

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLI PAR



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES
ACTIONS DE VINPAI SA INITIÉE PAR



PRÉSENTÉE PAR



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 4 mai 2026, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

L'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Vinpai SA (www.vinpai-finance.com) et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de Vinpai SA (6, Parc d'Activité de La Fouée, 56130 Saint-Dolay).

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

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	1
1.1. Conditions générales de l'Offre	1
1.2. Contexte de l'Offre	2
1.2.1. Présentation de l'activité du Groupe	2
1.2.2. Présentation de l'Initiateur	2
1.2.3. Motifs de l'Offre	3
1.3. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société	5
1.3.1. 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	5
1.3.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse	5
1.3.3. Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions	6
1.3.4. Déclarations de franchissement de seuil et d'intention.....	6
1.3.5. Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois	6
1.3.6. Autorisations réglementaires	7
1.4. Procédure d'apport à l'Offre	7
1.4.1. Calendrier indicatif de l'Offre	7
1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	10
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	16
4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	16
4.1. Accord de coopération à l'Offre	16
4.2. Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance	17
5. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	17
5.1. Structure du capital de la Société.....	17
5.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ..	18
5.2.1. Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils.....	18
5.2.2. Transferts d'actions.....	18
5.3. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	18
5.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	18
5.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	18

5.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19
5.7.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et l'exercice des droits de vote	19
5.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	19
5.8.1.	Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration	19
5.8.2.	Modification des statuts de la Société.....	20
5.9.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	20
5.10.	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	24
5.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	25
5.12.	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	25
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	25
7.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	25
8.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE..	25

1. PRESENTATION 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°, 234-2 et 235-2 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 la société Vinpai, société anonyme au capital de 456.614,50 euros, divisé en 4 561 415 actions (« **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** ») - sous le code ISIN FR001400AXT1 et le mnémonique ALVIN (« **Vinpai** » ou la « **Société** » et, avec sa filiale Based Algae & Plants, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs Actions, autres que les Actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à la date du projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 4 mai 2025 (le « **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 en Réponse).

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, 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 en Réponse, à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion en Actions des Obligations Convertibles (tel que ce terme est défini à la section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse), l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 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 en Réponse.

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.

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.

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 en Réponse, directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 711 363 Actions représentant 15,60% du capital social et 18,57% droits de vote de la Société.

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

A la date du Projet de Note en Réponse, 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 quatorze (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'activité du Groupe

Le Groupe est un groupe français spécialisé dans les ingrédients naturels. Il 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.

Le Groupe 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. Le Groupe s'adresse à divers secteurs, notamment l'agro-alimentaire, la cosmétique, la nutraceutique.

À la fin de 2025, l'entreprise comptait plus de 400 clients BtoB et BtoBtoC, avec une forte présence dans l'agro-alimentaire (91% de son chiffre d'affaires en 2025), ainsi que la cosmétique, bien-être et la nutraceutique.

Les actions de Vinpai sont cotées sur Euronext Growth Paris.

1.2.2. 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).

Des informations complémentaires relatives à CFSL sont disponibles sur son site internet (www.camlinfs.com). Le document relatif aux autres informations juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sera mis gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.2.3. 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** », à l'exclusion de Monsieur Jean-Marc Loiseau qui a revendu ses Actions à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville au Prix de l'Offre entre la date de signature du SPA et la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle), 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.

Concomitamment à la conclusion du SPA, la Société et l'Initiateur sont convenus des modalités de l'émission par la Société de 3 300 obligations convertibles en Actions d'une valeur nominale unitaire de 1 000 € l'une, représentant un emprunt obligataire d'un montant total de 3 300 000 euros, 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 CFSL 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 CFSL exclusivement par voie de compensation de créance avec le montant nominal des 3 300 obligations convertibles émises par la Société 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.

Les conditions suspensives prévues par le SPA ayant été satisfaites le 27 novembre 2025, l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée à cette même date et les Actionnaires Majoritaires (à l'exception de Monsieur Jean-Marc Loiseau qui les a revendues postérieurement à la conclusion du SPA à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville à un prix égal au Prix de l'Offre) ont transféré à l'Initiateur 2 723 316 Actions par voie d'apports rémunérés sur la base d'un prix par Action égal au Prix de l'Offre par 4 106 181 actions nouvelles de l'Initiateur émises au profit des Actionnaires Majoritaires au prix unitaire de

² Voir communiqué de presse de Vinpai en date du 24 juin 2025.

³ Voir communiqué de presse de Vinpai en date du 20 octobre 2025.

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.

En conséquence de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, 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 en Réponse et à la connaissance de la Société, 84,40% du capital social et 81,42% des droits de vote théoriques de la Société.

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.

1.3. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

1.3.1. 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 la Société, 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 :

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 l'intégralité des Actions détenues par Monsieur Jean-Marc Loiseau à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville, intervenue antérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle

1.3.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, 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	3,23%
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.

1.3.3. Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions

A la date du Projet de Note en Réponse, 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.

1.3.4. 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.

Les Actionnaires Majoritaires ont également notifié par courriel à la Société en date du 2 décembre 2025, avoir franchi à la baisse, le 27 novembre 2025, les seuils statutaires des vingtième, en ce qui concerne uniquement Messieurs Cyrille Damany et Philippe Le Ray et Chris Project, du dixième et des trois vingtièmes et, en ce qui concerne uniquement Monsieur Cyrille Damany et Chris Project, du cinquième en capital et des droits de vote de la Société et, en ce qui concerne uniquement Monsieur Cyrille Damany et Chris Project, du quart en droits de vote de la Société.

La Société n'a pas connaissance d'autres déclarations de franchissements de seuils publiées récemment.

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

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

1.3.6. Autorisations réglementaires

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

1.4. Procédure d'apport à l'Offre

La Procédure d'apport à l'Offre est décrite à la Section 2.5 du Projet de Note d'Information.

1.4.1. 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

Date	Principales étapes de l'Offre
	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 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

1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Offre est faite exclusivement en France. Le Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

Le Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis. 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 en Réponse, 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 en Réponse, ni aucun autre document relatif au Projet de Note en Réponse 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 en Réponse 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 en Réponse 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 en Réponse 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. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 27 avril 2026, sur convocation de son président, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration était alors composé de la façon suivante :

- Monsieur Cyrille Damany, président du Conseil d'administration,
- Monsieur Philippe Le Ray, administrateur et directeur général,
- Monsieur Christian Jouno, administrateur,
- Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville, administrateur,
- Madame Maud Bodin-Veraldi, administrateur indépendant, et
- Madame Isabelle Duret Adam, administrateur indépendant.

Tous les membres du Conseil d'administration de la Société, à l'exception de Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville, étaient présents ou représentés.

L'avis motivé du Conseil d'administration de la Société a été adopté à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, étant précisé que Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Christian Jouno et Alexandre de Selliers de Moranville, ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci- après :

« Le Conseil s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231- 19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l' « Offre ») initié par la société Camlin Fine Sciences Limited (« CFS » ou l' « Initiateur ») visant la totalité des actions ordinaires de la Société (les « Actions ») non détenues par l'Initiateur, au prix unitaire de 3,60 euros par Action (le « Prix de l'Offre »).

