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur et seront déclarées à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

2.4 Autorisations réglementaires

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

2.5 Procédure d'apport à l'Offre

2.5.1 Dispositions communes à toutes les Actions apportées à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 14 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication des résultats définitifs de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport ou de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, jusqu'à la date limite qui leur sera indiquée par ledit

intermédiaire. Les détenteurs d'Actions sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre devront passer un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre par Action, au plus tard le dernier jour de l'Offre :

- les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront demander à leurs intermédiaires financiers teneurs de comptes la conversion de leurs actions au porteur dès que possible et en tout état de cause avant l'apport à l'Offre. Ils perdront alors les avantages attachés à la forme nominative pour celles des actions converties au porteur (en particulier, l'éventuel droit de vote double attaché auxdites Actions) ;
- les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (courtier, banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, un ordre d'apport ou de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres afin d'être en mesure d'apporter leurs titres à l'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (inclusive).

En pratique, les actionnaires pourront céder leurs Actions sur le marché.

2.5.2 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront placer leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre, selon la procédure habituelle prévue par leur intermédiaire financier. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, savoir 2 jours de négociation après chaque exécution. Il est précisé que les frais de négociation qui pourraient être appliqués par l'intermédiaire financier (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur. Invest Securities (adhérent 475), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché acheteur, se portera acquéreur au Prix de l'Offre, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Il est également précisé que l'Initiateur pourra acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par le biais de transactions de gré à gré, dans le respect de la législation et réglementaires applicables.

2.6 Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés, en ce compris le droit aux dividendes, interviendra à la date d'inscription des Actions en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L.211-17 du Code monétaire et financier.

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre intégrant les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure d'achats sur le marché.

2.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
4 mai 2026	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF
	Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du Projet de Note d'Information sur les sites internet de l'AMF et de la Société.
	Diffusion du communiqué normé de l'Initiateur relatif au dépôt du Projet de Note d'Information ainsi que de sa mise à disposition
	Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant)
	Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites de l'AMF et de la Société du projet de note en réponse de la Société
	Diffusion du communiqué normé de la Société relatif au dépôt et à la mise à disposition du projet de note en réponse
18 juin 2026	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
	Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société de la note d'information de l'Initiateur visée
	Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée
	Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites de l'AMF, de la Société et de l'Initiateur de la note en réponse de la Société visée
	Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse visée
	Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
	Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur
	Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société
	Diffusion par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre
Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités	
23 juin 2026	Ouverture de l'Offre
7 juillet 2026	Clôture de l'Offre
8 juillet 2026	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
9 juillet 2026	Règlement-livraison de l'Offre

2.8 Coûts et modalités de financement de l'Offre

2.8.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par l'Initiateur, en ce compris les honoraires et frais de ses conseils externes, financiers, juridiques et comptables et de tous experts, ainsi que les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 500 000 euros (hors taxes).

2.8.2 Mode de financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre serait apportée à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre s'élèverait à 2 560 906,80 euros (hors taxes, et hors frais et commissions liés à l'Offre).

Le financement de l'Offre sera intégralement assuré par voie d'emprunts contractés par l'Initiateur auprès d'institutions financières indiennes.

2.8.3 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un actionnaire qui apporterait ses Actions à l'Offre ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre.

2.9 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est par conséquent faite exclusivement en France. Le Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

Le Projet de Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des valeurs mobilières ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'application de toute autre formalité en application du droit local ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite.

Les titulaires d'actions de la Société situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que si le droit local auquel ils sont soumis le permet.

En particulier, en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique (les « Etats-Unis »), aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, aux personnes résidant aux Etats-Unis ou aux « *US Persons* » (au sens du *Regulation S* du *U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié), par voie postale ou par tout autre moyen de communication ou instrument commercial (y compris, sans limitation, l'envoi par fax, télex,

téléphone ou courrier électronique) aux Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse américaine. En conséquence, aucune copie du Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif au Projet de Note d'Information ou à l'Offre, ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne, de quelque manière que ce soit, aux Etats-Unis. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de certifier (i) qu'il n'est pas une « *US Person* » ; (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis une copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis ; (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, de télécommunications ou d'autres instruments commerciaux ou les services d'une bourse américaine dans le cadre de l'Offre ; (iv) qu'il ne se trouvait pas aux Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre de transfert d'actions ; et (v) qu'il n'est pas un mandataire ou un représentant agissant pour le compte d'un donneur d'ordre ayant transmis ses instructions depuis l'extérieur des Etats-Unis. Les intermédiaires agréés ne peuvent accepter d'ordres d'apport d'actions qui n'auraient pas été effectués conformément aux exigences ci-dessus, sauf autorisation ou instruction contraire de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre qui pourrait résulter d'une violation de ces restrictions sera considérée comme nulle.

Le Projet de Note d'Information ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de titres aux Etats-Unis et n'a pas été déposé auprès de la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Aux fins des paragraphes ci-dessus, les Etats-Unis désignent les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

La diffusion du présent document et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions de la Société peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de telles restrictions.

Les personnes en possession du Projet de Note d'Information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

2.10 Régime fiscal de l'Offre

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français en vigueur susceptible de s'appliquer aux personnes qui participeront à l'Offre, et ce en l'état actuel de la législation fiscale française. Les participants à l'Offre sont tenus de considérer que ces informations ne constituent qu'un simple résumé des principaux régimes fiscaux applicables en vertu de la législation française en vigueur et ne sauraient constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des situations et des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à eux. Les participants à l'Offre sont par conséquent invités à consulter leur conseil fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou

s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux participants à l'Offre.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France participant à l'Offre doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.10.1 Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel et ne détenant pas d'actions dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat des salariés

2.10.1.1 Régime fiscal de droit commun

Les actionnaires concernés sont ceux qui détiennent leurs Actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé directement ou par l'intermédiaire d'une société interposée.

(a) Impôt sur le revenu

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 bis et 200 A-2 du Code général des impôts (le « CGI »), les plus-values de cession d'actions de la Société réalisées par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont assujetties de plein droit à l'impôt sur le revenu au prélèvement forfaitaire unique (le « PFU ») au taux de 12,8%, sans aucun abattement.

Dans ce cadre, le montant de ces plus-values de cession est égal à la différence entre, d'une part, le prix de cession offert dans le cadre de l'Offre, net des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession, et, d'autre part, le prix effectif pour lequel les actions de la Société ont été acquises à titre onéreux par les actionnaires cédants diminué, le cas échéant, des réductions d'impôt effectivement obtenues dans les conditions prévues à l'article 199 terdecies-0 A par ces derniers, ou, si les actions de la Société sont entrées dans le patrimoine des cédants par voie de mutation à titre gratuit, par la valeur retenue pour la détermination des droits de mutation.

Toutefois, en application de l'article 200 A, 2 du CGI, par dérogation au PFU, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option expresse et irrévocable dans le délai de dépôt de leur déclaration de revenus de l'année concernée, afin que ces gains nets soient pris en compte pour la détermination de leur revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est annuelle, globale et entraîne la soumission au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des revenus de l'année entrant normalement dans le champ d'application du PFU.

Lorsque cette option est exercée, les gains nets afférents aux cessions des actions acquises ou souscrites avant le 1^{er} janvier 2018 seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement proportionnel pour durée de détention tel que prévu à l'article 150-0 D du CGI, sauf cas particuliers, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D-11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes. Si cette option est exercée, l'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, sur le gain net obtenu. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont invitées à consulter leur conseil fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport d'Actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces Actions dans le cadre d'opération antérieures et/ou de remettre en cause le bénéfice de réductions d'impôt spécifiques. Les personnes concernées sont également invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer les conséquences applicables à leur situation particulière.

(b) Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession d'Actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention tel que décrit au paragraphe (a) ci-dessus, le cas échéant, aux prélèvements sociaux à un taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « CSG ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « CRDS ») ;
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets de cession sont soumis à l'impôt sur le revenu au PFU susvisé au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu, y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention, la CSG sera partiellement déductible, à hauteur de 6,8% du revenu global imposable de l'année de son paiement. Les autres prélèvements sociaux mentionnés ci-dessus ne sont pas déductibles du revenu imposable.

(c) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du foyer fiscal excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250 000 euros et inférieure ou égale à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 500 000 euros et inférieure ou égale à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu).

Un mécanisme spécifique permet d'atténuer l'imposition des contribuables qui franchissent le seuil d'imposition en raison de la perception d'un revenu exceptionnel, sous réserve du respect de certaines conditions. Les personnes concernées par la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer les conséquences applicables à leur situation particulière.

(d) Contribution différentielle sur les hauts revenus

L'article 224 du CGI institue à la charge des contribuables les plus aisés une contribution différentielle sur les hauts revenus (« CDHR ») au titre des revenus de 2025 qui s'ajoute à l'impôt sur le revenu et à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus.

Sont soumis à la CDHR les contribuables fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI dont le revenu fiscal de référence retraité excède la limite de 250 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés ou de 500 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

La contribution, qui vise à assurer une imposition minimale de 20%, est égale à la différence, lorsqu'elle est positive, entre (i) 20% du revenu fiscal de référence retraité et (ii) la somme de l'impôt sur le revenu et de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus ainsi que des prélèvements libératoires de l'impôt sur le revenu et éventuellement majoré de 1 500 euros par personne à charge et de 12 500 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence retraité du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, diminué du montant :

- des abattements pour durée de détention mentionnés au a bis du même 1° autres que ceux mentionnés aux 1 ter ou 1 quater de l'article 150-0 D du CGI ;
- des bénéfices exonérés d'impôt réalisés par certaines entreprises ou certains individus (jeunes entreprises innovantes, entreprises implantées dans certaines zones et jeunes artistes de la création plastique) mentionnés au b du 1° du IV de l'article 1417 du CGI ;
- des produits et revenus impatriés mentionnés à l'article 155 B du CGI ;

- du résultat net bénéficiaire résultant de produits de la propriété industrielle déterminé en application de l'article 238 du CGI effectivement imposé au taux de 10 % prévu à la première phrase du deuxième alinéa du a du I de l'article 219 du CGI ;
- des produits perçus par un inventeur personne physique imposés au taux de 10 % mentionnés au second alinéa du I de l'article 93 quater du CGI ;
- des plus-values placées en report d'imposition mentionnées au I de l'article 150-0 B ter du CGI pour lesquelles le report d'imposition expire ;
- des produits et revenus exonérés en application d'une convention internationale relative aux doubles impositions.

Les revenus exceptionnels (définis comme étant ceux qui, par leur nature, ne sont pas susceptibles d'être recueillis annuellement et dont le montant dépasse la moyenne des revenus nets d'après lesquels le contribuable a été soumis à l'impôt sur le revenu au titre des 3 dernières années) sont retenus pour 25 % de leur montant.

Une décote est applicable aux contribuables dont le revenu fiscal de référence retraité est inférieur ou égal à 330 000 euros pour les célibataires, veufs, séparés ou divorcés et 660 000 euros pour les couples mariés ou pacsés soumis à imposition commune.

Un acompte doit être versé entre le 1^{er} décembre 2025 et le 15 décembre 2025, égal à 95% du montant de la CDHR estimé par le contribuable en tenant compte des revenus réalisés au 1^{er} décembre 2025 ainsi que d'une estimation des revenus qu'il est susceptible de réaliser entre le 1^{er} décembre 2025 et le 31 décembre 2025 ; étant précisé qu'une pénalité spécifique de 20% est prévue en cas de défaut ou retard de versement de l'acompte et en cas de sous-estimation, lorsque le montant de l'acompte versé s'avère inférieur, de plus de 20%, à 95% du montant de la CDHR finalement due (auquel cas, la pénalité est égale à 20% de la différence entre 95% du montant de la CDHR et de l'acompte versé).

2.10.1.2 Actions de la Société détenues dans le cadre d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (PEA) pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient réinvestis dans le PEA ;
- au moment de la clôture du PEA ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si la clôture ou le retrait partiel interviennent plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite au paragraphe 2.10.1.1 (c) ci-dessus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe 2.10.1.1 (b) ci-dessus au taux en vigueur à la date du fait générateur de la plus-value pour les PEA ouverts depuis le 1^{er} janvier 2018. Le taux global des prélèvements sociaux à la date du Projet de Note d'Information s'élève à 17,2%, tel que décrit ci-avant. Pour les PEA

ouverts avant le 1^{er} janvier 2018, le taux de prélèvements sociaux applicable est susceptible de varier. Les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du Projet de Note d'Information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

Les personnes détenant leurs actions dans le cadre de PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de déterminer les conséquences de la cession de leurs actions figurant sur le PEA dans le cadre de l'apport de leurs Actions à l'Offre et le régime fiscal d'une telle cession.

2.10.2 Personnes morales

2.10.2.1. Personnes morales résidentes fiscales en France et soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun et pour lesquelles les Actions ne revêtent pas le caractère de titres de participation ou de titres assimilés au sens des dispositions de l'article 219, I-a quinquies du CGI

Sauf application d'un régime fiscal particulier, les gains nets résultant de la cession d'actions dans le cadre de l'Offre sont compris dans le résultat imposable soumis à l'impôt sur les sociétés (« IS ») au taux normal, qui, pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2022, est de 25 %. Si le chiffre d'affaires annuel du cédant (hors TVA) excède 7.630.000 euros sur une période de douze mois, les gains sont également soumis à la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI), calculée sur le montant de l'IS après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 € par période de douze (12) mois.

Toutefois, en application de l'article 219, I b du CGI, les sociétés dont le chiffre d'affaires annuel (hors taxes) est inférieur à 10.000.000 euros et dont le capital est entièrement libéré et détenu de manière continue au cours de l'exercice concerné à hauteur d'au moins 75 % par des personnes physiques ou par des sociétés elles-mêmes détenues dans les mêmes conditions, peuvent bénéficier d'un taux réduit d'IS de 15 %, dans la limite d'un bénéfice imposable de 42 500 € par période de douze mois. Ces sociétés sont exonérées de la contribution sociale de 3,3 %.

En outre, la loi de finances pour 2025 a instauré, pour le premier exercice clos à compter du 31 décembre 2025, une contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises soumises à l'IS dont le chiffre d'affaires réalisé en France est égal ou supérieur à 1.000.000.000 euros (apprécié au niveau du groupe fiscal le cas échéant) au titre de l'exercice au cours duquel la contribution est due ou de l'exercice précédent (ajusté le cas échéant à une période de douze mois). Cette contribution est assise sur la moyenne de l'IS dû (i) au titre de l'exercice au cours duquel la contribution est due et (ii) au titre de l'exercice précédent (calculée sur l'ensemble du résultat imposable aux taux prévus à l'article 219 du CGI, avant application de toute réduction, crédit ou créance d'impôt). Son taux est de :

- 20,6 % pour les redevables dont le chiffre d'affaires des deux exercices concernés est inférieur à 3 000 000 000 € ;
- ou 41,2 % pour les redevables dont le chiffre d'affaires de l'un ou l'autre des deux exercices concernés est égal ou supérieur à 3 000 000 000 €.

Deux mécanismes de lissage, mentionnés par la doctrine administrative BOI-IS-AUT-60-17/09/2025, n° 250 à 300, sont prévus afin de limiter les effets de seuil. Les personnes concernées

par la contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises soumises à l'IS sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer les conséquences applicables à leur situation particulière.

Un acompte égal à 98 % du montant estimé de cette contribution doit être versé au titre de l'exercice en cours lors du paiement du dernier acompte d'IS. Tout solde restant doit être payé en même temps que le paiement final de l'IS.

Les moins-values subies lors de la cession d'Actions dans le cadre de l'Offre sont, en principe, et sauf application d'un régime fiscal particulier tel que celui décrit ci-après, déductibles du résultat imposable de la personne morale.

Il convient également de noter (i) que certains des seuils mentionnés ci-dessus obéissent à des règles particulières en cas d'appartenance à un groupe fiscal ou de détention par certains organismes de placement collectif et sociétés assimilées, et (ii) que la participation à l'Offre peut entraîner la cessation de tout report ou sursis d'imposition dont les titulaires de ces Actions auraient pu bénéficier dans le cadre d'opérations antérieures et/ou la perte de certains avantages fiscaux spécifiques.

2.10.2.2. Personnes morales résidentes fiscales en France et soumises au régime standard de l'impôt sur les sociétés et pour lesquelles les Actions revêtent le caractère de titres de participation ou de titres assimilés au sens des dispositions de l'article 219, I-a quinquies du CGI

Conformément à l'article 219, I, a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées lors de la cession de titres de participation détenus depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérées d'IS. Toutefois, une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values doit être réintégrée au résultat imposable. Ce montant est soumis à l'impôt sur les sociétés au taux normal et, le cas échéant, à la contribution sociale de 3,3 % ainsi qu'à la contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises décrite au paragraphe ci-dessus.

La moins-value nette à long terme afférente à la cession de titres de participation définis à l'article 219, I-a quinquies du CGI subie au cours d'un exercice ouvert depuis le 1er janvier 2007 ne peut donner lieu à aucune déduction du résultat imposable. Elle ne peut pas davantage être prise en compte pour compenser les plus-values relatives à d'autres catégories de titres et n'est pas non plus reportable sur les exercices postérieurs.

2.10.3 Actionnaires fiscalement domiciliés hors de France

Sous réserve de l'application des conventions fiscales internationales pertinentes et de toute règle spécifique applicable aux actionnaires personnes physiques ayant acquis leurs actions dans le cadre de dispositifs d'actionnariat salarié, les gains réalisés lors de la cession d'actions par des personnes qui ne sont pas résidentes fiscales de France (au sens de l'article 4 B du CGI) ou par des personnes morales dont le siège social est situé hors de France (sous réserve que les actions ne soient pas rattachées à un établissement stable ou à une base fixe en France) ne sont, en principe, pas imposables en France, sous réserve que :

- les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique, personne morale ou organisme), ainsi que par son conjoint, ses ascendants et descendants, dans les bénéfices de la société, n'aient pas, à un moment quelconque au cours des cinq

(5) années précédant la cession, excédé 25 % (conformément aux articles 244 bis B et C du CGI) ;

- la société ne soit pas qualifiée de société à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 bis A du CGI ; et
- le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (« ETNC »), à l'exception de ceux visés à l'article 238-0 A, 2 bis, 2° du CGI.

Dans cette dernière hypothèse, et sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales applicables, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société, les gains sont imposés au taux forfaitaire de 75 %, sauf si le cédant démontre que les opérations à l'origine de ces gains ont principalement un objet et un effet autres que de localiser ces gains dans un ETNC.

La liste des ETNC est fixée par arrêté ministériel et peut être actualisée à tout moment, et en principe au moins une fois par an conformément à l'article 238-0 A, 2 du CGI, et s'applique à compter du premier jour du troisième mois suivant la publication de l'arrêté. À cet égard, il convient de noter que la loi n° 2018-898 du 23 octobre 2018 relative à la lutte contre la fraude, entrée en vigueur le 1er décembre 2018, a élargi la liste des ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI aux juridictions figurant sur la liste noire de l'Union européenne des États et territoires non coopératifs à des fins fiscales, telle que publiée et régulièrement mise à jour par le Conseil de l'Union européenne.

La cession des Actions dans le cadre de l'Offre peut également mettre fin à tout sursis de paiement applicable, le cas échéant, aux personnes physiques relevant du régime de l'exit tax prévu à l'article 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile hors de France.

La participation à l'Offre peut également entraîner des conséquences fiscales dans d'autres juridictions, notamment dans l'État de résidence des participants à l'Offre. Les conventions fiscales internationales peuvent également avoir un impact sur les conséquences fiscales en France et dans d'autres juridictions.

2.10.4 Personnes soumises à un régime fiscal différent

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime fiscal autre que ceux mentionnés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de patrimoniale privée ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan professionnel, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.10.5 Taxes sur les transactions financières et droits d'enregistrement

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières française s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé et émis par une société ayant son siège social en France, dont la capitalisation boursière excède 1 000 000 000 € au 1er décembre de l'année précédant l'année d'imposition. Une liste des sociétés soumises à la taxe sur les transactions financières est publiée chaque année. La Société ne figure pas sur la liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière excède 1 000 000 000 € au 1er décembre 2024 (BOI-ANX-000467-20241223). En conséquence, la

taxe sur les transactions financières ne sera pas due au titre des Actions acquises dans le cadre de l'Offre.

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui n'est pas à prépondérance immobilière et dont le siège social est situé en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation cet enregistrement donne lieu, en application de l'article 726, I-1° du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession (société non à prépondérance immobilière), sous réserve de certaines exceptions exonérées à l'article 726, II du CGI.

3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est de 3,60 euros par action, payable en numéraire. Les éléments d'appréciation des Prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities, conseil financier et Établissement Présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur. Ces éléments ont été établis sur la base des méthodes usuelles d'évaluation fondées sur les informations publiques disponibles. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part d'Invest Securities. Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le présent Projet de Note d'information autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donnée aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans le présent Projet de Note d'Information.

3.1 Présentation de Vinpai

3.1.1 Description de l'activité

Vinpai est une société française spécialisée dans les ingrédients naturels. Elle propose aux industriels une offre complète d'ingrédients fonctionnels et d'arômes, souvent combinés en prémix, pour texturer, émulsifier, stabiliser, conserver et enrichir leurs recettes.

Vinpai conçoit, fabrique et commercialise des ingrédients à base d'algues, de végétaux et de minéraux, permettant de substituer les additifs chimiques par des formulations naturelles. La société s'adresse à divers secteurs, notamment l'agro-alimentaire, la cosmétique, la nutraceutique.

À la fin de 2023, l'entreprise comptait plus de 400 clients BtoB et BtoBtoC, avec une forte présence dans l'agro-alimentaire (84% de son chiffre d'affaires en 2023), ainsi que la cosmétique, bien-être et la nutraceutique.

En 2024, le chiffre d'affaires atteint 9,2 millions d'euros, répartis sur 37 pays. Une part significative des ventes est concentrée sur la Zone du Moyen-Orient et Afrique (51% du CA) et en France (29% du CA). Le marché asiatique, notamment en Inde, connaît une croissance grâce à un partenariat avec Enhance Gourmet Foods, ce qui permet à Vinpai de répondre à la forte demande végétalienne de la région.

Présentation des produits :

Vinpai se distingue par son approche combinant fibres végétales et algues, présentes dans la majorité de ses produits. Parmi ceux-ci, on trouve VIN'SPECIALTIES pour l'agroalimentaire, Cimalgin pour la cosmétique, et Aromalogie pour la nutraceutique. Ces produits, souvent

compatibles avec les régimes végétariens, sont utilisés pour optimiser les recettes tout en respectant la qualité des ingrédients : texture, goût, stabilité et couleur.

Les algues sont utilisées de différentes manières dans :

- ➔ **L'alimentation humaine** : Utilisées comme légumes, agents texturants (gélifiants, épaississants, stabilisants) et compléments nutritionnels, particulièrement en Asie.
- ➔ **L'industrie textile** : Servant de colloïdes pour leurs propriétés texturantes.
- ➔ **La chimie fine, la cosmétique et la pharmacie** : Pour leurs effets biostimulants, antioxydants, antiviraux, et antistress.

En détail, les différentes gammes d'ingrédients fonctionnels et d'arômes pour chaque secteur peuvent être regroupé comme suit :

➔ **L'agroalimentaire**

- **VIN'SPECIALTIES** : 500 ingrédients fonctionnels destinés à améliorer la texture, le goût, la conservation et les qualités nutritionnelles des produits alimentaires. Ces produits sont 100% clean label, sans additifs chimiques, et incluent des alternatives naturelles comme *Vin'Fibra*, *Vin'Emulsio*, *V-Salt* et *Essenti'Alg*. Ces ingrédients sont utilisés dans diverses applications (des sauces aux produits laitiers, en passant par les produits carnés ou végétaux). Par exemple, *Vin'Emulsio* remplace le jaune d'œuf dans la crème glacée, *Vin'Fibra* améliore la structure des biscuits, et *V-Salt* permet de réduire le sel tout en maintenant le goût.
- **VIN'MISCEO** : Prémix fonctionnels combinant plusieurs ingrédients pour simplifier la production industrielle. Ces prémix sont utilisés dans divers secteurs comme les fromages végétaux, les sauces, les substituts de viande, les solutions fromagères, les frites, la biscuiterie, les alternatives laitières, les garnitures et les produits carnés.
- **VIN'AROMA** : Une gamme de 3 000 arômes naturels utilisés seuls ou dans les prémix pour améliorer l'appétence des produits finis.

➔ **Cosmétique**

- **CIMALGIN** : Gamme de texturants et stabilisants naturels utilisés par les industriels cosmétique.
- **ULTRATEXCARE** : Solution végétale permettant de réaliser des émulsions stables avec un faible pourcentage d'huile.
- **Prémix Cosmétiques** : Associations de minéraux et d'algues pour des applications variées comme les masques peel-off, les moulages dentaires et les pansements double peau.

Vinpai développe également **Vin'UV Protect**, une alternative aux filtres solaires chimiques et minéraux traditionnels. **Vin'UV Protect** vise à proposer une solution d'origine naturelle, intégrable dans les formulations cosmétiques, tout en assurant une protection contre les UV.

➔ **Nutraceutique**

- **Aromathérapie** : Des huiles essentielles bio avec du carbonate de calcium d'origine marine pour réguler l'équilibre acido-basique et traiter diverses affections (sommeil, digestion, stress, troubles hépatiques, respiratoire, urinaire, etc.)
- **Algathérapie** : Actifs d'origine algale pour combler les déficits en apports minéraux du corps humain.
- **Exothérapie et cosmétiques marins** : Huiles essentielles bio sous forme de sprays et huiles de massages ainsi que des produits cosmétiques marins à base algues.

Vinpai commercialise aussi ses produits via son site Aromalogie, avec des compléments alimentaires naturels, ainsi que des dispositifs médicaux comme des patchs d'algine, des solutions de soin bucco-dentaire et des poudres à mouler.



Source : Vinpai

3.1.2 Historique de la société

Vinpai a été fondée en 2011 par Cyrille Damany et Philippe Le Ray. En juillet 2023, Vinpai s'est introduit en bourse à un prix de 6,55 € par action, levant à cette occasion 5,9 millions d'euros net.

Depuis sa création, Vinpai a connu cinq phases de développement :

➔ **2011-2014** : De 2011 à 2014, les fondateurs Cyrille Damany et Philippe Le Ray ont autofinancé la première phase de développement de leur entreprise. Ils ont lancé des prémix prêts à l'emploi pour fromages et sauces mayonnaïses, remplaçant le lait et les œufs par des ingrédients végétaux. Ces recettes utilisaient de l'amidon modifié comme agent texturant. Les dirigeants ont rapidement diversifié ces prémix pour différents types de fromages et sauces. Les premiers texturants commercialisés, *Vin'Tex & Melt* et *Vin'Pro*, ont facilité l'entrée sur le marché en simplifiant la production industrielle et en réduisant les coûts. Ces texturants, dérivés de l'amidon de pomme de terre, sont encore majeurs dans les ventes et sont maintenant classés dans la catégorie Spécialités depuis 2021. Cette stratégie de prémix prêts à l'emploi, adaptables et faciles à utiliser, a permis à l'entreprise de s'introduire sur un marché vaste et concurrentiel, en capitalisant sur la tendance végane naissante.

- **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.

- **2018-2019** : La troisième vague de développement, entre 2018 et 2019, financée successivement par Cyrille Damany (400 000 euros) et l'entrée au capital de business angels (360 000 euros pour Amadéite, 260 000 euros pour IPC et 2 millions euros 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 ou des matières grasses.

- **2020-2022** : La période 2020-22 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 1,84 million d'euros, soit seulement ¼ du CA réalisé en 2022. Ainsi, Vinpai rachète CIMAPREM en décembre 2020 (70 000 euros) 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 1,75 million d'euros (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 5% du capital de la société *Based Algae & Plant* détenus par *Based Algae Plant*, spécialisé dans la fourniture de compléments alimentaires. Ces acquisitions ont apporté au groupe de nouveaux savoir-faire en termes de matières premières ou de formulations (poudres). La société a également obtenu en avril 2022 la certification FSSC 22000, délivrée par l'AFNOR, après un processus d'audit débuté en 2018. Cette certification, garantit aux acteurs de la filière agroalimentaire clients de Vinpai que le groupe maîtrise efficacement les dangers liés à la sécurité des aliments. L'entreprise est aussi certifiée ISO 9001 permettant de garantir la qualité de ses produits et services.

- **2023-2025** : Enfin, le dernier volet de développement de Vinpai, initié en 2023, fait suite à son introduction en Bourse en juillet, qui lui a permis de renforcer ses capacités financières et d'accélérer sa stratégie industrielle. En 2024, la société a poursuivi ses efforts d'innovation avec le lancement de Vin'Curd+, un coagulant végétal pour la production fromagère, et d'ULTRATEX CARE, un ingrédient destiné aux émulsions cosmétiques. Le développement de Vin'UV Protect, une gamme dédiée à la protection solaire, s'est également poursuivi, bien que son lancement, initialement prévu au quatrième trimestre 2024, ait été repoussé de deux ans. Dans un contexte géopolitique et macroéconomique dégradé, qui a pesé sur l'activité de Vinpai, le carnet de commandes s'est contracté en 2024-25 et la dynamique commerciale a

été décevante, conduisant le groupe à reporter d'un an ses objectifs fixés lors de l'introduction en Bourse. Début 2025, Vinpai a annoncé un projet de rapprochement avec le groupe indien Camlin Fine Sciences, via une prise de participation majoritaire du capital de la Société.