Le Président rappelle que le 27 novembre 2025 Monsieur Cyrille Damany, Monsieur Philippe Le Ray, Chris Project, Saffelberg Investments et M. Alexandre de Selliers de Moranville ont apporté à l'Initiateur, en vertu d'un accord conclu le 24 février 2025, 2.723.316 actions de la Société (le « Bloc de Contrôle »), au prix de 3,60 euros par action. En rémunération de ces actions, l'Initiateur a émis au profit des apporteurs 4.106.181 actions ordinaires nouvelles 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 à cette date.

Il rappelle également que, concomitamment à la conclusion de l'accord susvisé relatif à la cession du Bloc de Contrôle, CFS a consenti à la Société un financement moyennant la souscription d'obligations convertibles en actions pour un montant nominal de 3,3 millions d'euros. En raison d'un 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 CFS exclusivement par voie de compensation de créance avec le montant nominal des 3.300 obligations convertibles émises

le 24 février 2025 (l'« **Emprunt Obligataire** »). 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 2025.

L'intégralité des obligations convertibles émises au titre de l'Emprunt Obligataire a été convertie le 31 décembre 2025 et a donné lieu à l'émission de 1.100.000 actions nouvelles de Vinpai au profit de l'Initiateur au prix de 3,00 euros par action.

Le Président rappelle ensuite au Conseil que, le 24 février 2025, la Société et CFS ont conclu un contrat rédigé en langue anglaise et intitulé « tender offer agreement » (le « **TOA** ») à l'effet d'arrêter les principaux termes et conditions de l'Offre.

Le Président indique que 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.

Conformément aux recommandations de l'AMF, le Président rappelle encore que le Conseil a institué le 24 février 2025 un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), composé de Mesdames Maud Bodin-Veraldi et Isabelle Duret Adam, administratrices indépendantes, ainsi que de Monsieur Cyrille Damany, avec 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.

Après consultation de plusieurs experts potentiels, le Comité Ad Hoc a proposé au Conseil de désigner le cabinet Crowe HAF, représentée par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, ce dernier ayant déjà agi à de nombreuses reprises en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'opérations similaires. Le cabinet Crowe HAF avait au préalable confirmé qu'il présentait les garanties d'indépendance requises par la réglementation et qu'aucun conflit d'intérêts ne s'opposait à sa désignation.

Le Conseil a confirmé le 14 mars 2025 la désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant à l'effet d'attester de l'équité des conditions financières de l'Offre en application des dispositions de l'article 261-1, I., 2° & II du Règlement général de l'AMF et d'assister le Conseil dans l'appréciation des termes de l'Offre.

Le Président ajoute que, conformément à la réglementation applicable, la Société a communiqué toutes les informations en sa possession, quelle qu'en soit la source, utiles à la bonne réalisation de la mission de l'expert indépendant. Il passe ensuite la parole à Madame Maud Bodin-Veraldi, présidente du Comité Ad Hoc, qui précise que le détail des interactions entre le Comité Ad Hoc et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Crowe HAF et souligne en particulier que :

- Le 27 novembre 2025, une réunion s'est tenue entre les membres du Comité Ad Hoc et l'expert indépendant au cours de laquelle :
 - le cabinet Crowe HAF a notamment rappelé le cadre de sa mission et les dispositions réglementaires qui lui sont applicables ;

- *les participants ont fait un point d'avancement sur la mission de l'expert indépendant et ont discuté des pratiques en termes de méthode de valorisation ainsi que des travaux d'analyse de l'expert indépendant et des méthodes de valorisation retenues ;*
- *les participants ont également échangé sur la documentation requise dans le cadre de l'Offre et sur l'avancement des travaux du cabinet Crowe HAF.*
- *Le 25 février 2026, les membres du Comité Ad Hoc se sont réunis pour obtenir des clarifications sur les hypothèses de valorisation retenues par l'expert indépendant et analyser les caractéristiques financières de l'Offre, sa structuration et le calendrier proposé, ainsi que les projets de documentation juridique liés à l'Offre. Les participants ont également échangé sur l'avancement des travaux du cabinet Crowe HAF ainsi que sur son projet préliminaire de rapport.*
- *Le 27 avril 2026, une réunion s'est tenue entre les membres du Comité Ad Hoc et l'expert indépendant au cours de laquelle ce dernier a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Il a présenté le contenu de son rapport définitif, intégrant la méthodologie retenue et concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre ainsi qu'à l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** ») susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société. Le Comité Ad Hoc a ensuite finalisé sa recommandation au Conseil.*

Madame Maud Bodin-Veraldi fait ensuite part au Conseil de la recommandation du Comité Ad Hoc, lequel a relevé les éléments suivants :

- *le rapprochement de la Société avec l'Initiateur doit permettre à la Société de réaliser des synergies de coûts ou de revenus et d'accéder à de nouvelles sources de financements pour assurer son développement en s'appuyant sur un investisseur de référence qui partage sa stratégie ;*
- *l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation. Sur la base du Prix de l'Offre, l'Offre représente une prime de 10,8 % sur le cours de clôture de l'action Vinpai du 23 février 2025, soit le dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Offre, de 17 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des soixante (60) jours de négociation précédant cette annonce, de 18,3 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des cent-vingt (120) jours de négociation précédant cette annonce, et de 5,3 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des cent quatre-vingt (180) jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre ;*
- *le plan d'affaires de la Société transmis à l'expert indépendant est celui arrêté le 25 avril 2025 par le Conseil qui traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société ; il n'existe pas par ailleurs d'autres données prévisionnelles pertinentes.*

Le Comité Ad Hoc a par ailleurs pris acte :

- *des intentions de l’Initiateur pour les douze mois à venir, notamment relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière et en matière d’emploi et des éléments d’appréciation du prix présentés dans le projet de note d’information de l’Initiateur ; et*
- *du rapport final de l’expert indépendant qui conclut (i) que les termes de l’Offre sont équitables d’un point de vue financier et (ii) que les Accords et Opérations Connexes à l’Offre ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société.*

Au regard de ces éléments et notamment des intentions de l’Initiateur en matière d’emploi, le Comité Ad Hoc a examiné l’intérêt de l’Offre pour la Société, pour ses actionnaires et pour ses salariés et a considéré qu’elle était conforme aux intérêts de l’ensemble de ces parties. En conséquence, à la suite de sa réunion du 27 avril 2026, il recommande au Conseil de se prononcer en ce sens.

Le Président donne ensuite la parole à Monsieur Olivier Grivillers représentant le cabinet Crowe HAF qui présente son rapport final selon lequel (i) le Prix de l’Offre de 3,60 euros par Action est équitable d’un point de vue financier et (ii) les Accords et Opérations Connexes à l’Offre ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société.

Le Président indique aux membres du Conseil qu’il leur incombe, en application de l’article 231-19, 4° du règlement général de l’AMF, d’examiner le projet d’Offre et de statuer formellement, par avis motivé, sur l’intérêt de l’Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président propose donc aux membres du Conseil (i) d’examiner les conditions du projet d’Offre et (ii) de rendre un avis motivé sur l’intérêt que présente l’Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil ont eu communication :

- *du projet de note d’information établi par l’Initiateur contenant les caractéristiques du projet d’Offre, notamment les motifs et intentions de l’Initiateur ainsi que les éléments d’appréciation du Prix de l’Offre établis par All Invest Securities en qualité d’établissement présentateur et garant de l’Offre (le « **Projet de Note d’Information** »), étant précisé que All 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 ;*
- *du rapport final de l’expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, des conditions financières de l’Offre et notamment du Prix de l’Offre ;*
- *du projet de note en réponse établi par la Société qui sera déposé auprès de l’AMF, lequel reste à compléter de l’avis motivé du Conseil (le « **Projet de Note en Réponse** ») ; et*

- du projet de communiqué de presse normé relatif au Projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;

Le Président répond aux questions des membres du Conseil sur ces documents. Une discussion sur le projet d'Offre s'instaure entre les membres du Conseil, notamment sur les intentions de l'Initiateur figurant dans le Projet de Note d'Information et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Christian Jouno et Alexandre de Selliers de Moranville indiquent ensuite que compte tenu du conflit d'intérêt dans lequel ils se trouvent avec l'Initiateur et afin de permettre de réunir le quorum et la majorité nécessaire pour la validité de la présente décision du Conseil, ils s'engagent à voter dans le sens de la recommandation du Comité Ad Hoc présidé par Madame Maud Bodin-Veraldi, administratrice indépendante, et composé majoritairement d'administrateurs indépendants, lesquels ne sont pas en situation de conflit d'intérêts vis-à-vis de l'Offre.

En conséquence de ce qui précède et au vu des documents susvisés, après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité :

confirme avoir pu prendre pleine et entière connaissance de l'ensemble des documents remis par le Président,

constate que :

- sur la base du Prix de l'Offre, l'Offre représente une prime de 10,8 % sur le cours de clôture de l'action Vinpai du 23 février 2025, soit le dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Offre, de 17 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des soixante (60) jours de négociation précédant cette annonce, de 18,3 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des cent-vingt (120) jours de négociation précédant cette annonce, et de 5,3 % sur la moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens des cent quatre-vingt (180) jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre ;
- l'Offre porte sur la totalité des Actions qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception :
 - des 26.736 Actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-détenues** ») que celle-ci s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre conformément aux termes du TOA ;
 - des 3.823.316 Actions détenues par l'Initiateur au résultat de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion de l'Emprunt Obligataire ;

soit, sur la base du capital social de la Société à la date des présentes, 711 363 Actions de la Société ;

- dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information :
 - l'Initiateur souhaite 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. Il n'a pas l'intention de modifier, à raison de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de son activité ;

- *l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit 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. L'Offre s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société ;*
- *l'initiateur n'envisage pas, à l'issue de l'Offre, de procéder à d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et l'Initiateur ou l'une de ses sociétés apparentées ;*
- *l'Initiateur souhaite prendre le contrôle de la Société et, sous réserve du succès de l'Offre, 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 ;*
- *l'Initiateur a indiqué qu'il n'avait pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre du retrait obligatoire étaient réunies et que le maintien de la cotation permettra à la Société d'avoir accès au marché pour se financer et lui donner une certaine autonomie financière rapport à l'Initiateur ;*
- *l'Initiateur indique également qu'il envisage pas de modifier substantiellement la politique de dividendes pratiquée les années précédentes par Vinpai ;*

décide de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc,

considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés,

décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté,

recommande, en conséquence, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre,

prend acte que la Société n'apportera pas ses 26.736 Actions Auto-détenues à l'Offre conformément aux termes du TOA,

approuve le Projet de Note en Réponse de la Société,

autorise, en tant que de besoin, le directeur général de la Société à l'effet de :

- *finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres*

informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF,

- *préparer, signer, et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
- *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ;*
- *et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, en conséquence de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Christian Jouno et Alexandre de Selliers de Moranville, administrateurs, ne détiennent pas d'Actions. A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, Madame Maud Bodin-Veraldi et Madame Isabelle Duret Adam, administrateurs indépendants, ne détiennent pas d'Actions.

Au 31 octobre 2025, la Société détient 26 736 de ses propres Actions qu'elle s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre conformément aux termes de l'Accord de Coopération à l'Offre décrit à la section 4.1 du Projet de Note en Réponse⁴.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

4.1. Accord de coopération à l'Offre

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 ;

⁴ Il est précisé que la Société a décidé de suspendre le contrat de liquidité conclu avec INVEST SECURITIES à compter du 31 octobre 2025.

- (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, et que CFSL 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.

4.2. Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance

A l'exception des accords mentionnés aux sous-sections 1.2.3 et 4.1 du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, 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 consenties 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.

5. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élève à 456 141,50 euros, divisé en 4 561 415 actions ordinaires, de 0,10 euro de valeur nominale chacune.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit⁵ :

Actionnaires	Nb d'actions	%	Nb de DDV	%
CFSL	3 823 316	83,82%	3 823 316	80,85%
IPC	76 780	1,68%	153 560	3,23%
Flottant	634 583	13,91%	725 273	15,34%
Autocontrôle	26 736	0,59%	26 736	0,57%
Total	4 561 415	100,00%	4 728 885	100,00%

⁵ Sur la base d'un capital de Vinpai de 4 561 415 Actions et de 4 728 885 droits de vote théoriques au 31 mars 2026.

5.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

5.2.1. Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir un nombre d'actions représentant une fraction égale aux seuils fixés par la loi, est tenue d'en informer l'AMF et la Société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation susvisé, dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par les dispositions du Code de commerce.

5.2.2. Transferts d'actions

À la date du présent Projet de Note en Réponse, les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions de la Société.

5.3. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

À la date du présent Projet de Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, aucun accord portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions.

5.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 5.1 du présent Projet de Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant le Projet de Note en Réponse, la Société n'a eu connaissance que des déclarations de franchissements de seuils légaux et statutaires visés à la section 1.3.4 du présent Projet de Note en Réponse.

5.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

L'article 9 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

5.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne seraient pas exercés par ce dernier.

5.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice du droit de vote. La Société n'a connaissance d'aucun accord, pacte ou engagement entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

5.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.8.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 11 des statuts de la Société.

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois à dix-huit membres.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les administrateurs personnes morales doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, le tout sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 80 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Ces fonctions prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur intéressé. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations provisoires ainsi effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis restent cependant valables. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs

restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire, en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

Aux termes de l'article 11 des statuts de la Société, le Conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques un président pour exercer les missions qui lui sont confiées par la loi pour une durée ne pouvant excéder celle de son mandat d'administrateur. La limite d'âge pour exercer les fonctions de président est fixée à 80 ans.