3.1.3 Evolution des résultats

3.1.3.1 Evolution du Chiffre d'affaires et du carnet de commandes

Ventes en m€	2020	2021	2022	2023	2024	TMVA 20-22	TMVA 22-24	TMVA 20-24
AGROALIMENTAIRE	3,4	4,1	4,7	6,4	7,6	+17,5%	+27,6%	+22,4%
§ var	+67,2%	+22,2%	+12,9%	+37,6%	+18,4%			
§ CA	77,0%	80,5%	75,0%	81,3%	83,0%			
COSMETIQUE & NUTRACEUTIQUE	1,0	1,0	1,6	1,5	1,6	+24,2%	+0,1%	+11,5%
§ var	+92,0%	-1,1%	+55,9%	-4,9%	+5,3%			
§ CA	23,0%	19,5%	25,0%	18,7%	17,0%			
CA TOTAL HORS VN UV	4,4	5,1	6,2	7,9	9,2	+19,0%	+21,3%	+20,2%
§ var	+67,2%	+16,9%	+21,3%	+27,0%	+15,9%			

Source : Invest Securities, sur la base d'informations publiques diffusées par Vinpai

TMVA des ventes de +20% entre 2020-2024, porté par la zone MEA

Sur la période 2020-2024, le portefeuille d'ingrédients a enregistré une croissance élevée avec une croissance annualisée de +20%. La croissance a atteint un pic de +67% en 2020 grâce à (i) la commercialisation progressive depuis 2019 des ingrédients de spécialité Vin'Fibra et Vin'Emulsio et (ii) aux différentes acquisitions, notamment IFS Arômes (effet périmètre estimé à +30% en 2020). En termes de division, le principal moteur de croissance a été l'Agroalimentaire avec des ventes en progression annuelle de +22% sur la période avec un poids moyen de 79% dans les ventes sur les 5 dernières années. Les ventes d'ingrédients pour la Cosmétique et de produits nutraceutiques ont progressé de +11,5% avec une dynamique moins favorable en 2023 et 2024 (-5% et +5%), après une année 2022 très dynamique, soutenue par l'obtention de la certification FSSC 22000.

En termes géographique, on constate une forte évolution du mix géographique. Afin de faciliter la comparaison, le chiffre d'affaires (CA) France a été retraité au premier semestre 2023 de 470 000 d'euros de ventes réalisées au Maghreb par un distributeur français. Ces ventes ont été retransférées sur la zone Moyen-Orient. Sur les données disponibles entre 2021 et 2024, la zone ayant le plus fortement contribué à la croissance est la zone Moyen-Orient et Afrique avec un TMVA de +52%, alors que la France (+2%) et l'Europe (+6,5%). En conséquence, la répartition géographique a basculé en faveur du Moyen-Orient et Afrique avec un poids à fin 2024 de 51% (vs 26% à fin 2021), alors que la France ne pesait plus que 29% du CA en 2024 (vs 48% en 2021).

En m€	2021	S1 22	S2 22	2022	S1 23	S2 23	2023	S1 24	S2 24	2024	TMVA 21-24
France	2,5	1,6	1,6	3,2	1,7	1,2	2,8	1,4	1,2	2,6	+2,1%
% CA	48%	55%	47%	51%	42%	30%	36%	30%	28%	29%	
var				+27%	+7%	-27%	-10%	-16%	+8%	-7%	
Europe	0,6	0,4	0,4	0,8	0,3	0,3	0,7	0,3	0,4	0,7	+6,5%
% CA	11%	15%	12%	13%	9%	8%	8%	6%	9%	7%	
var				+49%	-20%	-24%	-22%	-13%	+22%	+4%	
Moyen-Orient & Afrique	1,3	0,6	0,7	1,3	0,9	1,9	2,8	2,2	2,4	4,7	+52,2%
% CA	26%	22%	22%	22%	23%	48%	36%	47%	54%	51%	
var				+2%	+50%	+159%	+109%	+141%	+28%	+65%	
Amériques	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0	0,5	1,5	0,7	0,3	1,0	+14,1%
% CA	13%	8%	18%	14%	25%	13%	19%	16%	6%	11%	
var				+24%	+340%	-17%	+80%	-27%	-45%	-33%	
Asie Pacifique	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	+25,0%
% CA	2%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	2%	
var				-67%	+211%	+204%	+207%	+49%	+119%	+91%	
Total	5,1	2,9	3,4	6,2	4,0	3,9	7,9	4,7	4,4	9,2	+21,3%

Source : Invest Securities, sur la base d'informations publiques diffusées par Vinpai

Une performance décevante post IPO avec un carnet de commandes en baisse

Sur les deux années (2020-2022) précédant l'introduction en Bourse (IPO), la croissance des ventes annualisée est ressortie à +19%. Sur la période suivant l'IPO (2023-2024), la croissance des ventes s'est maintenue à un niveau relativement proche (+21%) avec une accélération de la croissance de l'Agroalimentaire (+28% vs +18% entre 2020-22), soutenue par la certification FSSC 22000 et le renforcement du portefeuille d'ingrédients, alors que la dynamique de la Cosmétique & Nutraceutique était faible (+0% vs +24% entre 2020-22).

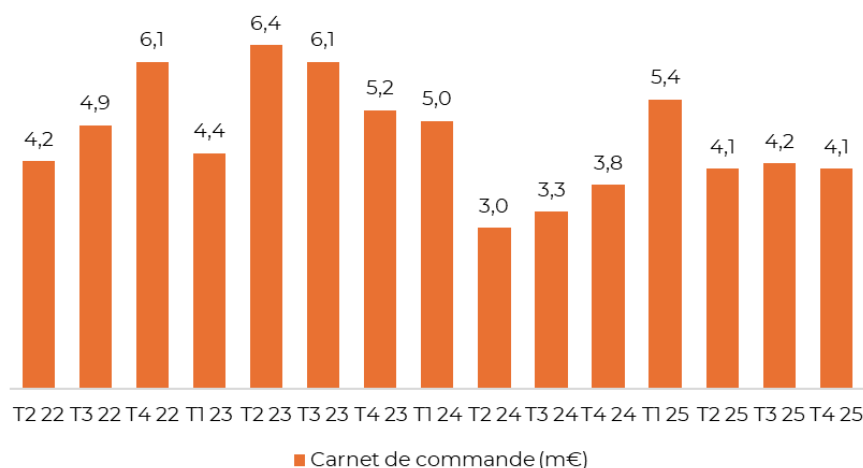
Malgré le maintien de la croissance, la performance est restée en-deçà des objectifs fixés lors de l'IPO. Pour rappel, Vinpai tablait initialement sur un CA 2025 de 16 millions d'euros, supposant une forte accélération de la croissance annualisée entre 2023 et 2025 (+37%). La faible dynamique enregistrée depuis l'IPO (CA S2 23 : +16% et CA 2024 : +16%) a incité Vinpai à reporter d'un an cet objectif à 2026 lors de la publication des résultats premier semestre 2024 le 2 octobre 2024. Entre 2023 et 2024, le groupe est confronté à une situation macro-économique défavorable pour les ingrédientistes et à des contretemps industriels ne lui permettant pas d'atteindre des niveaux de croissance satisfaisants pour atteindre cet objectif en 2025.

En détails, les ventes 2023 sont ressorties en hausse de +27% à 7,9 millions d'euros avec un T4 particulièrement décevant (1,8 million d'euros, -14% vs T3 23). Vinpai a été impacté par un arrêt de production au T3, qui n'a pas été compensé au T4. La croissance T4 a souffert de la livraison tardive des équipements commandés (mi-novembre au lieu de fin septembre) et de leur mise en œuvre plus longue que prévue. Du point de vue macro-économique, la France (-10% en 2023), a été affectée par une baisse des ventes d'arômes aux industriels consécutive à une demande moins élevée des consommateurs pour les plats cuisinés du fait d'un pouvoir d'achat en berne.

En 2024, l'environnement macro-économique a continué de se dégrader. Cette dégradation est en partie perceptible dans la baisse du carnet de commandes sur 2024 (voir graphique ci-dessous). Depuis l'IPO de juillet 2023 (T2 23), le carnet de commandes a fortement diminué. Selon la définition de la société, le carnet de commandes se définit par toutes les commandes validées par les clients, enregistrées dans l'ERP de la société et à livrer dans un délai maximum de 9 mois. Celui-ci s'élevait à 6,4 millions d'euros à fin T2 23 (+51% vs T2 22), à 3,0 millions d'euros fin T2 24 (-53% vs T2 23) et à 3,8 millions d'euros à fin 2024 (-27% vs fin 2023). La société justifie cette baisse du carnet de commandes par deux principaux facteurs : un contexte économique volatil et difficile avec des industriels qui sont revenus à une gestion en flux tendu après la crise Covid et la guerre en Ukraine et, une mise en échelle de l'outil de production permettant à la société d'écouler plus rapidement son carnet de commandes (4/6 semaines vs 6 mois auparavant).

Dans ce contexte, le CA 2024 est ressorti à 9,2 millions d'euros, en hausse de +16%. Après le T3 2024 alarmant (-15%), les ventes ont rebondi au T4 2024 de +44%. La croissance a bénéficié d'une base de comparaison très favorable car l'activité au T4 2023 avait été pénalisée par la saturation de l'outil industriel. L'année 2024 a été conjoncturellement marquée par un ralentissement généralisé de la consommation. Au T4 2024, le carnet de commandes s'est légèrement renouvelé par rapport au T3 2024 avec un montant de 3,8 millions d'euros, correspondant à une hausse de +15% par rapport au T3 2024. On souligne également que la reconstitution du carnet d'ordres à 5,4 millions d'euros au T1 25 (+8% vs T1 24 et +42% vs T4 24) ne s'est pas maintenue au T2 avec un carnet de commandes de 4,1 millions d'euros (+30% vs T2 24 et -24% vs T1 25). Sur le reste de l'année 2025, le carnet de commandes s'est maintenu à 4,2/4,1 millions d'euros. A fin décembre 2025, le carnet de commandes de 4,1m€ progresse de +8% par rapport à fin 2024. La dynamique de croissance en 2025 (+11,5%) et la progression du carnet de commandes restent très en-deçà du cap à tenir pour atteindre les objectifs 2026.

Evolution du carnet de commandes en millions d'euros



Source : Invest Securities, sur la base d'informations publiques diffusées par Vinpai

3.1.3.2 Évolution des résultats

Analyse des résultats historiques

Compte de résultat (m€)	2020	2021	2022	2023	2024
CA	4,4	5,1	6,2	7,9	9,2
% var		+16,9%	+21,3%	+27,0%	+15,9%
Coûts des ventes	-2,9	-3,0	-3,4	-4,1	-5,3
% var		+2,8%	+15,0%	+20,8%	+29,0%
% CA	-66%	-58%	-55%	-52%	-58%
Marge brute	1,5	2,2	2,8	3,8	3,9
% var		+43,5%	+29,8%	+34,5%	+1,7%
% CA	34,5%	42,4%	45,3%	48,0%	42,1%
Production stockée	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Production immobilisée	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Subventions d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Transferts de charges	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Autres produits	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres produits d'exploitations	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4
% var		-23,1%	+27,6%	-16,9%	-17,0%
Autres achats et charges externes	-1,1	-1,6	-2,2	-3,0	-3,6
Impôts, taxes	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Salaires et traitements	-0,9	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8
Charges sociales	-0,3	-0,6	-0,4	-0,6	-0,7
Autres charges	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
OPEX	-2,4	-3,5	-4,2	-5,4	-6,3
% var		+47,8%	+19,5%	+29,0%	+15,3%
% CA	-54%	-69%	-68%	-69%	-68%
EBITDA société	-0,3	-0,9	-0,8	-1,1	-1,9
% CA	-6,4%	-16,8%	-12,5%	-13,4%	-20,6%
EBITDA ajusté (ex R&D capitalisée)	-0,7	-1,2	-1,1	-1,4	-2,2
% CA	-15,2%	-23,7%	-18,2%	-18,0%	-24,4%
Dotations aux amortissements	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5
Dotations aux provisions	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Reprises sur provisions	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
EBIT	-0,6	-1,6	-1,2	-1,7	-2,6
% CA	-13,3%	-31,7%	-19,0%	-21,2%	-27,9%
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4
Résultat exceptionnel	0,6	0,0	-0,1	-1,5	-0,2
Résultat avant impôt	-0,1	-1,8	-1,5	-3,6	-3,1
% CA	-3%	-35%	-25%	-46%	-34%
Impôts sur les bénéfices	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Résultat net	0,0	-1,6	-1,4	-3,5	-3,0
% CA	-1%	-32%	-23%	-44%	-32%

Source : Invest Securities, sur la base d'informations publiques diffusées par Vinpai

Entre 2020 et 2022, la Société a retardé sa marche vers la rentabilité opérationnelle en raison des coûts suscités par l'intégration des fonds de commerce acquis, mais continue d'alimenter la croissance de son chiffre d'affaires.

La marge brute moyenne entre 2020-2024 est de 44%. Celle-ci a atteint un pic au premier semestre 2023 à 50%. En dépit de l'augmentation des prix d'achats de matières premières et de consommables du fait du conflit en Ukraine, la hausse des volumes combinée à une gestion rigoureuse des prix d'achat, un bon pouvoir d'achat et un mix produit favorable avec des ventes d'arôme mieux margées plus élevées ont contribué à l'amélioration de la marge brute. Depuis l'introduction en bourse (IPO), la marge brute a progressivement décliné (S2 23 : 46%, S1 24 : 42%, S2 24 : 42,3%) à cause d'une augmentation en volume des ventes de produits à plus faible valeur ajoutée (diminution des ventes d'arômes naturels en France dans un contexte de forte inflation des prix, les consommateurs se détournent des plats préparés, bio naturels).

Les dépenses opérationnelles ont progressé de +27% entre 2020 et 2024 par an en moyenne, tirée par la hausse des autres achats et charges externes (+33%) et des salaires (+20%) avec l'augmentation des effectifs à 45 ETP fin 2024 (+21% vs 2020). En 2023, les dépenses opérationnelles ont progressé de +29% à -5,4 millions d'euros avec une accélération des dépenses sur l'ensemble des postes (autres achats et charges externes : +33% et Salaires et traitements : +12%) et un recours à des intérimaires au S2 consécutif à l'indisponibilité d'une machine et aux coûts de l'IPO. A noter qu'en 2023, le groupe a enregistré un résultat exceptionnel de -1,459 million d'euros lié à l'intégration de la totalité du compte courant d'associé de M. Damany qui a été partiellement remboursé par voie de compensation avec le montant de sa souscription à l'IPO.

Depuis l'IPO, la perte nette s'est creusée (S1 23 : -0,8 million d'euros, S2 23 : -2,7 millions d'euros ou -1,2 million d'euros en ajustant de charges exceptionnelles, S1 24 : -1,3 million d'euros, S2 24 : -1,4 million d'euros). La progression du chiffre d'affaires n'a pas suffi pour contenir la hausse des dépenses opérationnelles et les coûts fixes ont augmenté avec les locations nécessaires dans les nouvelles installations du site de Saint-Dolay. Après l'IPO, la société a effectivement augmenté ses capacités de production pour répondre à la forte demande.