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration est composé de 6 administrateurs (Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Christian Jouno et Alexandre de Selliers de Moranville et Mesdames Maud Bodin-Veraldi et Isabelle Duret Adam, toutes deux administrateurs indépendants). Le conseil d'administration est présidé par Monsieur Cyrille Damany, tandis que la direction de la Société est assurée par Monsieur Philippe Le Ray.

Depuis l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur dispose de la possibilité de nommer la majorité des membres du conseil d'administration de la Société, étant précisé qu'à ce jour, il n'a pas fait usage de ce droit.

5.8.2. Modification des statuts de la Société

La modification des statuts intervient conformément aux dispositions légales et réglementaires.

5.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration dispose des délégations et/ou autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 26 juin 2025 :

	Durée/Expiration	Montant	Usage fait par le conseil d'administration de la délégation au cours de l'exercice écoulé
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, <u>avec maintien du droit préférentiel de souscription</u> (seizième résolution)	26 mois 26 août 2027	Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros* Titres de créances : 30 millions d'euros*	Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.
Délégation de compétence consenties au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public (en dehors des offres visées au	26 mois 26 août 2027	Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros* Titres de créances : 30 millions d'euros*	Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.

paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier) (dix-septième résolution)			
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, <u>avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre visée au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier</u> (dix-huitième résolution)	26 mois 26 août 2027	Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros, sans pouvoir excéder la limite prévue par la réglementation applicable au jour de l'émission* Titres de créances : 30 millions d'euros*	Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital, dans la limite de 30 % du capital, par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de personnes nommément désignées (dix-neuvième résolution)	18 mois 26 décembre 2026	Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros, sans pouvoir excéder la limite prévue par la réglementation applicable au jour de l'émission* Titres de créances : 30 millions d'euros*	Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées : – tout établissement de crédit, tout prestataire de services d'investissement, membre d'un syndicat bancaire de placement, tout fonds d'investissement ou toute société s'engageant à souscrire ou à garantir la réalisation de toute émission d'actions ou de titres susceptibles d'entraîner une augmentation de capital à terme qui pourrait être réalisée en vertu de la présente délégation dans le cadre de la mise en place d'une ligne de financement en fonds propres (equity line, PACEO ou équivalent par le	18 mois 26 décembre 2026	Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros* Titres de créances : 30 millions d'euros*	Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.

<p>biais notamment de l'émission de bons ou d'obligations)</p> <p>(vingtième résolution)</p>			
<p>Délégation de compétence consentie au conseil en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées :</p> <ul style="list-style-type: none"> - toutes personnes physiques ou morales (en ce compris toutes sociétés), trusts et fonds d'investissement, ou autres véhicules de placement, quelle que soit leur forme (en ce compris, sans limitation, tout fonds d'investissement ou sociétés de capital-risque, notamment tout FPCI, FCPI ou FIP), de droit français ou étranger, actionnaires ou non de la Société, investissant à titre habituel, ou ayant investi (y compris, le cas échéant, sous forme de prêt ou de titres de créances convertibles ou non), au moins un million d'euros au cours des 36 derniers mois, dans les secteurs agroalimentaire, cosmétique, des compléments alimentaires ou des ingrédients d'origine végétale, <p>(vingt et unième résolution)</p>	<p>18 mois 26 décembre 2026</p>	<p>Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros*</p> <p>Titres de créances : 30 millions d'euros*</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>
<p>Délégation de compétence consentie au conseil en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, <u>avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées</u> :</p>	<p>18 mois 26 décembre 2025</p>	<p>Montant nominal de l'augmentation de capital : 504.000 euros*</p> <p>Titres de créances : 30 millions d'euros*</p>	<p>Par décision en date du 20 octobre 2025, le directeur général, agissant en vertu de la subdélégation qui lui a été consentie par le conseil d'administration en date du 1^{er} octobre 2025, a décidé l'émission de 3 300 obligations convertibles en actions ordinaires Vinpai d'une valeur nominale de 1 000 euros chacune dont la souscription a été réservée à CFSL, représentant un emprunt obligataire d'un montant principal de 3 300 000 euros. Ces obligations ont été converties,</p>

<ul style="list-style-type: none"> - toutes sociétés industrielles, institutions ou entités quelle que soit leur forme, françaises ou étrangères, actives dans les secteurs agroalimentaire, cosmétique, des compléments alimentaires ou des ingrédients d'origine végétale, directement ou par l'intermédiaire d'une société contrôlée ou par laquelle elles sont contrôlées au sens de l'article L. 233-3 I du Code de commerce, le cas échéant à l'occasion de la conclusion d'un accord commercial ou d'un partenariat avec la Société, ou - partenaires stratégiques, commerciaux ou financiers de la Société, situés en France ou à l'étranger, ayant conclu ou devant conclure un ou plusieurs contrats de partenariat, commerciaux ou de financement avec la Société (ou une filiale), directement ou via une ou plusieurs entités que ces partenaires contrôlent, qui contrôlent ces partenaires ou qui sont contrôlés par la ou les mêmes personnes que ces partenaires, directement ou indirectement, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, - <p>(vingt-deuxième résolution)</p>			à la date du 31 décembre 2025, en 1.100.000 actions ordinaires de la Société émises au prix de 3 euros l'une.
<p>Délégation au conseil à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription qui seraient décidées en vertu des délégations ci-dessus</p> <p>(vingt-troisième résolution)</p>	<p>26 mois 26 août 2027</p>	<p>dans la limite de 15 % de l'émission initiale</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>
<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'augmenter le capital par <u>incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres</u></p> <p>(vingt-cinquième résolution)</p>	<p>26 mois 26 août 2027</p>	<p>20.000 euros</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>
<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission, à titre gratuit, de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) <u>avec suppression du droit préférentiel de souscription</u></p>	<p>18 mois 26 décembre 2026</p>	<p>20.000 euros**</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>

<p><u>des actionnaires</u> au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées :</p> <ul style="list-style-type: none"> - salariés ou dirigeants sociaux soumis au régime fiscal des salariés (président, directeur général et directeur général délégué) ou membres du conseil d'administration de la Société et des sociétés dont la Société détient au moins 75 % du capital ou des droits de vote, en fonction à la date d'attribution des BSPCE ou tout éligible en vertu des dispositions applicables à la date d'attribution des BSPCE <p>(vingt-sixième résolution)</p>			
<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société</p> <p>(vingt-septième résolution)</p>	<p>38 mois 26 octobre 2027</p>	<p>20.000 euros**</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>
<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre</p> <p>(vingt-huitième résolution)</p>	<p>38 mois 26 octobre 2027</p>	<p>20.000 euros**</p>	<p>Le conseil d'administration n'a pas utilisé cette délégation au cours de l'exercice 2025.</p>

* Montants non cumulatifs – Montant s'imputant sur le plafond global commun à toutes les délégations consenties le 26 juin 2025 – Augmentations de capital : 504.000 euros – Titres de créance : 30 millions d'euros.

** Montants non cumulatifs – Montant s'imputant sur le plafond global commun aux délégations à l'effet d'émettre des BSPCE, BSA, options et actions gratuites consenties le 26 juin 2025 fixé à 20.000 euros.

5.10. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord majeur pouvant être modifié ou prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société, à l'exception des contrats de financement conclus avec ses prêteurs (Caisse d'Epargne et de Prévoyance Bretagne Pays de Loire et CIC Ouest) ainsi que des Assurances Prospections conclues avec Bpifrance Assurances Expert (incluant l'octroi à Vinpai d'avances remboursables) qui contiennent des clauses permettant au prêteur et à Bpifrance d'exiger le remboursement anticipé du prêt en cas de changement de contrôle de la Société, étant précisé que les prêteurs et Bpifrance ont chacun renoncé à exercer lesdites clauses préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

5.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A l'exception des accords décrits à la section 4 du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux membres du Conseil d'administration s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou révoqués sans juste motif ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

5.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 28 août 2025 à la désignation de Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'Expert Indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport de Crowe HAF en date du 27 avril 2026 est reproduit en Annexe du présent Projet de Note en Réponse et en fait partie intégrante.

7. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à ma connaissance, les données figurant dans la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Vinpai S.A.

Représentée par M. Philippe Le Ray,

Directeur général.

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Crowe HAF

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

Vinpai

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Vinpai initiée par la société Camlin Fine Sciences Limited

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

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

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.2 - Description du marché des ingrédients fonctionnels	7
1.2.1 - Le marché des produits alimentaires transformés et ingrédients de spécialité.....	7
1.2.2 - Taille du marché adressable estimée	8
1.2.3 - Principaux acteurs et parts de marché	9
1.2.4 - Perspectives de croissance et tendances du marché	10
1.2.5 - Positionnement de Vinpai sur ses marchés.....	10
1.3 - Analyse des comptes historiques de la Société	11
1.3.1 - Etats financiers de la Société	11
1.3.2 - Compte de résultat de la Société.....	11
1.3.3 - Mise à jour au 31 décembre 2025	16
1.3.4 - Bilan de la Société	17
1.4 - Contexte et opération envisagée	22
1.4.1 - Contexte et motifs de l'offre	22
1.4.2 - Termes de l'Offre	23
2 - Présentation de l'expert indépendant	24
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	24
2.1.1 - Présentation générale.....	24
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	24
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	25
Déclaration d'indépendance.....	26
2.3 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	26
2.4 - Rémunération.....	26
2.5 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	27
2.5.1 - Programme de travail.....	27
2.5.2 - Calendrier de l'étude.....	28
2.5.3 - Liste des personnes rencontrées.....	29
2.5.4 - Informations utilisées	30
2.5.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	30
3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	32
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	32
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	32
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	32
3.1.3 - Plan d'affaires de la Société	34
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	35

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	35
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	36
3.2.3 - Méthode des transactions comparables	36
3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes suivants Vinpai	36
3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	37
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	37
3.3.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société	37
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (« DCF »)	39
3.3.3 - Méthode des comparables boursiers.....	46
3.3.4 - Référence au cours de bourse	53
3.4 - Analyse des synergies/dissynergies	56
4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	57
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	57
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	57
4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	57
4.2.2 - Référence au cours de bourse	60
4.2.3 - Référence aux transactions intervenues sur le capital de Vinpai	61
4.2.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif).....	61
4.2.5 - Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	62
5 - Analyse des accords connexes à l'Offre.....	64
5.1 - Le protocole d'accord relatif à l'acquisition par CFSL d'une participation majoritaire de 78,68% du capital de Vinpai (« Acquisition du Bloc de Contrôle »).....	64
5.2 - Le contrat de souscription par CSFL d'un emprunt obligataire convertible de 3,3m€...	67
5.3 - L'acte de nantissement du fonds de commerce de Vinpai en date du 24 février 2025 conclu auprès de CFSL,	67
5.4 - Le management package conclu entre CFSL et les fondateurs cédants	68
5.5 - L'Accord de Coopération à l'Offre « Tender Offer agreement »	68
5.6 - Conclusion	69
6 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	70
7 - Annexe – Lettre de mission	72

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Vinpai le 14 mars 2025 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE VINPAI
INITIÉE PAR LA SOCIETE CAMLIN FINE SCIENCES LIMITED**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») visant les actions de la société Vinpai (ci-après « Vinpai », ou la « Société »), initiée par la société Camlin Fine Sciences Limited (ci-après « CFSL » ou l' « Initiateur »), nous avons été nommés le 14 mars 2025 par le Conseil d'administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre mission est fondée sur l'application de l'article 261-1 I, 2° du règlement général de l'AMF, compte tenu des éventuels conflits d'intérêts qui peuvent survenir au sein du Conseil d'administration de la Société, les dirigeants de la Société ayant conclu des accords avec l'Initiateur.

Le prix proposé aux actionnaires de Vinpai dans le cadre de l'Offre s'établit à 3,60€ par action.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Camlin Fine Sciences Ltd. (ci-après « CFSL » ou l'« Initiateur ») est une entreprise indienne spécialisée dans la fabrication de produits chimiques de spécialité, destinés à prolonger la durée de conservation des aliments et d'autres produits, ainsi que dans la production de composés aromatiques et de produits chimiques de performance. Elle est reconnue comme le plus grand producteur mondial d'antioxydants alimentaires tels que le tert-butylhydroquinone (TBHQ) et le butylhydroxyanisole (BHA), et figure parmi les principaux producteurs mondiaux de vanilline.

Ses principaux domaines d'activité incluent :

- Les solutions de prolongation de la durée de conservation : CFSL propose une gamme de produits pour prolonger la durée de conservation, sous les marques Xtendra et NaSure. Ces solutions sont utilisées dans divers secteurs, notamment l'agroalimentaire, l'alimentation pour animaux de compagnie, l'aquaculture, les biocarburants et les produits pharmaceutiques.
- Les ingrédients aromatiques : CFSL produit de la vanilline et de l'éthylvanilline sous les marques Vanesse et Evanil, utilisées dans des industries alimentaires, des parfums, des encens et industries pharmaceutiques. CFSL a également développé des produits tels que Floral Booster, Intense Green et Vetigreen pour des applications dans les produits de nettoyage, les soins personnels et les encens.
- Les produits chimiques de performance : CFSL est un producteur intégré de dérivés de diphenol, notamment l'hydroquinone et le catéchol, utilisés dans les industries pétrochimiques, pharmaceutiques et autres.
- La santé et bien-être : CFSL propose des produits tels que le DHA végétalien (acide docosahexaénoïque) sous la marque Biosus, destiné aux industries de la santé et du bien-être.

En termes de présence mondiale, CFSL possède des installations de fabrication et des bureaux dans plusieurs pays, dont l'Inde, la Chine, l'Italie, le Brésil, le Mexique et les États-Unis.