Dans ce contexte, le groupe n'a pas enregistré un EBITDA à la hauteur de ses attentes. L'EBITDA s'est dégradé progressivement depuis l'IPO. L'objectif d'une marge d'EBITDA supérieure à 10% en 2025 a été reporté à 2026 à la suite des résultats du premier semestre 2024 en novembre 2024. Cet objectif portait sur l'EBITDA société que nous ajustons de la R&D capitalisée dans ce rapport d'évaluation.

A la fin de l'exercice 2024, les déficits reportables s'élèvent à près de 11,7 millions d'euros.

3.1.3.3 Bilan financier de Vinpai sur la période 2020-24

m€	2020	2021	2022	2023	2024
Immobilisations incorporelles	2,7	2,9	3,3	3,4	3,5
Immobilisations corporelles	1,7	1,5	1,0	0,9	1,2
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,1	1,3	1,2
Total actif immobilisé	4,4	4,5	4,3	5,6	5,9
Stocks	1,0	0,8	1,2	1,6	1,3
Créances	2,6	2,7	2,0	1,6	2,2
Trésorerie & équivalents	0,4	0,5	0,4	0,3	0,7
Autres actifs circulants	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2
Total actif	8,4	8,7	8,4	9,4	10,3
Capitaux Propres pdg	2,5	1,1	0,4	2,2	-0,5
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux Propres	2,5	1,1	0,4	2,2	-0,5
Dettes financières	4,0	5,4	5,8	4,6	7,5
Provision	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
Dettes fournisseurs	1,5	1,3	1,2	1,7	2,2
Autres dettes	0,5	0,9	0,9	0,7	0,7
Total passif	8,5	8,8	8,4	9,4	10,3

Source : Invest Securities, sur la base d'informations publiques diffusées par Vinpai

La situation bilantielle à fin 2024 comprend les principaux éléments suivants :

- ➔ Un actif immobilisé de 5,9 millions d'euros fin 2024, incluant 3,5 millions d'euros d'immobilisations incorporelles, 1,2 million d'euros d'immobilisations corporelles et 1,2 million d'euros d'immobilisations financières correspondant principalement à la participation dans Procheese SARL (0.2 million d'euros) et à une créance visant à recapitaliser sa filiale Based Algae Plant (0,9 million d'euros).
- ➔ Un BFR de -0,3 million d'euros à fin 2024. En moyenne sur la période 2020-2024, le BFR représente 20% du CA. Sur les 4 dernières années, le BFR de la Société est passé de 1,7 million d'euros à -0,3 million d'euros fin 2024. Le BFR en 2024 s'est fortement contracté par rapport à 2023 (-35%) du fait de la baisse des stocks (-24%) dans un contexte économique plus difficile avec un retour à une gestion en flux tendus des clients et à une baisse des coûts des matières premières et à une augmentation des dettes fournisseurs (+34%). En 2024, l'affacturage était négligeable.
- ➔ Des capitaux propres part du groupe de -0,5 million d'euros fin 2024 en baisse de -2,7 millions d'euros, liée à la perte nette 2024. Pour répondre à la faiblesse de ses capitaux propres, dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, la Société a émis le 24 février 2025 3 300 Obligations Convertibles en actions Vinpai au profit de Camlin, représentant un emprunt obligataire d'un montant total 3,3 millions d'euros qui ont été converties à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.
- ➔ Pour financer son BFR, ainsi que ses acquisitions, le groupe a levé différentes dettes. La dette financière ressort à 7,5 millions d'euros à fin 2024 dont 3,8 millions d'euros d'emprunts bancaires, 3,1 millions d'euros de comptes courants, 0,5 million d'euros d'emprunts obligataires et 0,1 million d'autres dettes. Par ailleurs, sur l'emprunt souscrit en 2020 auprès d'Eiffel pour un montant de 2 millions d'euros et amortissable trimestriellement à partir de juillet 2023 jusqu'au 30 avril 2025, un avenant a été signé permettant un remboursement de 1,25 million d'euros au premier semestre 2025. A la suite de l'émission des Obligations Convertibles, le montant a été effectivement remboursé le 26 février 2025.

→ 0,7 million d'euros de trésorerie fin 2024, soit une Dette Nette fin 2024 de 6,8 millions d'euros.

3.1.3.4 Évolution récente : publication des résultats du S1, T3 2025 et 2025

Publication des résultats du premier semestre 2025

Vinpai a communiqué ses résultats du premier semestre 2025 le 1er octobre 2025. Le chiffre d'affaires ressort à 4,9 millions d'euros, en hausse d'environ +4% par rapport au premier semestre 2024 (4,7 millions d'euros). Le mix d'activité reste stable, avec l'agroalimentaire représentant plus de 80% du total. Le carnet de commandes s'élève à 4,2 millions d'euros au 30 septembre 2025 contre 3,3 millions d'euros un an plus tôt, traduisant un retour de la demande dans les applications fromagères.

La marge brute (intégrant la production immobilisée) s'établit à 2,1 millions d'euros contre 2,2 millions d'euros au 30 juin 2024, soit un taux de marge brute de 42% contre 46% au premier trimestre 2024. Ce repli s'explique par un mix produits défavorable, les ventes ayant davantage porté sur des références à fort volume mais à plus faible valeur ajoutée, dans un contexte de pression sur les prix de vente.

Les charges d'exploitation reculent de -13% à -2,9 millions d'euros grâce à une diminution des charges de personnel et au maintien d'une structure de coûts maîtrisée. L'EBITDA société (intégrant la production immobilisée) ressort ainsi à -0,7 million d'euros contre -1,0 million d'euros au premier semestre 2024. L'EBIT s'améliore à -1 million d'euros contre -1,2 million d'euros un an plus tôt.

Après prise en compte d'un résultat financier négatif de -0,1 million d'euros, lié aux intérêts sur les financements en place, la perte nette est de -1,0 million d'euros contre -1,3 million d'euros au premier semestre 2024. La trésorerie à fin juin est ressortie à 0,5 million d'euros.

Pour le second semestre 2025, Vinpai confirme la poursuite de sa stratégie de croissance, et les synergies avec Camlin devraient lui permettre d'accélérer sa commercialisation à l'international.

Cette publication illustre le caractère volontariste du plan d'affaires communiqué par la société sur la période 2025-2030. Plusieurs éléments attirent notre attention : d'une part, celui-ci suppose une croissance d'environ +64 % du chiffre d'affaires sur le second semestre pour être atteint ; d'autre part, le niveau de marge brute attendu sur l'année implique une nette amélioration par rapport au premier semestre. Enfin, pour atteindre l'objectif annuel, la Société devrait dégager au second semestre une marge d'EBITDA positive de 17,3 %, soit un niveau environ 1,8x supérieur à celui anticipé pour 2026.

Publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2025

Vinpai a communiqué le 30 octobre 2025 un chiffre d'affaires du troisième trimestre 2025 de 2,4 millions d'euros, en hausse de +32% par rapport à la même période de 2024 (1,8 million d'euros).

Sur les neuf premiers mois de l'exercice, le chiffre d'affaires atteint 7,3 millions d'euros, en progression de +11% par rapport à 2024 (6,5 millions d'euros). Le carnet de commandes s'établit à 4,2 millions d'euros au 30 septembre 2025, en progression de +27% par rapport au troisième trimestre 2024. En séquentiel, la hausse du carnet de commandes ressort à +2% et celui-ci s'est détérioré de -22% par rapport au premier trimestre 2025.

Au 30 septembre 2025, la trésorerie disponible s'élève à 0,26 million d'euros contre 0,74 million d'euros au 31 décembre 2024. La Société estime disposer des ressources nécessaires pour faire face à ses échéances jusqu'à fin 2025. Cette publication confirmait le redressement, mais le plan d'affaires 2025-2030 demeure très optimiste, celui-ci supposerait une croissance record de +84% du chiffre d'affaires au quatrième trimestre pour atteindre l'objectif annuel de 12,2 millions d'euros de chiffre d'affaires, soit environ 4,9 millions d'euros à réaliser.

Publication du chiffre d'affaires 2025 et résultats annuels 2025

Vinpai a communiqué le 29 janvier 2026 un chiffre d'affaires annuel de 10,2 millions d'euros en progression de +11% sur un an. On souligne que sur l'ensemble de l'exercice la croissance est exclusivement tirée par l'agroalimentaire, dont le CA progresse de +23% à 9,3m€. À l'inverse, l'activité cosmétique et nutraceutique recule fortement (-43% à 0,9m€). En termes géographiques la dynamique est contrastée : la zone MEA affiche une croissance marquée (+31%) avec un CA important de 6,09m€ (60% du CA), tout comme l'APAC (228k€, +34%). En revanche, la France (2,2m€, -16%) décline et les Amériques (1,0m€, -1%) restent en retrait. Le carnet de commandes s'établit à 4,1m€ fin 2025. Cette performance ressort bien en-dessous de l'objectif présenté dans le plan d'affaires (12,2m€).

Vinpai a communiqué le 15 avril des résultats 2025 qui ont été marqués par un creusement important de la perte nette qui s'est établi à -4,5 millions d'euros contre -2,7 millions d'euros en 2024, du fait principalement de dépréciations financières sur les titres de participation ProCheese et le compte courant BAP de -2,6 millions d'euros au total. En parallèle, l'objectif d'EBITDA société présenté dans le plan d'affaires dans le cadre de l'opération avec Camlin n'a pas été atteint avec un EBITDA société en territoire négatif à -1,5 million d'euros contre 0,6 million d'euros attendu. Les dépenses opérationnelles ont régressé moins rapidement qu'attendu (-0,4 million d'euros contre -1,3 millions d'euros attendu) et la marge brute ne s'est pas redressé contrairement à ce qui était inclus dans le plan d'affaires (37,9% contre 42,5% attendu). Du point de vue de la trésorerie, celle-ci s'élève à 0,5 million d'euros avec un FCF opérationnel nul contre -2,6 millions d'euros attendu dans le plan d'affaires. Alors que la croissance et les marges ont été décevants en 2025, le groupe a préservé sa situation financière en reportant les paiements aux fournisseurs avec une variation de BFR positive de 1,8 million d'euros et en renforçant son recours à l'affacturage déconsolidant.

3.2 Sources et hypothèses relatives à Vinpai utilisées pour les travaux d'évaluation

3.2.1 Sources générales

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities, établissement présentateur et garant de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur et en accord avec ce dernier. Ces éléments ont été établis sur la base d'une approche multicritères selon les méthodes et les références usuelles de valorisation en prenant en compte les spécificités de la Société, sa taille, son profil de croissance et de marge ainsi que son secteur d'activité. L'ensemble des éléments présentés ci-après a été exclusivement préparé sur la base d'informations publiquement disponibles sur la Société, des estimations de l'Initiateur ainsi que d'informations complémentaires communiquées par le management de la Société. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de l'établissements présentateur, notamment quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le présent document, autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans ce document.

Les travaux d'évaluation ont été réalisés à partir des documents et éléments suivants :

- ➔ Les comptes sociaux annuels des exercices clôturés aux 31 décembre 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025.
- ➔ La note d'opération relative à l'augmentation de capital publiée le 4 novembre 2024.
- ➔ Le plan d'affaires 2025 – 2030 établi par Vinpai, validé par le Conseil d'Administration le 25 avril 2025.
- ➔ L'ensemble des documents mis à disposition par la Société.
- ➔ Les présentations et communiqués de presse disponibles sur le site Internet de la Société.
- ➔ Des entretiens avec les managements de Vinpai et en particulier avec M. Cyrille DAMANY, Président et co-fondateur.
- ➔ L'accès à différentes bases de données externes (Factset, Mergermarket).

3.2.2 Hypothèses

3.2.2.1 Analyse du plan d'affaires de la Société

Les travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur ont été effectués sur la base des données financières historiques publiées et du plan d'affaires du groupe, validé par le Conseil d'administration de la Société qui s'est tenu le 25 avril 2025.

Après une année 2024 marquée par une forte dégradation des résultats en raison de différents facteurs notamment un contexte géopolitique difficile, un ralentissement de la demande, une hausse du coût des matières premières, l'inflation et des retards sur le déploiement de l'outil de production, le management du Groupe table désormais sur une accélération de la croissance et un redressement des marges. Le plan d'affaires prévoit l'atteinte des objectifs de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA en 2026 (CA : 16 millions euros, marge d'EBITDA société : 10%) qui ont été réitérés lors de la publication des résultats annuels 2024 le 2 avril 2025 et dans le rapport semestriel publié le 20 octobre 2025. Malgré des résultats 2025 inférieurs aux objectifs fixés dans le plan d'affaires, le groupe a réitéré son plan d'affaires considérant que l'année 2025 était une année de transition, impactée par une situation financière tendue, limitant fortement sa marge de manœuvre sur le marché. Compte tenu de ces résultats décevants, le plan d'affaires apparaît d'autant plus volontariste.

En détails, le plan d'affaires repose sur les éléments suivants :

Sur la croissance des ventes (TMVA 24-30 : +23,5%) :

- Croissance de +32,9% en 2025, qui n'a pas été atteinte (+11,5% réalisé) et qui rend d'autant plus exigeant l'objectif de croissance en 2026 pour se réaligner sur la trajectoire fixé dans le plan d'affaires.
- Une pénétration continue des nouveaux produits Vin'Curd+, Vin'FibrAlg et ULTRATEX CARE.
- Une poursuite de l'expansion internationale.
- Une introduction de Vin'UV Protect au second semestre 2026. A noter que le lancement commercial de ce produit était initialement prévu au quatrième trimestre 2024.

Sur les résultats :

- Une marge brute en nette amélioration au second semestre 2025, soutenu par un mix produit plus favorable après un premier semestre marqué par une plus forte contribution des références à plus faible valeur ajoutée. Comme l'illustrent les résultats 2025, cette

amélioration n'a pas eu lieu avec une marge brute sur le second semestre 2025 de 36,5%, en baisse de -290pbs par rapport au premier semestre 2025. Le plan d'affaires prévoit une marge brute en 2026 atteignant un niveau presque équivalent à la marge brute réalisée en 2024 (42,5% en 2026 contre 42,1% en 2024).