L'Initiateur est une entité fiscalement résidente indienne, cotée à la bourse de Mumbai (National Stock Exchange of India Ltd et BSE Ltd) depuis 2007. L'action CFSL est cotée en roupies indiennes (INR) et sa capitalisation boursière convertie en euros s'élève à environ 360m€ à octobre 2025, ce qui en fait une valeur de taille moyenne (*mid cap*).

Le chiffre d'affaires de CFSL converti en euros s'élève à environ 180m€ au titre de son dernier exercice publié au 31 mars 2025 et sa marge d'EBITDA ressort à 12% en moyenne sur les cinq derniers exercices.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Vinpai est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 229.271,40 euros dont le siège social est situé 6, parc d'Activités de la Fouée 56130, à 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 Euronext Growth sous le code ISIN FR001400AXT1.

1.1.2.1 - Activités de Vinpai

Co-fondée en 2011 par Messieurs Philippe le Ray, Dirigeant et Cyrille Damany, Président, Vinpai est une société française, qui se positionne comme une ingrédien'tech spécialisée dans la conception et la commercialisation d'ingrédients innovants à destination des industriels des secteurs agroalimentaire, cosmétique, pharmaceutique et nutraceutique (compléments alimentaires).

Son modèle économique est principalement BtoB : les produits semi-finis de Vinpai sont des ingrédients fonctionnels sous forme de poudre principalement vendus à des clients industriels de l'agroalimentaire et des cosmétiques en tant qu'intrants dans la production de leurs produits finis à destination du consommateur final.

Au cœur du modèle de Vinpai, la recherche et développement (« R&D ») joue un rôle clé dans la formulation de solutions naturelles, fonctionnelles et durables en alternative aux additifs chimiques traditionnellement utilisés par les industriels. Vinpai conçoit des ingrédients permettant d'améliorer la qualité nutritionnelle, fonctionnelle et organoleptique (goût, odorat) des produits finis.

Son approche innovante répond aux évolutions du marché et aux attentes croissantes des consommateurs en matière de santé, de durabilité et de certification (bio, végétan, clean label). En collaborant étroitement avec les industriels, Vinpai leur offre des solutions sur mesure pour optimiser leurs formulations et garantir des produits à la fois performants et conformes aux nouvelles exigences réglementaires.

Vinpai offre une gamme complète de formules et d'ingrédients fonctionnels conçus pour améliorer la texture, la stabilisation, le goût (arômes) et la conservation des produits. Elle s'appuie sur des procédés naturels algo-sourcés, de fibres végétales, en substitution aux additifs chimiques traditionnellement utilisés à ces fins.

De fait, Vinpai a développé plus de 3.500 formulations, comprenant plus de 3.000 formules d'arômes et 500 formules d'ingrédients naturels principalement vendus sous forme de poudre, dont environ 50 « prémix » prêts à l'emploi, issus du mélange de plusieurs ingrédients fonctionnels parmi les 500 formules par Vinpai. Le portefeuille de produits reste cependant concentré avec environ 20 références générant 80% des volumes vendus par la Société.

Vinpai compte environ 400 clients dont 160 clients industriels *tier one* dans l'agroalimentaire (Daregal, Bonduelle, Madrange, Tipiak, LDC, Centurion Fromagers, Bridor, William Saurin, Agromousquetaires, Bimbo, Giplait...) et la cosmétique (Gandour, Clairjoie, Janssen Cosmetics, Inspira Cosmetics...).

L'entreprise bretonne adresse tout le territoire français. Son marché domestique compte pour environ 30% du chiffre d'affaires en 2024. Elle réalise environ 70% de son chiffre d'affaires à l'export, principalement dans la région Moyen-Orient & Afrique (« MEA »), une région clé pour Vinpai représentant environ la moitié de son chiffre d'affaires. Le solde est réalisé en Amérique et plus marginalement dans la région Asie Pacifique.

Au total, Vinpai est présente à l'export dans 36 pays et emploie 45 collaborateurs à fin décembre 2024.

1.1.2.1.1 - *L'activité de Vinpai dans l'agroalimentaire*

Vinpai propose une gamme étendue d'ingrédients fonctionnels destinés à l'industrie agroalimentaire (BtoB) avec un positionnement axé sur la naturalité et la substitution d'additifs synthétiques par des alternatives d'origine marine et minérale. L'objectif est d'accompagner les industriels dans l'amélioration des propriétés organoleptiques (saveur, goût, odorat) et nutritionnelles de leurs produits tout en répondant aux attentes croissantes des consommateurs en matière de clean label et de naturalité.

L'offre de Vinpai couvre plusieurs segments de l'agroalimentaire, débouché principal de la Société qui représente plus de 83% de son chiffre d'affaires en 2024. Elle propose plusieurs gammes d'ingrédients fonctionnels pour ce secteur, dont les trois plus importantes en termes de ventes sont les suivantes :

- Vin'Specialties : Cette gamme, qui représente une part substantielle du chiffre d'affaires de la Société, regroupe tous les ingrédients fonctionnels permettant par exemple de (i) texturiser une sauce, une crème, une mozzarella, un yaourt ou émulsionner une mayonnaise, (ii) stabiliser des biscuits pour éviter la casse, (iii) conserver un pain burger pour retarder la moisissure, et (iv) enrichir l'apport nutritionnel de produits alimentaires notamment vegan par un enrichissant en fibres naturelles provenant des algues et végétaux. La gamme inclut Vin'Fibra (texturant naturel, riche en fibres et sans allergène, utilisé pour améliorer la texture et la stabilité des produits comme les sauces, biscuits et produits vegan), Vin'Starch (texturant et stabilisant à base d'amidon de riz et tapioca), Vin'Tex & Melt (texturant à base d'amidon de pomme de terre modifié pour notamment texturer un fromage) et Vin'Cheese Powder (poudres de fromages naturels pour simuler les goûts de fromages classiques).
- Vin'Aroma : Cette gamme regroupe tous les arômes naturels et vegan complétant l'offre sur le goût et la coloration. La gamme comprend (i) des arômes sucrés (notes fruitées, gourmandes ou florales), (ii) des arômes salés (notes viandées, marines, cuisinées, herbes aromatiques, fromagères, légumes, fumées...) et (iii) des arômes épicés (safran, baies roses, tex-mex...). Ils sont utilisés par les industriels de l'agroalimentaire pour diverses applications comme les sauces, plats préparés, pâtisseries, biscuits, fromages, produits laitiers et boissons. Les arômes sont proposés sous forme liquide ou poudre, et peuvent être personnalisés pour répondre aux contraintes techniques et économiques des industriels.
- Vin'Misceo : Elle regroupe des prémix fonctionnels, notamment pour la fabrication de fromages végétaliens ou analogues, avec des avantages tels que l'optimisation des recettes et des coûts de production. Les principaux prémix commercialisés par Vinpai sont les prémix pour fromages *Plant-Based* ou fromages analogues appelés Vin'Pro et Vin'Tex & Melt.

En plus de ces gammes, la Société met en avant des innovations comme Vin'Pollinis, un produit à base de farine et de féculé fonctionnelle, prévu pour remplacer les amidons modifiés dans les formulations.