- Une marge brute de 47,8% en 2030, en progression de +570pbs par rapport à 2024 et +990pbs par rapport à 2025, grâce à l'amélioration du mix produit avec un redressement de la gamme VIN' AROMA (TMVA 25-30e : +20%, marge brute de 62%) et la pénétration progressive de VIN'NUTRA (TMVA 25-30e : +27%, marge brute de 46%), aux dépens de la gamme VIN'MISCEO (TMVA 2025-30e : +15%, marge brute de 33%).
- Une marge d'EBITDA norme société de 5,0% en 2025 (17,3% au S2 2025), de 9,7% en 2026 et de 10,3% en 2030 avec une gestion rigoureuse des dépenses opérationnelles (TMVA 2024-30e : +12,4% vs +27% entre 2020-24). A la suite d'une restructuration, le Groupe anticipe une baisse de -1,3 million d'euros de ses dépenses opérationnelles dès 2025 qui doit contribuer significativement au redressement des résultats sur l'année en cours. Ce niveau d'EBITDA société n'a pas été atteint en 2025 (-1,5m€ réalisé contre 0,6 million d'euros attendu) du fait d'une croissance plus faible et d'une baisse des dépenses opérationnelles plus mesurée (-0,4 million d'euros contre -1,3 million d'euros anticipé).
-

Sur les flux de trésorerie :

- Un BFR moyen de 20,5% du chiffre d'affaires sur la période 2025-2030e, en forte hausse par rapport au niveau de 2024 (-4%) qui n'était pas normatif et reflétait la situation financière tendue de l'entreprise avec notamment un très fort allongement des délais fournisseurs, mais en ligne avec la moyenne 2020-24 de 19,5%. Une forte augmentation du BFR au second semestre 2025 avec la vive accélération attendue du chiffre d'affaires. Comme l'illustrent les résultats 2025, le BFR n'a pas augmenté sur le second semestre 2025 du fait d'une croissance des ventes modérée (+20%) et d'une nécessité de préserver sa situation financière. En 2025, le groupe a effectivement fortement retardé ses paiements aux fournisseurs afin de préserver sa situation financière dans l'attente de la finalisation de l'opération avec Camlin. Le groupe a également eu recours plus fortement à l'affacturage (2,6 millions de créances cédées au factor). Le BFR société s'élève à fin 2025 à -2,1 millions d'euros contre 2,5 millions euros anticipés initialement. Le groupe anticipe une normalisation du BFR dans les prochaines années après la prise de contrôle de Camlin et l'assainissement de la situation financière.
- Des investissements cumulés de -6,8 millions d'euros entre 2025 et 2030e, dont -3,3 million d'euros en 2027 et -2,6 millions d'euros en 2029 permettant de doubler les capacités de production. Le plan d'affaires intègre également des investissements de 50 000 €/an, amortissables sur 5 ans pour financer l'entretien de l'outil de production.
- Conséquences des paramètres énoncés précédemment, le FCF opérationnel était attendu fortement négatif en 2025 (-2,6 millions d'euros), en lien avec la normalisation du BFR, ainsi qu'en 2027 (-2,7 millions d'euros) et en 2029 (-1,5 million d'euros) du fait d'investissements nécessaires pour financer la mise à l'échelle de l'outil de production de respectivement -3,3m€ et -2,6m€. On observe qu'en 2025, le FCF opérationnel est quasi nul (-0,1 million d'euros) du fait d'une forte baisse du BFR liée aux décalages des

paiements aux fournisseurs dans l'attente de la finalisation de l'opération avec Camlin. Pour financer son plan d'affaires, la Société intègre également deux levées en 2027 et 2029 de 3,3 millions d'euros et 2,5 millions d'euros. Ce plan d'affaires souligne le besoin de financement encore important pour Vinpai pour assurer son plan de développement et permet de mieux comprendre la nécessité du rapprochement avec Camlin Fine Sciences.

Le plan d'affaires présenté est très agressif au regard de la contreperformance continue depuis l'IPO, des nombreux risques présentés ci-dessus et de la contreperformance notable en 2025 par rapport aux objectifs 2025. Effectivement, le chiffre d'affaires 2025 est ressorti à 10,2 millions d'euros contre 12,2 millions d'euros attendu. Par ailleurs, l'EBITDA société en 2025 s'élève à -1,5 millions d'euros contre 0,6 million d'euros attendu.

A plus long terme, le plan d'affaires préparé par le management du Groupe pour la période 2025-2030e prévoit une forte croissance avec une croissance annualisée des ventes entre 2024-30 attendue à +23,5% et une progression significative de la rentabilité (marge d'EBITDA norme société de 10,3% en 2030 contre -22% en 2024 et -15% réalisé en 2025). On souligne que le Groupe table sur un quasi doublement de la croissance annualisée entre 2025 et 2026 (TMVA 24-26e : +30,7%) par rapport à la croissance réalisée en 2024 (+16%) qui lui permettrait d'atteindre ses objectifs 2026. Compte tenu de la croissance effectivement réalisée en 2025, l'atteinte des objectifs 2026 suppose désormais une croissance en 2026 de +53%. Le plan d'affaires intègre également de nouveaux financements permettant de financer le BFR et la mise à l'échelle de l'outil industriel avec des investissements d'ici 2030.

3.2.2.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes sociaux en normes françaises de la société au 31/12/2025.

La Dette Nette ajustée de 4,8 millions d'euros au 31/12/2025 intègre :

- ➔ Une Dette Financière Nette de 4,6 millions d'euros, incluant des comptes courants associés de 3,3 millions d'euros, des emprunts bancaires de 1,7 million d'euros, des emprunts obligataires de 30 000 euros, des autres dettes de 74 000 euros et une trésorerie de 0,49 million d'euros. On note que les OCA souscrites par Camlin pour un montant de 3,3 millions d'euros ont été converties le 31/12/2025.
- ➔ Des provisions pour un montant de 40 000 euros en sensible diminution par rapport à fin juin 2025 (0,4 million d'euros) avec la fin d'un litige.
- ➔ L'impact net de l'affacturage sur la dette nette ajustée de 2,3 millions d'euros. A fin décembre 2025, le groupe a cédé 2,6 millions d'euros de créances que nous rajoutons à la dette et nous réduisons ce montant des comptes de garantie et réserve pour ces créances, comptabilisés en immobilisations financières, d'un montant de 0,28 million d'euros.
- ➔ Des titres de participation de 0 million d'euros contre 1,0 million d'euros fin juin 2025. Sur le second semestre 2025, le groupe a déprécié les titres de participation dans la société Procheese SARL en Algérie pour 0,18 million d'euros et dans Based Algae Plant (BAP) pour 0,915 million d'euros afin de présenter un bilan nettoyé à Camlin. A noter qu'en date du 21 mars 2024, l'actionnaire principal de la société Procheese SARL avait pris l'engagement, par acte notarié, de procéder au rachat de la participation détenue par

Vinpai pour sa valeur nominale, soit 180 478 euros avec une réalisation complète avant décembre 2025.

- ➔ Le 11 décembre 2023, Vinpai a procédé à une recapitalisation de BAP par incorporation de créance. Le bilan intégrait ainsi à l'actif courant un compte courant de 1,3 millions d'euros à fin juin 2025. Ce dernier a été totalement déprécié par la société au second semestre 2025 afin de présenter un bilan nettoyé à Camlin au 31 décembre 2025. La participation et le compte courant sur BAP avaient fait l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes fin juin 2025 et n'avaient pas été remis en cause.
- ➔ Le groupe disposait de reports déficitaires non activés de 11,7 millions d'euros à fin 2024. A la suite des résultats 2025, les reports déficitaires non activés au 31/12/2025 sont estimés à 16,5 millions d'euros. Ces derniers devraient être activés compte tenu des perspectives de rentabilité du groupe à court terme et du plan d'affaires communiqué par la Société. Par conséquent, nous intégrons un gain fiscal potentiel liés aux reports déficitaires de 2,1 millions d'euros avec un taux d'imposition normatif de 25% et un taux d'actualisation de 9,5%.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres au 31/12/2025

m€	Invest Securities
Emprunt obligataire	0,03
Emprunts bancaires	1,7
Comptes courants associés	3,3
Autres dettes	0,1
Dette financière brute	5,0
Trésorerie	0,5
Dette financière nette	4,6
Provisions	0,0
Affacturage	2,3
Compte courant - BAP	0,0
Titres de participation (BAP et Procheese)	0,0
Gain fiscal lié aux reports déficitaires	-2,1
Dette financière nette ajustée	4,8

Source : Invest Securities

3.2.2.3 Nombre d'actions retenues

Le nombre d'actions Vinpai retenu est de 4 534 679, correspondant au nombre total d'actions en circulation de 4 561 415 en date du 31/12/2025, diminué des actions auto-détenues (26 736 actions à fin décembre 2025) tel que communiqué par la société. On souligne que la conversion des OCA le 31 décembre 2025 a conduit à la création de 1,1 million d'actions nouvelles.

3.2.2.4 Agrégats et référentiel retenus

La Banque Présentatrice a adopté une approche de valorisation alignée avec la méthodologie utilisée dans les publications financières de la Société (normes comptables françaises). La date de référence du 24 février 2025, dernière séance de cotation avant l'annonce du projet d'Offre de la part de l'initiateur, a été retenue pour :

- ➔ Le cours spot de l'Action et le calcul des cours moyens pondérés par les volumes de l'Action à compter de cette date.
- ➔ La capitalisation boursière et les multiples de valorisation des comparables.

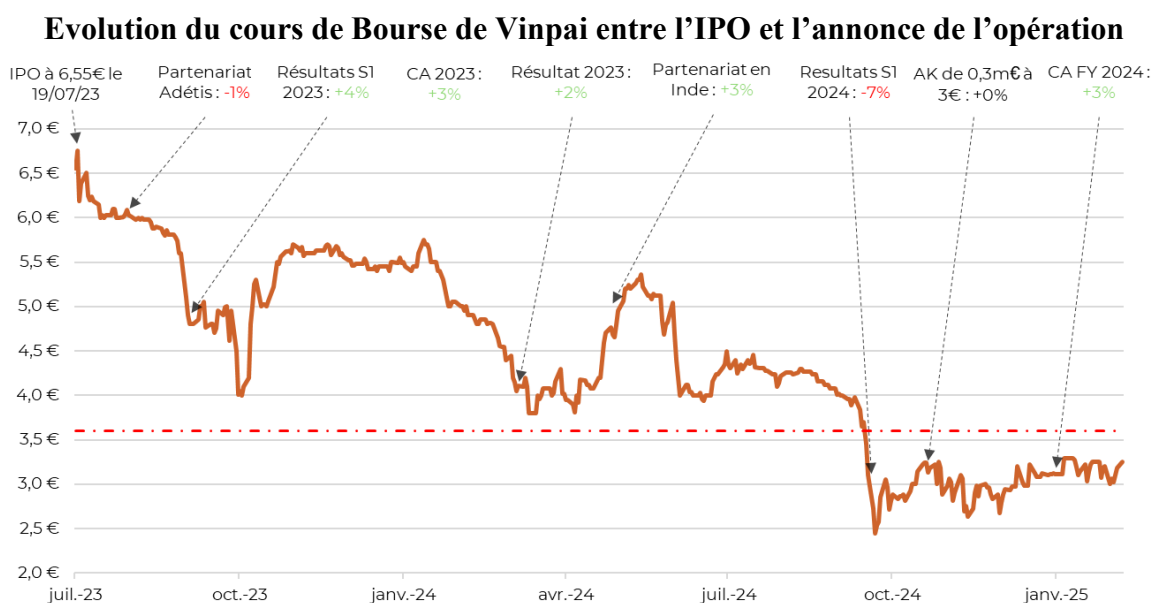
➔ Les paramètres de marché utilisés dans l'évaluation de la Société par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

Dans le cadre de l'application des méthodes de valorisation analogiques (méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables), l'agrégat retenu est le chiffre d'affaires, celui-ci permettant d'apprécier les perspectives de croissance des sociétés comparables. Selon le plan d'affaires communiqué par le management, Vinpai est une société qui devrait atteindre le seuil de rentabilité en 2026 (marge d'EBITDA société de 9,7% et d'EBIT de 7,3%), mais à des niveaux trop faibles pour que les multiples d'EBIT et d'EBITDA ne soient applicables. Par ailleurs, au contraire des sociétés intégrées dans l'échantillon de sociétés comparables qui consolident leurs résultats en normes IFRS ou US-GAAP, Vinpai présente ses comptes en normes comptables françaises rendant impossible une comparaison de l'EBITDA du fait du biais généré par l'application de la norme IFRS 16 (neutralisation de la charge de loyer dans l'EBITDA et comptabilisation d'un amortissement du droit d'utilisation). Le seul multiple exploitable est celui du chiffre d'affaires.

3.3 Méthodes de valorisation retenues à titre principal

3.3.1 Analyse du cours de bourse

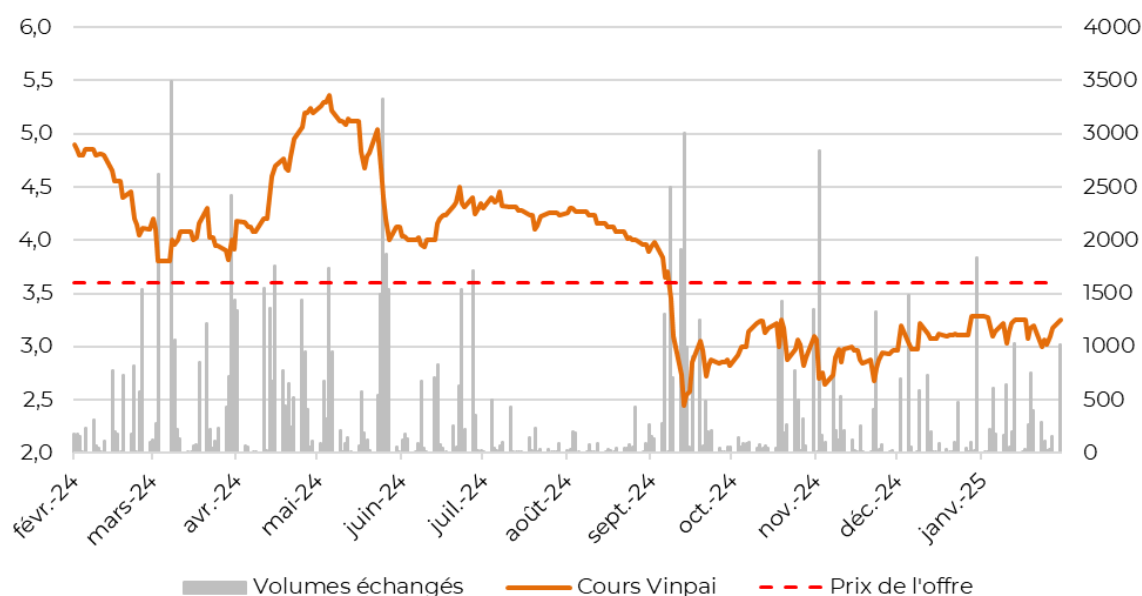
Les actions Vinpai sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (Code ISIN : FR001400AXT1). L'analyse du cours de Bourse a été arrêtée en date du 24 février 2025, dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre.



Source : Factset

Le cours suit une tendance baissière continue depuis l'IPO (-50%) du fait : (i) d'un environnement de marché globalement défavorable pour les Small Caps innovantes, (ii) de résultats financiers décevants liés aux problèmes de production rencontrés par Vinpai sur le second semestre 2023 et à un contexte général de marché dégradé pour les ingrédientistes rendant de plus en plus exigeants les objectifs initiaux et (iii) d'une incapacité à sécuriser son financement à plus long terme avec un apport de l'augmentation de capital lors de l'IPO qui s'est finalement révélé insuffisant.

Cours moyens pondérés par les volumes de Vinpai sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois



	Cours	Volume moyen journalier	% Flottant échangé	Prime/décote
Cours clôture au 24 février 2025	3,25 €	1 025	0,2%	+10,8%
Moyenne pondérée 1 mois (24/01/2025 au 24/02/2025)	3,19 €	368	1,4%	+12,9%
Moyenne pondérée 3 mois (25/11/2024 au 24/02/2025)	3,01 €	325	3,6%	+19,8%
Moyenne pondérée 6 mois (26/08/2024 au 24/02/2025)	3,04 €	329	7,2%	+18,6%
Moyenne pondérée 12 mois (26/02/2024 au 24/02/2025)	3,82 €	389	17,0%	-5,7%
Plus bas 12 mois	2,45 €			+46,9%
Plus haut 12 mois	5,36 €			-32,8%

Source : Factset Estimates

Les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché sont de 389 titres sur les 12 derniers mois de bourse. Les volumes échangés quotidiens sont restés globalement stables tout au long de l'année avec des pics observés : le 2 avril 2024 (3491 titres échangés) en amont de la publication des résultats 2023, le 19 juin 2024 (3323 titres échangés) et le 8 octobre 2024 (3008) quelques jours après la publication des résultats du premier semestre 2024. Le nombre total cumulé de titres échangés sur les 365 derniers jours de bourse s'élève à 101 587 titres, soit une rotation du capital de 2,9% et une rotation du flottant de 17%. Bien que cette rotation du flottant ne soit pas très élevée, elle est suffisante pour retenir la méthode d'analyse par les Cours de Bourse.

Le prix de l'Offre extériorise :

- ➔ Une prime de +10,8% par rapport au dernier cours de clôture, en date du 24 février 2024, avant le dépôt du projet d'Offre ;
- ➔ Une prime de +12,9% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur le dernier mois de négociation courant jusqu'à cette même date ;
- ➔ Une prime de +19,8% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 3 derniers mois de négociation courant jusqu'à cette même date ;
- ➔ Une prime de +18,6% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 6 derniers mois de négociation courant jusqu'à cette même date ;

- ➔ Une décote de -5,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur 12 mois de négociation courant jusqu'à cette même date ;
- ➔ Une prime de +46,9% par rapport au plus bas sur les 12 derniers mois qui a été atteint le 8 octobre 2024 quelques jours après la publication des résultats du premier semestre 2024 et le décalage d'une année des objectifs financiers.
- ➔ Une décote de -32,8% par rapport au plus haut sur les 12 derniers mois qui a été atteint le 30 mai 2024 quelques jours après l'annonce du partenariat en Inde avec Enhance Gourmet.

Du fait d'une incapacité à tenir ses objectifs financiers dans un contexte dégradé qui engendre une tension sur la situation financière du groupe, le cours a connu une tendance baissière depuis l'IPO qui s'est accélérée depuis l'automne 2024. Les décotes affichées par rapport à la moyenne 12 mois et le plus haut des 12 derniers mois doivent être remises en perspectives avec la dégradation significative des performances opérationnelles et de la situation financière qui se matérialisent par les éléments suivants :

- ➔ Le report d'un an des objectifs financiers (2026 vs 2025) lors de la publication des résultats du premier semestre 2024 le 8 octobre 2024.
- ➔ Une augmentation de capital de 300 000€ le 4 novembre 2024 permettant de financer l'activité jusqu'à début 2025.
- ➔ Le 24 février 2025, le groupe a indiqué que l'émission des Obligations Convertibles représentant un montant total de 3,3 millions d'euros souscrites par CFSL permettait seulement d'étendre son horizon de financement jusqu'à fin décembre 2025 et de faire face aux échéances de dettes court terme.
- ➔ Après la date de référence retenue (24 février 2025), différents éléments confirment la dégradation de l'activité. Effectivement, la publication des résultats 2024 a mis en exergue une forte détérioration de l'activité avec un creusement important de la perte nette. Le management de la société a par ailleurs tenu un message prudent quant aux perspectives du fait des risques commerciaux liés aux tensions géopolitiques avec une proportion importante des ventes réalisées en Amériques (11% du CA 2024) pouvant être impactées par l'imposition de droits de douane (particulièrement entre Mexique et Etats-Unis) et d'une potentielle détérioration des relations avec l'Algérie qui est un client important de Vinpai. De même, les résultats 2025 sont ressorties très en-deçà des perspectives affichées dans le plan d'affaires. Compte tenu de la contreperformance en 2025, l'atteinte des objectifs 2026 suppose un triplement de la croissance réalisée en 2024 et un redressement très élevé de la marge brute (+460pbs par rapport à 2025), conjugué à une baisse continue des dépenses (-5%). Ce scénario paraît très ambitieux.
- ➔ Depuis l'annonce de l'opération le 24 février 2025, il convient de noter que le titre Vinpai s'est toujours échangé à un cours inférieur au prix de l'offre.

3.3.2 Transactions intervenues sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Vinpai lors des 12 derniers mois.

	Date	Nombre de titres	Prix	% du capital
Augmentation de capital	04/11/2024	100 000	3,00 €	2,2%
Obligations convertibles en actions	24/02/2025	1100 000	3,00 €	24,1%
Engagement d'apports	24/02/2025	2 723 316	3,60 €	59,7%

Source : Société

➔ Augmentation de capital du 4 novembre 2024

Le 4 novembre 2024, Vinpai a annoncé avoir réalisé une augmentation de capital de 0,3 million d'euros auprès de plusieurs investisseurs financiers. Le prix de l'opération a été fixé à 3,00€ par action, s'est traduite par la création de 100 000 actions nouvelles, sans décote par rapport au cours de clôture du 31 octobre 2024. La transaction représente 2,2% du capital de la société sur la base du nombre d'actions retenu.

➔ Engagement d'apports du 24 février 2025

Le 24 février 2025, Vinpai a annoncé la signature d'un protocole d'accord pour l'acquisition d'une participation majoritaire à son capital par Camlin et l'émission des Obligations Convertibles au profit de Camlin représentant un financement nécessaire à la poursuite de l'activité de Vinpai. Les actionnaires majoritaires de Vinpai, représentant 78,68% du capital et 83,73% des droits de vote avant la conversion des Obligations Convertibles et 59,7% sur la base du nombre d'actions retenu post conversion des Obligations Convertibles, ont convenu de la cession de la totalité de leurs actions à CFSL à un prix fixe de 3,60€. L'Acquisition du Bloc de Contrôle a été rémunérée en actions ordinaires nouvelles de CSFL dont le prix a été déterminé fin septembre. Le prix de souscription par action CFSL a été calculé conformément aux règles de fixation du prix pour l'émission préférentielle énoncées au chapitre V du règlement de la Securities and Exchange Board of India (émission de capital et obligations d'information) de 2018.

Selon le règlement SEBI ICDR (Securities and Exchange Board of India – Issue of Capital and Disclosure Requirements Regulations), le prix d'émission auquel les actions ordinaires sont émises est de 247,69₹ par action, conformément à la formule de calcul du prix avec comme date de référence la date du Conseil d'administration de CFSL convoqué le 29 septembre 2025. Ce prix correspond au plus élevé des montants suivants : (i) la moyenne pondérée par les volumes du cours de l'action de la société sur 90 jours de bourse précédant la date de référence, soit 247,69 ₹ par action et (ii) la moyenne pondérée par les volumes du cours de l'action de la société sur 10 jours de bourse précédant la date de référence, soit 225,37 ₹ par action. Après prise en compte d'une parité de change €/₹ de 103,74, les 2 723 316 actions Vinpai détenues par les cédants ont donné lieu à la création de 4 106 181 actions nouvelles Camlin, au prix unitaire de 247,69 ₹, soit une contre-valeur globale de 1 017 059 971,89 ₹, représentant 2,14% du capital social et des droits de vote de la Société indienne.

➔ Emission d'Obligations Convertibles du 24 février 2025

Concomitamment à la signature du SPA, CFSL a souscrit à un emprunt obligataire de 3,3 millions d'euros, correspondant à 3 300 Obligations Convertibles en actions Vinpai, d'une valeur nominale de 1 000 euros chacune. Ces Obligations Convertibles ont été converties intégralement et automatiquement en actions Vinpai à un prix de conversion de 3,00€ le 31 décembre 2025. Les actions créées par la conversion des Obligations Convertibles représentent 24,1% du capital sur la base du nombre d'actions retenu.

3.3.3 Actualisation des flux de trésorerie

La méthode DCF consiste à calculer la valeur des actifs de la société cible (valeur intrinsèque) en actualisant les flux de trésorerie futurs générés par ces actifs. La valeur des fonds propres attribuable aux actionnaires de la société cible s'obtient en soustrayant le total de la dette nette ajustée.

L'Établissement Présentateur a pris pour hypothèse le plan d'affaires 2025-30 détaillé précédemment pour la période 2026-2030 sachant que les résultats annuels 2025 ont été publiés le 15 avril 2026. Dans le cadre de ses travaux, l'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires pour couvrir une période de 10 ans s'étalant de 2026 à 2035.

Les hypothèses suivantes sont retenues pour l'horizon de transition et le flux terminal en 2035 :

- Lissage de la croissance sur l'horizon de transition vers un chiffre d'affaires normatif proche de 49 millions d'euros en 2035 avec une hypothèse de croissance long terme des ventes à +1,5%.
- Une marge d'EBITDA norme société de 10,9% (10,1% en retraitant de la R&D capitalisée), en hausse par rapport à celle observée en 2030 de +70pbs (+152pbs sur la marge d'EBITDA ajusté). Le calcul de la marge d'EBITDA terminale découle d'une hypothèse sur la marge d'EBIT terminale qui correspond au minimum de l'échantillon de sociétés comparables en 2025, à laquelle ont été rajoutées les dotations aux amortissements. La marge la plus faible de l'échantillon de sociétés comparables a été choisie car Vinpai ne bénéficie pas d'une masse critique comparable et évolue sur des segments de marché moins margés. Par ailleurs, la marge d'EBIT est une donnée avec un référentiel comptable comparable contrairement à la marge d'EBITDA afin de neutraliser l'impact de la norme IFRS 16.
- Des investissements de maintenance correspondant à 1,1% du CA et des dotations aux amortissements égales aux investissements en fin de période.
- Un BFR en pourcentage du chiffre d'affaires de 21% en moyenne, ce qui correspond à 75 jours de chiffre d'affaires en moyenne et est équivalent au flux 2030.
- Un taux d'imposition de -25%.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) ressort à 9,51% selon les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 3,07%, correspondant à une moyenne 6 mois avant la date de référence du taux OAT France.
- Une prime de risque du marché actions de 3,87% correspondant à une moyenne 6 mois de la différence entre l'inverse du Price Earning Ratio prospectif 12 mois sur le CAC 40 (14,4x) et le taux sans risque expliqué précédemment.
- Un bêta désendetté de 0,72x issu de la moyenne des bêtas 5 ans par rapport à l'Euro Stoxx 50 de l'échantillon de sociétés comparables.

Bêta des sociétés comparables

Société	Bêta vs Euro Stoxx 50			
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans
AZELIS GROUP	0,84x	1,07x	0,63x	0,79x
CORBION	0,79x	1,14x	1,25x	1,09x
DSM-FIRMENICH	0,54x	0,90x	1,01x	1,01x
GIVAUDAN	0,55x	0,61x	0,64x	0,56x
GLANBIA	0,48x	0,24x	0,17x	0,70x
IFF	0,99x	1,21x	1,25x	1,20x
KERRY GROUP	0,13x	0,40x	0,66x	0,71x
ROBERTET	0,50x	0,43x	0,39x	0,24x
SYMRISE	0,30x	0,61x	0,52x	0,55x
SENSIENT TECH	0,59x	0,77x	0,69x	0,61x
INGREDION	0,07x	0,26x	0,76x	0,71x
TATE & LYLE	0,06x	0,33x	0,41x	0,41x
Moyenne	0,49x	0,66x	0,70x	0,72x

Source : Factset Estimates

- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable aux sociétés de taille inférieure à 263 millions d'euros. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.
- Un coût de la dette moyen de 8% qui a été communiqué par la Société. En revanche, le levier financier a été fixé à 0%, ce qui est plus représentatif de la situation d'endettement de la Société post conversion des Obligations Convertibles et des difficultés majeures rencontrées pour financer l'activité.

Détail du calcul du CMPC

Taux sans risque	3,07%
Prime de risque du marché	3,87%
Bêta désendetté	0,72x
Prime de taille	3,67%
Coût des capitaux propres	9,51%
Coût de la dette	8,00%
Levier financier	0,00%
Coût moyen pondéré du capital	9,51%

Source : Invest Securities

Flux de trésorerie actualisés de Vinpai sur 2025-2034^e

DCF (données en m€)	Plan d'affaires						Extrapolation				
	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
CA	10,2	15,7	18,8	22,5	27,0	32,5	37,7	42,5	46,3	48,7	49,4
Var (%)	+11,5%	+53,3%	+20,0%	+20,0%	+20,0%	+20,0%	+16,3%	+12,6%	+8,9%	+5,2%	+1,5%
EBITDA ajusté	-1,9	1,1	1,3	1,7	2,2	2,8	3,5	4,0	4,4	4,7	5,0
Marge d'EBITDA ajusté	-18,2%	6,9%	7,1%	7,6%	8,0%	8,6%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	10,1%
Capex	-0,1	-0,1	-3,3	-0,3	-2,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Capex/CA (%)	-0,6%	-0,3%	-17,6%	-1,3%	-9,4%	-1,7%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,1%	-1,1%
Amortissements	3,1	0,4	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,6
Amort/CA (%)	30,4%	2,4%	3,5%	3,1%	3,4%	3,1%	2,6%	2,1%	1,6%	1,1%	1,1%
BFR ajusté (hors CC et affacturage)	0,7	3,3	4,0	4,8	5,7	6,8	7,9	8,9	9,7	10,2	10,4
BFR/CA (%)	6,6%	20,9%	21,5%	21,1%	20,9%	20,9%	21,0%	21,0%	20,9%	21,0%	21,0%
Tx d'IS	2%	-14%	7%	6%	7%	6%	25%	25%	25%	25%	25%
EBITDA ajusté	-1,9	1,1	1,3	1,7	2,2	2,8	3,5	4,0	4,4	4,7	5,0
Impôt	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Capex	-0,1	-0,1	-3,3	-0,3	-2,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Variation BFR	1,8	-2,6	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2
FCF opérationnel	-0,1	-1,7	-2,9	0,4	-1,6	0,7	1,2	1,7	2,2	2,5	3,2
FCF actualisé		-1,6	-2,4	0,3	-1,1	0,4	0,7	0,9	1,1	1,1	1,3

Source : Invest Securities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de +1,5% à long terme et retrait de la dette nette ajustée de 4,8 millions d'euros à fin décembre 2025, la valeur des capitaux propres de Vinpai ressort à 12,1 millions d'euros, soit une valorisation de 2,68€ par action. Le Prix de l'Offre, soit 3,60€ par Action, matérialiserait ainsi une prime de +34% par rapport à la valorisation par DCF.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,25% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur de Vinpai s'établit dans une fourchette de 2,36€ par action à 3,04€ par action.