Grâce à cette offre, Vinpai se positionne comme un partenaire clé des industriels souhaitant formuler des produits plus sains, plus naturels et conformes aux nouvelles réglementations en vigueur, tout en garantissant des performances techniques optimales.

1.1.2.1.2 - L'activité de Vinpai dans les cosmétiques

L'expertise de Vinpai dans les biotechnologies marines (algues) et les solutions minérales lui permet de développer des ingrédients destinés à l'industrie cosmétique (BtoB) en adéquation avec les tendances actuelles du marché vers des formulations plus naturelles et écoresponsables. Ce marché représente environ 14% de son activité en 2024.

Les produits proposés s'intègrent dans des formulations de soins pour la peau et les cheveux, avec des actifs reconnus pour leurs propriétés hydratantes, apaisantes et anti-âge. Les extraits d'algues utilisés par Vinpai sont riches en polysaccharides (amidons, glycogènes, inuline), en acides aminés et en oligo-éléments, favorisant ainsi l'hydratation cutanée et la régénération cellulaire. Ils permettent notamment d'améliorer la rétention d'eau dans les formules de crèmes et de sérums, garantissant une action prolongée sur l'épiderme.

L'entreprise développe également des complexes minéraux destinés aux soins reminéralisants, utilisés dans des masques et des gommages pour revitaliser la peau et favoriser l'élimination des toxines. Ces ingrédients trouvent aussi des applications dans les produits solaires, où ils agissent

comme des agents protecteurs naturels contre les agressions environnementales et le vieillissement prématuré de la peau.

Dans le domaine capillaire, Vinpai met à disposition des actifs naturels permettant d'améliorer la brillance, la résistance et l'hydratation des cheveux. Ces ingrédients sont particulièrement adaptés aux formulations de shampoings et de soins sans rinçage visant à fortifier la fibre capillaire tout en respectant les cuirs chevelus sensibles.

L'engagement de Vinpai pour une cosmétique plus verte se traduit par une approche innovante visant à remplacer les composants synthétiques et chimiques par des alternatives naturelles, garantissant ainsi une meilleure tolérance cutanée et une empreinte environnementale réduite. Le positionnement prix est plus cher que les alternatives chimiques, aussi la Société met en avant les fonctionnalités innovantes et la naturalité des produits pour justifier l'écart de prix. L'enjeu est de trouver le juste équilibre entre le rapport qualité / prix pour trouver le bon positionnement sur un marché très concurrentiel.

Aujourd'hui, la Société entend pénétrer le marché des crèmes solaires avec un nouveau produit baptisé Vin'UV Protect, conçu à partir d'une nouvelle génération de filtre solaire minéral non-nanoparticulaire. Ce produit offre une alternative naturelle aux filtres chimiques traditionnels pour l'industrie cosmétique, dans la fabrication de produits de protection solaire « reef-safe » sans danger pour les récifs coralliens.

Le développement de Vin'UV Protect est en phase de finalisation et la technologie est brevetée. Le lancement commercial du produit était prévu pour le second semestre 2024, mais a été repoussé au second semestre 2025, comme annoncé dans un communiqué de presse le 2 avril 2024 à l'occasion de la publication des résultats annuels 2024.

Le produit Vin'UV devrait permettre à Vinpai de se diversifier sur le marché cosmétique qui ne représente que 14% de son chiffre d'affaires en 2024. Vin'UV devrait contribuer pour environ 8% au chiffre d'affaires global de la Société en 2030.

1.1.2.1.3 - L'activité de Vinpai dans la nutraceutique

Vinpai s'adresse également au marché en pleine expansion de la nutraceutique, un terme issu de la contraction de « nutrition » et « pharmaceutique », désignant les aliments et compléments alimentaires ayant un effet bénéfique sur la santé, au-delà de leur simple apport nutritionnel.

La Société se positionne sur ce marché avec sa marque propriétaire Aromalogie, sous laquelle elle commercialise une gamme de compléments alimentaires innovants en direct à travers un réseau de pharmacies. C'est la seule activité de Vinpai réalisée en BtoC et est marginale, ne représentant que 3% du chiffre d'affaires en 2024.

L'entreprise exploite les bienfaits des algues et des minéraux pour proposer des solutions naturelles visant à optimiser l'équilibre nutritionnel et le bien-être général.

L'offre de Vinpai dans ce domaine se décline en trois principales gammes :

- L'aromathérapie qui associe les propriétés thérapeutiques des huiles essentielles bio chémotypées avec du carbonate de calcium marin, afin d'agir à la fois sur l'équilibre acido-basique et sur des problématiques ciblées telles que le sommeil, la digestion, le stress ou encore la sphère hépatique et urinaire ;
- L'algathérapie qui exploite les propriétés des algues certifiées Friends of the Sea® pour compenser les déficits en minéraux et oligo-éléments. Ces actifs marins permettent d'optimiser les apports nutritionnels tout en garantissant un sourcing durable et respectueux des écosystèmes marins ;

- L'exothérapie marine qui repose sur des huiles essentielles liquides sous forme de sprays et d'huiles de massage, offrant une application externe complémentaire aux solutions orales.

1.1.2.1.4 - L'activité de Vinpai dans le domaine de la santé

Bien que représentant encore une part modeste du chiffre d'affaires, le segment santé illustre la capacité de Vinpai à exploiter son savoir-faire en gélification à froid, alginates et huiles essentielles pour développer des solutions médicales et cosmétiques innovantes.

La Société propose notamment des ingrédients de moulage, utilisés pour la fabrication de moules souples et d'empreintes, grâce à des poudres formulées à partir d'algues brunes. Elle développe également des patchs cutanés sous forme de gels huileux, intégrant des extraits d'algues et des huiles essentielles aux propriétés anti-inflammatoires et antalgiques, notamment pour le soulagement des douleurs musculaires.

En parallèle, Vinpai exploite son expertise en gélification pour concevoir des solutions bucco-dentaires, allant du blanchiment dentaire aux bains de bouche.

Enfin, la Société continue d'innover avec un pipeline R&D actif, intégrant de nouveaux texturants, des solutions de nutrition-santé et des formulations protectrices contre les rayonnements UV qui témoignent de son engagement à proposer des alternatives naturelles et fonctionnelles pour la santé. Grâce à son expertise en biotechnologie marine et minérale, Vinpai s'impose comme un partenaire clé pour les industries de la santé cherchant à développer des solutions innovantes et naturelles adaptées aux besoins des patients et des professionnels de santé.