		Coût moyen pondéré du capital (CMPC)				
		9,01%	9,26%	9,51%	9,76%	10,01%
Croissance infinie	+1,00%	2,87 €	2,66 €	2,45 €	2,26 €	2,08 €
	+1,25%	3,00 €	2,77 €	2,56 €	2,36 €	2,17 €
	+1,50%	3,14 €	2,90 €	2,68 €	2,47 €	2,27 €
	+1,75%	3,29 €	3,04 €	2,80 €	2,58 €	2,38 €
	+2,00%	3,45 €	3,18 €	2,93 €	2,70 €	2,49 €

Source : Invest Securities

3.4 Méthodes de valorisation présentées à titre indicatif

3.4.1 Multiples boursiers de sociétés comparables

Il a été retenu la date du 24 février 2025 pour l'évaluation de la Société pour la méthode des multiples de sociétés comparables cotées. Les données utilisées sont issues de Factset Estimates et sont en euro. Le différentiel de rentabilité, l'écart de taille (le rapport entre la capitalisation de Vinpai et la moyenne de capitalisation de l'échantillon est inférieur à 0,1%) et la situation financière tendue de Vinpai avec un besoin de financement important à court terme et une faible génération de FCF conduisent à classer la méthode des multiples de sociétés comparables cotées comme méthode retenue à titre indicatif, puisqu'il n'existe pas de société cotée directement comparable à Vinpai. Afin de refléter une valorisation indicative plus adaptée à la taille du groupe, une décote de -40% a été appliquée à la valorisation de Vinpai selon l'abaque défini par Eric-Eugène Grena.

Échantillons de sociétés comparables cotées

Le marché des ingrédients agro-alimentaire est vaste et segmenté. Dans l'échantillon de sociétés Comparables, des sociétés positionnées à différents niveaux ont été intégrées : en amont du marché, des négociants de matières premières (Robertet), des chimistes (Azelis), des

ingrédientistes 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 plus focalisées dans les ingrédients alimentaires et la nutrition (Kerry, Glanbia, Sensient, Tate & Lyle et Ingredion) avec un positionnement plus proche de Vinpai et d'autres assez généralistes (DSM-Firmenich). Les spécialistes des enzymes (Novonesis, issu de la fusion entre Chr. Hansen et Novozymes en 2024) ont été volontairement exclus de l'échantillon 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'EBIT 2025e : 26,1% vs 13,2% en moyenne pour l'échantillon).

Azelis est une entreprise belge qui se spécialise dans la distribution d'ingrédients et de produits chimiques. Son chiffre d'affaires pour 2024 est de 4,2 milliards d'euros, avec le segment Life Sciences représentant 63% du chiffre d'affaires et les produits chimiques industriels 37%. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : 43% en EMEA, 36% en Amérique, 27% en Asie-Pacifique et 21%.

Corbion est une entreprise néerlandaise spécialisée dans la production d'acide lactique et de ses dérivés, ainsi que dans la fourniture de mélanges enzymatiques fonctionnels, de minéraux, de vitamines et d'ingrédients à base d'algues. Son chiffre d'affaires 2024 est de 1,3 milliard d'euros réparti en 2 secteurs : Santé & Nutrition (23% du chiffre d'affaires) et Ingrédients & Solution (77% du chiffre d'affaires).

DSM-Firmenich est une entreprise néerlandaise issue de la fusion entre DSM et Firmenich en 2023. Assez généraliste le groupe opère dans le secteur de la nutrition, la santé et la beauté, spécialisé dans les solutions durables d'ingrédients alimentaires, de parfumerie et de bien-être. Son chiffre d'affaires 2024 est de 12,8 milliards d'euros se répartissant ainsi : Parfum & Beauté (31% du chiffre d'affaires), Goût, Texture & santé (25% du chiffre d'affaires), Nutrition & Soins (17%), Nutrition pour animaux (26%).

Givaudan est un producteur suisse de parfums et d'arômes, son chiffre d'affaires 2024 est de 7,4 milliards de Francs suisses, composé d'un segment comprenant des produits liés aux parfums et à la beauté (49% du chiffre d'affaires) et son deuxième segment « Gout & Bien être » (51% du chiffre d'affaires) qui produit des solutions aromatiques et gustatives pour l'industrie alimentaire.

Glanbia est une entreprise irlandaise spécialisée dans les ingrédients alimentaires et la nutrition. En 2024, son chiffre d'affaires s'élève à 3,8 milliards de dollars dont Glanbia Nutritionals génère 53% du chiffre d'affaires, qui propose des solutions laitières et non laitières, notamment des fromages et des arômes, et Glanbia Performance Nutrition (47% du chiffre d'affaires), leader mondial de la nutrition sportive.

Ingredion est un producteur américain d'ingrédients destinés aux industries alimentaire, cosmétique et des produits ménagers. En 2024, son chiffre d'affaires s'élève à 7,43 milliards de dollars, réparti entre le segment Texture & Healthful (32%), le segment Food & Industrial Ingredients (62%) et les autres revenus (6%).

International Flavors & Fragrances (IFF) est une entreprise américaine spécialisée dans les parfums et arômes pour l'alimentation, les boissons, l'hygiène personnelle et les produits ménagers. En 2024, son chiffre d'affaires (11,5 milliards de dollars) se répartit en quatre segments : Nutrition (51% du chiffre d'affaires), Santé & Biosciences (19% du chiffre d'affaires), Solutions Pharmaceutiques (22% du chiffre d'affaires) et Parfumerie (8% du chiffre d'affaires).

Kerry est une société irlandaise spécialisée dans la production d'ingrédients à destination des industries alimentaires et des pharmaceutiques. Il dispose également de produits alimentaires et de boissons. Son chiffre d'affaires 2024 (8,0 milliards d'euros) se décompose en 2 segments comme suit : Goût et Nutrition (86% du chiffre d'affaires) qui se concentre sur les saveurs et les ingrédients. Le second segment, Dairy Ireland (14% du chiffre d'affaires) englobe des produits laitiers, notamment du fromage, qui a été vendu en novembre 2024 pour 500 millions d'euros.

Robertet est une entreprise française spécialisée dans la création d'arômes, de parfums et d'ingrédients naturels. Son chiffre d'affaires en 2024 ressort à 807 millions d'euros. La répartition du chiffre d'affaires par division est la suivante : la division Parfumerie (39% du chiffre d'affaires) spécialisée dans la création de compositions parfumées destinées aux industries de la parfumerie fine, des cosmétiques et des produits d'hygiène, la division Arome (34% du chiffre d'affaires) qui développe des arômes naturels destinés à l'industrie alimentaire et des boissons, la division Matière premières (24% du chiffre d'affaires) qui comprend la production la fourniture de matières premières naturelles, telles que des huiles essentielles et des extraits végétaux. La division Health & Beauty (3% du chiffre d'affaires) se focalise sur la création d'ingrédients naturels pour les industries de la santé et de la beauté, intégrant des extraits botaniques.

Symrise est un producteur allemand d'arômes, de parfums, et d'ingrédients à destination de l'industrie cosmétique et agro-alimentaire. Présent sur le marché des ingrédients naturels, notamment depuis l'acquisition de Diana en 2014. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 5,0 milliards d'euros en 2024 et opère au travers des deux segments suivants : parfum et soins (38% du chiffre d'affaires) (Parfum, ingrédients cosmétiques, molécules d'arômes) et arôme et nutrition (62% du chiffre d'affaires) (ingrédients pour l'alimentation et boisson, nourriture pour animaux et aliments pour poisson).

Sensient Technologie est un fabricant américain de couleurs, d'arômes et de parfums destinés aux industries alimentaire, cosmétique et pharmaceutique. En 2024, son chiffre d'affaires s'élève à 1,56 milliard de dollars réparti entre deux divisions principales : Flavors & Extracts (51% du chiffre d'affaires), Color (42% du chiffre d'affaires).

Tate & Lyle est un producteur britannique d'ingrédients et de solutions, principalement destinés à l'industrie alimentaire. Il se spécialise dans les édulcorants, les texturants et les solutions nutritionnelles. Publiant ses résultats sur un exercice décalé, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 1,13 milliard de dollars sur les neuf premiers mois de l'exercice 2024/2025, dont 82 % provient de son segment Food & Beverage Solutions.

Multiples d'évaluation retenus

Au cas d'espèce, Vinpai est une société qui devrait être tout juste profitable en 2025 (marge d'EBIT de 1,4% attendue dans le plan d'affaires). Néanmoins, la maturité de la Société et les montants en absolu sont trop faibles pour être utilisés, de sorte que les multiples d'EBIT et de PE ne sont pas applicables. Le multiple d'EBITDA n'est pas applicable du fait d'un référentiel comptable différent avec Vinpai qui présente des comptes en normes françaises. Par ailleurs, les sociétés retenues présentent un profil de rentabilité supérieur à la trajectoire présentée dans le plan d'affaires communiqué. Le seul multiple exploitable est donc celui du chiffre d'affaires, lequel présente de légères disparités entre les différentes sociétés comparables identifiées. Le multiple de chiffre d'affaires moyen permet d'extérioriser une valorisation au regard du volume d'activité observé. Les multiples VE/CA moyens 2025 et 2026 ressortent respectivement à 2,2x et 2,1x.

Multiples des sociétés comparables (données au 24/02/2025)

Société	Pays	Capi (m€)	CA (m€)			Marge d'EBIT			PE		VE/CA		VE/EBIT	
			2024	2025e	2026e	2024	2025	2026	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
AZELIS GROUP	BELGIQUE	4898	4 214	4 498	4 770	9,8%	10,5%	10,6%	17,8x	15,9x	1,44x	1,36x	13,7x	12,8x
CORBION	PAYS-BAS	1364	1 311	1 372	1 434	6,7%	9,8%	10,6%	15,3x	13,3x	1,35x	1,29x	13,7x	12,2x
DSM-FIRMENICH	SUISSE	27418	12 799	13 421	13 784	8,4%	10,3%	10,8%	25,0x	23,0x	2,24x	2,18x	21,8x	20,2x
GIVAUDAN	SUISSE	39378	7 791	8 307	8 713	19,2%	19,5%	19,8%	30,9x	28,9x	5,27x	5,02x	27,0x	25,4x
GLANBIA	IRLANDE	3771	3 688	3 853	4 019	10,2%	9,9%	10,7%	10,7x	9,7x	1,14x	1,09x	11,5x	10,2x
IFF	ETATS-UNIS	19445	11 017	10 410	10 363	10,2%	10,0%	10,8%	18,7x	17,8x	2,71x	2,73x	27,0x	25,3x
KERRY GROUP	IRLANDE	16509	7 981	7 421	7 707	12,0%	13,6%	14,4%	19,3x	17,4x	2,58x	2,49x	19,0x	17,3x
ROBERTET	FRANCE	1810	808	852	894	15,9%	15,9%	16,1%	18,3x	17,2x	2,22x	2,11x	13,6x	12,8x
SYMRISE	ALLEMAGNE	13745	4 999	5 285	5 600	14,4%	15,3%	16,0%	25,3x	22,4x	2,95x	2,79x	19,3x	17,5x
SENSIENT TECH	ETATS-UNIS	2824	1 482	1 529	1 596	12,7%	13,3%	14,2%	21,5x	18,9x	2,25x	2,15x	16,9x	15,2x
INGREDION	ETATS-UNIS	7989	7 158	7 194	7 445	13,3%	14,3%	14,3%	11,8x	11,3x	1,29x	1,25x	9,1x	8,7x
TATE & LYLE	ROYAUME-UNI	3034	2 130	2 674	2 788	16,2%	16,0%	17,4%	10,9x	9,3x	1,00x	0,95x	6,2x	5,5x
Moyenne		13 116	5 448	5 568	5 759	12,4%	13,2%	13,8%	18,8x	17,1x	2,20x	2,12x	16,6x	15,3x

Source : Factset

Application d'une décote de taille

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de Vinpai, une décote est appliquée, inspirée du modèle d'Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la Société. Les travaux menés par Eric-Eugène Grena ont effectivement montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Ainsi, le calcul du rapport entre la capitalisation boursière de Vinpai et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables s'élève à 0,09%. La décote selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena (voir tableau ci-dessous) ressort ainsi à -40%.

Tableau des décotes à appliquer

Rapport des capitalisations	Prime/(décote) à appliquer
<2%	-40,0%
2%	-34,0%
5%	-26,0%
10%	-20,0%
20%	-14,0%
30%	-10,0%
40%	-7,0%
50%	-5,0%
60%	-4,0%
80%	-2,0%
100%	+0,0%
120%	+2,0%
140%	+4,0%
150%	+5,0%
160%	+7,0%
170%	+10,0%
180%	+14,0%
190%	+20,0%
195%	+26,0%
198%	+34,0%
>198%	+40,0%

Source : Eric-Eugène Grena

Valorisation par multiple boursier comparable

	VE/CA	
	2025	2026
Multiple moyen de l'échantillon	2,2x	2,1x
CA issu du Plan d'affaires (m€)	10,2	15,7
VE estimée (m€)	22,5	33,1
- Dette Nette ajustée (m€)	4,8	4,8
Valorisation (m€)	17,7	28,4
Décote de taille		-40%
Valorisation par Comparables (m€)	10,6	17,0
Nombre d'actions retenues	4 534 679	
Valorisation (€/action)	2,35 €	3,76 €
Prime/décote vs prix OPAS	+53,4%	-4,2%

Source : Factset, Invest Securities

En appliquant le multiple de VE/CA moyen au chiffre d'affaires réalisé en 2025 (10,2 millions d'euros) et 2026 (15,7 millions d'euros) communiqués dans le plan d'affaires, puis en ajoutant la dette nette ajustée, nous obtenons une valeur implicite de Vinpai par la méthode des multiples de sociétés comparables de 2,35€ par action en 2025 et 3,76€ par action en 2026. En moyenne, la valorisation ressortirait donc à 3,05€ par action. Le Prix de l'Offre de 3,60€ par Action matérialiserait ainsi une prime de +18% par rapport à la valorisation moyenne par la méthode des multiples de sociétés comparables. En se basant sur les données 2025, la prime s'élève à +53%, alors que le Prix de l'Offre fait ressortir une décote de -4% en se référant aux données de chiffre d'affaires 2026. Se référer aux données 2026 semble peu raisonnable au regard de la dynamique décevante depuis l'introduction en Bourse avec une incapacité récurrente à délivrer conformément au budget initial au point que la situation financière était devenue préoccupante. Le groupe n'a pas atteint ses objectifs 2025 avec 10,2 millions d'euros de ventes en 2025 contre 12,2 millions d'euros attendu et un EBITDA société 2025 de -1,5 million d'euros contre 0,6 million d'euros attendu. Par ailleurs, les objectifs 2026 supposent un triplement de la croissance (+53%) par rapport à la croissance 2024 (+16%) et une forte progression de la marge brute (+460pbs) conjuguée à une baisse continue des dépenses (-5%), ce qui paraît dans l'ensemble optimiste.

Dans ce contexte, la valorisation, basée sur le multiple VE/CA 2025, serait plus justifiée.

3.4.2 Multiples de transactions comparables

A l'image des comparables boursiers, nous n'avons pas recensé de transaction récente concernant (i) des sociétés directement comparables à Vinpai en termes d'activité et de taille, et avec (ii) des informations publiques disponibles permettant de calculer un multiple. Afin d'avoir une approche plus exhaustive, nous avons donc élargi notre champ d'analyse à l'ensemble des transactions opérées depuis 10 ans (période : 2015-2025) sur les sociétés opérant dans le secteur des ingrédients de spécialité et des arômes et parfums. Nous avons identifié 17 transactions pour lesquelles les informations permettant de déterminer des multiples de valorisation sont disponibles.

En détails,

→ Acquisition de Kerry Dairy par Kerry Co-Op Creameries

Le 31 décembre 2024, Kerry Co-Operative Creameries, la coopérative irlandaise spécialisée dans les produits laitiers, a fait l'acquisition de 70% de Kerry Dairy pour 350 millions d'euros (0,4x VE/CA), auprès de Kerry Group, un fabricant de produits alimentaires surgelés et transformés.

→ Acquisition de Ingredient Korea par SajoDaerim

Le 10 novembre 2023, Ingredion Korea, branche sud-coréenne du fabricant américain d'ingrédients alimentaires a été acquise pour 273 millions d'euros (1,0x VE/CA) par SajoDaerim, fabricant sud-coréen de divers produits alimentaires.

→ Acquisition de Watson par Glanbia

Le 24 avril 2019, Watson, une entreprise américaine spécialisée dans la fabrication d'ingrédients a été acquise pour 78 millions d'euros (0,9x VE/CA) par Glanbia Nutritionals, filiale de Glanbia producteur et distributeur irlandais spécialisé dans les ingrédients alimentaires et la nutrition.

→ Acquisition de Frutarom par IFF

Le 4 octobre 2018, Frutarom, fabricant israélien d'arômes alimentaires et d'autres arômes artificiels a été acquise pour 5,7 milliards d'euros (5,0x VE/CA) par IFF entreprise américaine spécialisée dans les parfums et arômes pour l'alimentation.

→ Acquisition de Senomyx par Firmenich

Le 17 septembre 2018, Senomyx, une entreprise américaine spécialisée dans la fabrication d'ingrédients aromatiques a été acquise pour 63 millions d'euros (2,2x VE/CA) par Firmenich, société néerlandaise spécialisée dans les solutions durables d'ingrédients alimentaires, de parfumerie et de bien-être.

→ Acquisition de Naturex par Givaudan

Le 13 septembre 2018, Naturex, entreprise française spécialisée dans la production d'ingrédients végétaux naturels a été acquise pour 1,4 milliard d'euros (3,5x VE/CA) par Givaudan, producteur suisse de parfums et d'arômes.

→ Acquisition de Bremil Industria par Frutarom

Le 20 décembre 2017, Frutarom, entreprise israélienne cotée en bourse spécialisée dans les arômes alimentaires et autres arômes artificiels, a acquis une participation de 51% dans Bremil Industria, producteur d'ingrédients alimentaires brésilien pour 26 millions d'euros (1,3x VE/CA).

→ Acquisition de Mighty par Frutarom

Le 18 octobre 2017, Mighty, une société thaïlandaise spécialisée dans la fabrication d'arômes, a été acquise à hauteur de 60% participation par Frutarom pour 10 millions d'euros (1,3x VE/CA).

→ Acquisition de Muehlehof Gewuerze par Frutarom

Le 22 août 2017, Muehlehof Gewuerze, fabricant suisse d'arômes, d'assaisonnements et de sauces a été acquis par Frutarom pour 6 millions d'euros (2,0x VE/CA).

→ Acquisition de SDFLC Brasil par Frutarom

Le 25 juin 2017, SDFLC Brasil Indústria e Comércio, fabricant brésilien d'arômes alimentaires et d'autres arômes artificiels a été acquis à hauteur de 80% par Frutarom pour 29 millions d'euros (1,9x VE/CA).

→ Acquisition de PIASA par Frutarom

Le 5 décembre 2016, Proveedores de Ingeniería Alimentaria, fournisseur mexicain d'épices et d'arômes alimentaires a été acquis à hauteur de 75% par Frutarom pour 18 millions d'euros (0,7x VE/CA).

→ Acquisition de Nardi Aromas par Frutarom

Le 13 octobre 2016 Nardi Aromas, spécialisée dans les arômes alimentaires et autres arômes artificiels a été acquise pour 1 million d'euros (1,0x VE/CA) par Frutarom.

→ Acquisition de Redbrook Ingredient Services par Frutarom

Le 3 août 2016, Redbrook Ingredient, fabricant irlandais d'ingrédients pour l'industrie alimentaire a été acquis pour 40 millions d'euros (1,8x VE/CA) par Frutarom.

→ Acquisition de Pinova par Symrise

Le 7 janvier 2016 Pinova, une entreprise américaine spécialisée dans la production de produits chimiques et la fabrication de parfums, de cosmétiques, de produits alimentaires à base de ressources naturelles a été acquise pour 370 millions d'euros (1,5x VE/CA) par Symrise.

→ Acquisition de Amco par Frutarom

Le 11 novembre 2015, Amco, fabricant polonais d'ingrédients fonctionnels pour l'industrie alimentaire a été acquis à hauteur de 75% par Frutarom pour 19 millions d'euros (1,4x VE/CA).

→ Acquisition de Nutrafur par Frutarom

Le 6 septembre 2015, dans Nutrafur SA, un fabricant espagnol d'extraits végétaux naturels a été acquis à hauteur de 79% par Frutarom pour 13 millions d'euros (1,4x VE/CA).

→ Acquisition de Sonarome par Frutarom

Le 14 mai 2015 Sonarome, un fabricant indien de parfums, d'arômes et d'assaisonnements a été acquis à hauteur de 60% par Frutarom pour 15 millions d'euros (2,4x VE/CA).

Le tableau ci-dessous résume les transactions analysées et les multiples correspondants.

Date de clôture	Cible	Pays de la cible	Acquéreur	Transaction (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	Multiple VE/CA	Multiple VE/EBITDA
31 December 2024	Kerry Dairy	Ireland	Kerry Co-Op Creameries	350	500	0,4x	9,4x
10 November 2023	Ingredion Korea	South Korea	SajoDaerim	273	273	1,0x	
24 April 2019	Watson	United States	Glanbia	78	78	0,9x	
04 October 2018	Frutarom Industries	Israel	IFF	5 700	5 700	5,0x	27,3x
17 September 2018	Senomyx	United States	Firmenich International	63	50	2,2x	
13 September 2018	Naturex	France	Givaudan	1 400	1 400	3,5x	29,3x
20 December 2017	Bremil Industria	Brazil	Frutarom Industries	26	51	1,3x	
18 October 2017	Mighty Co	Thailand	Frutarom Industries	10	17	1,3x	
22 August 2017	Muehlehof Gewuerze	Switzerland	Frutarom Industries	6	6	2,0x	
25 June 2017	SDFLC Brasil	Brazil	Frutarom Industries	29	37	1,9x	
05 December 2016	Proveedores de Ingenieria Alimentaria	Mexico	Frutarom Industries	18	25	0,7x	
13 October 2016	Nardi Aromas	Brazil	Frutarom Industries	1	1	1,0x	
03 August 2016	Redbrook Ingredient Services	Ireland	Frutarom Industries	40	40	1,8x	3,7x
07 January 2016	Pinova Holdings	United States	Symrise	370	370	1,5x	11,2x
11 November 2015	Amco	Poland	Frutarom Industries	19	26	1,4x	
06 September 2015	Nutrafur	Spain	Frutarom Industries	13	16	1,4x	
14 May 2015	Sonarome	India	Frutarom Industries	15	25	2,4x	
Médiane				29	40	1,4x	11,2x

Source : Mergermarket

L'application de cette méthode nécessite certains commentaires qui justifient une utilisation à titre indicatif :

- Il existe parfois une différence majeure de taille entre la Société et les références retenues ;
- L'échantillon de transaction est limité.
- Seules deux transactions sont datées d'il y a moins de 5 ans avec des multiples payés dans le cadre des transactions ne reflétant pas le contexte macroéconomique actuel (incertitudes géopolitiques, taux d'intérêts...).

- Seulement six cibles sont des sociétés cotées en Bourse où les multiples payés sont généralement supérieurs et il existe une forte disparité géographique avec seulement une seule transaction en France, ce qui crée des écarts de valorisation importants.

Les transactions s'approchant le plus du profil de Vinpai concernent les opérations faites par la société Frutarom Industries (10 opérations entre 2017 et 2015), avant d'être elle-même acquise par IFF en 2018. Selon le plan d'affaires présenté par Vinpai, le groupe prévoyait d'atteindre le seuil de rentabilité sur l'EBITDA en 2025, ce qui n'a pas été atteint, et une marge d'EBITDA Société avoisinant 10% en 2026. Néanmoins, à l'instar de la valorisation par multiples de Sociétés comparables, la maturité de la Société et les montants en absolu sont trop faibles pour être utilisés. Ainsi, le seul multiple exploitable est le multiple de VE/CA.

En raison d'une forte disparité des multiples au sein de l'échantillon, la valeur médiane du multiple VE/CA a été retenue. L'écart type de l'échantillon ressort à 1,1x, correspondant à un coefficient de variation de 64% par rapport à la moyenne (1,7x), ce qui est synonyme d'une variabilité très élevée. On souligne également que la valeur d'entreprise médiane des transactions de l'échantillon est de 40 millions d'euros, ce qui est plus cohérent avec la valorisation extériorisée par l'Offre sur Vinpai (16,3 millions d'euros).

Le multiple médian VE/CA de 1,4x a été appliqué au chiffre d'affaires réalisé en 2025 et au chiffre d'affaires attendu en 2026 pour déterminer la valeur d'entreprise en 2025 et 2026. Après déduction, de la dette financière nette ajustée à fin décembre 2025, la valorisation des capitaux propres correspondante s'établit à entre 9,7 millions d'euros et 17,4 millions d'euros, soit une valeur par action Vinpai entre 2,14€ et 3,84€. Le prix d'Offre induit par conséquent une prime de +68% sur les données de CA 2025 et une décote de -6% sur les données de CA 2026. En moyenne, le prix d'Offre extériorise une prime de +20%. Le groupe n'ayant pas atteint ses objectifs en 2025, et considérant que le plan d'affaires est volontariste avec des objectifs 2026 ambitieux, il est préférable de se baser sur les données 2025.

Valorisation par multiple de transaction

	2025	2026
Multiple médian de l'échantillon	1,4x	1,4x
CA (m€)	10,2	15,7
VE estimée (m€)	14,5	22,2
- Dette Nette ajustée (m€)	4,8	4,8
Valorisation par multiple de transaction (m€)	9,7	17,4
Nombre d'actions retenues	4 534 679	
Valorisation par multiple de transaction (€/action)	2,14 €	3,84 €
Prime/décote vs prix OPAS	+68,4%	-6,2%

Source : Mergermarket, Invest Securities

3.5 Méthodes de valorisation écartées

3.5.1 Actif net comptable

La méthode de l'Actif Net Comptable (« ANC ») consiste à valoriser les actifs et passifs figurant au bilan d'une société à leur valeur comptable. Elle est particulièrement utilisée pour l'évaluation d'entreprises appartenant à des secteurs spécifiques, tels que les banques ou les foncières. Cependant, cette approche ne semble pas appropriée dans le cas présent, car elle ne prend pas en compte les performances futures de la société. Par conséquent, cette méthode n'a pas été retenue dans le cadre de notre évaluation. A titre informatif, l'actif net comptable par action de Vinpai ressort à 0,66€/action au 31/12/2023, de -0,13€/action au 31/12/2024 et de -0,51€/action au 31/12/2025.

3.5.2 Actif net réévalué

L'Actif net réévalué consiste à ajuster l'actif net comptable en fonction des variations de la valeur de marché des actifs et des passifs d'une société. Bien que cette méthode soit couramment utilisée pour des sociétés foncières ou des holdings, elle est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur de marché, indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Vinpai. Par conséquent, cette approche n'est pas adaptée pour évaluer la continuité d'exploitation et les perspectives de Vinpai. Cette méthode n'a ainsi pas été retenue.

3.5.3 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à évaluer la valeur des fonds propres d'une société en actualisant ses dividendes futurs. Elle n'est pas applicable aux entreprises ne disposant pas d'une capacité de distribution régulière de dividendes. Cette approche n'a pas été retenue car la société n'a distribué aucun dividende depuis son introduction en bourse en 2023.

3.5.4 Objectif de cours des analystes de recherche

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers repose sur une approche indicative de la valeur après synthèse des objectifs de cours d'analystes qui suivent la valeur. Vinpai a fait l'objet d'un suivi régulier par un seul analyste financier au cours des 12 derniers mois, au travers d'un contrat de recherche sponsorisée, dont l'objectif de cours s'établit à 4,50€ par action au 27 janvier 2025, avant la publication des résultats 2024 le 2 avril 2025, qui a mis en exergue une forte dégradation des résultats, ainsi que les publications S1 25 et T3 25 en demi-teinte. Le Prix de l'Offre reflète une décote de -20% sur l'objectif de cours de l'analyste financier. On souligne également que l'objectif de cours a été fortement dégradé depuis un an (objectif de cours de 10,3€ le 26 janvier 2024). Cette méthode a été écartée compte tenu du faible suivi du titre avec un seul analyste.

3.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

		Valeur par Action (€)	Prime/décote induite par le Prix d'Offre (%)
Méthodes retenues à titre principal			
Références boursières	Cours clôture au 24 février 2025	3,25 €	+10,8%
	Moyenne pondérée 1 mois	3,19 €	+12,9%
	Moyenne pondérée 3 mois	3,01 €	+19,8%
	Moyenne pondérée 6 mois	3,04 €	+18,6%
	Moyenne pondérée 12 mois	3,82 €	-5,7%
DCF	Plan d'affaires de Vinpai	2,68 €	+34,5%
Transactions intervenues sur le capital	Augmentation de capital du 04/11/2024	3,00 €	+20,0%
	Prix de la cession de 78,68% du capital à Camlin	3,60 €	+0,0%
	OCA du 24/02/2025	3,00 €	+20,0%
Méthodes retenues à titre indicatif			
Comparables boursiers	Multiple moyen VE/CA 2025	2,35 €	+53,4%
	Multiple moyen VE/CA 2026	3,76 €	-4,2%
	Moyenne 2025-26	3,05 €	+18,0%
Transactions comparables	Multiple médian VE/CA 2025	2,14 €	+68,4%
	Multiple médian VE/CA 2026	3,84 €	-6,2%
	Moyenne 2025-26	2,99 €	+20,5%

Source : Invest Securities

4. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités de nature à garantir une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

5. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

5.1 Pour l'Initiateur

« A ma connaissance, les données du Projet de Note d'Information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Camlin Fine Sciences Limited
Représentée par Monsieur Nirmal Momaya

5.2 Pour l'Établissement Présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, Établissement Présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities
Représentée par Monsieur Jean-Emmanuel Vernay