1.1.2.1.5 - Historique de la Société

- **2011** : création de Vinpai, société spécialisée dans les ingrédients fonctionnels naturels (algues, plantes, minéraux, fibres), par Cyrille Damany et Philippe Le Ray. Début du développement des premières solutions clean-label pour l'agroalimentaire et la cosmétique
- **2012–2015** : structuration de l'activité R&D et montée en puissance du laboratoire interne ; premières formulations d'agents texturants et substituts d'additifs chimiques pour les industriels de l'agroalimentaire
- **2016–2018** : expansion commerciale en Europe et développement de nouvelles gammes d'ingrédients fonctionnels permettant une réduction des additifs E-number. Les produits à base d'algues deviennent un axe stratégique.
- **2019** : montée en cadence de la production et diversification dans les ingrédients pour la boulangerie, la charcuterie, les produits végétaux et les fromages. Internationalisation progressive avec des clients dans plus de 20 pays.
- **2020** : augmentation des capacités industrielles sur les sites de Saint-Dolay (Morbihan) et du secteur de Saint-Nazaire. Structuration des process qualité et renforcement des équipes techniques.
- **2021** : accélération de la R&D et développement intensif de nouvelles solutions fonctionnelles ; élargissement du portefeuille produits. La société entre dans une phase de forte croissance.
- **2022** : obtention de la certification FSSC 22000, norme de référence internationale en sécurité alimentaire. Chiffre d'affaires de 6,2m€, en croissance de plus de 20%. Présence dans 35 pays.

- **2023 (1er semestre)** : saturation de l'outil de production face à la demande ; plan d'augmentation des capacités industrielles et création de nouvelles lignes de production. Carnet de commandes de 6,5m€ à mi-année.
- **19 juillet 2023** : introduction en bourse de Vinpai sur Euronext Growth Paris (ALVIN). Levée d'environ 7m€, prix d'émission de 6,55€ par action, capitalisation d'environ 22m€. Début d'un plan d'accélération industrielle et commerciale.
- **fin 2023** : dépôt d'une nouvelle demande de brevet (FR2315015) portant sur *Vin'Curd+*, une solution innovante pour la coagulation du caillé dans la production fromagère.
- **2024** : chiffre d'affaires de 9,2m€ (+16%), plus de la moitié réalisée à l'international. Renforcement de l'offre clean-label et poursuite de l'automatisation des sites de production.
- **février 2025** : annonce de l'acquisition d'une partie de Vinpai par CFSL.

1.1.2.2 - Actionnariat de Vinpai

A la date du projet de note d'information, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Vinpai - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (total des actions)
CFSL	3 823 316	83,8%
IPC	76 780	1,7%
Flottant	634 583	13,9%
Actions auto-détenues	26 736	0,6%
Total des actions	4 561 415	100,0%
Actions auto-détenues	-26 736	
Total des actions en circulation	4 534 679	

Cette répartition reflète les opérations d'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur et la conversion des Obligations Convertibles (cf. section 3.3)

1.2 - Description du marché des ingrédients fonctionnels

Dans cette section, nous présentons, dans un premier temps, le marché sur lequel évolue Vinpai en termes d'offre, puis analysons les facteurs déterminants de la demande pour ses produits, et enfin abordons les prévisions du marché.

Pour rappel, les produits de la Société sont principalement destinés aux secteurs de la nutrition puis de manière secondaire aux secteurs cosmétique et nutraceutique.

1.2.1 - Le marché des produits alimentaires transformés et ingrédients de spécialité

L'industrie agroalimentaire mondiale se caractérise par un marché fragmenté et concurrentiel avec une multitude d'acteurs répartis sur différents segments. Ce secteur, en constante évolution, se divise en trois grands pôles : (i) les activités en amont, incluant les intrants agricoles, l'élevage et la pêche ; (ii) la transformation industrielle des produits bruts ; et (iii) la distribution qui livre les produits aux consommateurs finaux.

La complexité de ce marché réside dans l'interconnexion entre ces différents acteurs, chacun opérant avec des processus, des normes et des régulations variées, tout en étant exposés à des risques externes comme les fluctuations des prix, les changements climatiques ou les pressions politiques.

Au cœur de ce marché se trouve celui des ingrédients fonctionnels pour l'agroalimentaire dans lequel opère Vinpai. Ce segment joue un rôle stratégique dans la formulation des produits alimentaires finis en fournissant des composants essentiels à leur stabilité, leur texture, leur goût, leur durée de conservation et leur apport nutritionnel.

Il représente un levier majeur d'innovation pour les industriels de l'agroalimentaire qui sont confrontés à des attentes multiples : amélioration du profil santé des produits, diversification des régimes alimentaires (flexitariens, végétariens, sans allergènes), recherche de naturalité, adaptation aux réglementations internationales, ou encore allègement des recettes (réduction du sucre, du sel, des matières grasses).

La typologie des produits alimentaires transformés illustre la diversité des applications auxquelles répondent les ingrédients intermédiaires. On distingue notamment les produits laitiers (fromage, yaourts, laits enrichis, alternatives végétales), les viandes transformées (plats prêts-à-consommer, charcuteries), les produits de boulangerie (pains, biscuits, pâtisseries, avec une montée en puissance du sans gluten et des fibres), les plats préparés et sauces (fortement influencés par les tendances ethniques et santé), les confiseries et snacks (où les formulations clean label et sans allergènes gagnent du terrain), ainsi que les boissons. Chaque catégorie intègre des besoins fonctionnels spécifiques en termes de texture, conservation, goût et enrichissement nutritionnel. Ces besoins sont directement adressés par une large gamme d'ingrédients dits « produits alimentaires intermédiaires », parmi lesquels les protéines (animales ou végétales), les édulcorants naturels ou artificiels, les vitamines et minéraux, les colorants et arômes, les huiles et graisses spécifiques, les amidons et texturants, ou encore les conservateurs et ingrédients ciblés (probiotiques, peptides, fibres fonctionnelles, etc.).

Les ingrédients de spécialité occupent également une place essentielle dans l'industrie cosmétique. Ils sont notamment utilisés par les industriels afin d'améliorer la texture, le parfum, la conservation ou encore certaines propriétés spécifiques des produits finis. Utilisés tout au long du processus de formulation, ils peuvent filtrer, gélifier, émulsionner, stabiliser ou encore faciliter la fabrication. Dans les cosmétiques naturels, on retrouve notamment des antioxydants, des émulsifiants, des hydrolats, des extraits de plantes, des agents hydratants, des exfoliants ou encore des tensioactifs.

1.2.2 - Taille du marché adressable estimée

Le marché mondial des ingrédients fonctionnels pour l'agroalimentaire est estimé à environ 120mds€ en 2024 selon les études récentes¹. Il devrait croître à un TCAM* de l'ordre de 6–7% entre 2024 et 2030, pour dépasser 175mds€. Cette croissance soutenue reflète la forte demande pour les aliments enrichis (fibres, protéines végétales, probiotiques, oméga-3, vitamines, etc.) correspondant aux attentes santé et durabilité.

Dans les cosmétiques, le segment des ingrédients fonctionnels est plus modeste mais en expansion rapide : estimé à environ 3mds€, il devrait atteindre près de 4mds€ d'ici 2030, avec un TCAM d'environ 5–6%. Ce sous-marché profite des tendances « clean beauty » et anti-âge, avec une demande croissante pour les actifs naturels et multifonctionnels.

¹ Données de marché issues d'études récentes (Data Bridge Market Research, Grand View Research, Precedence Research, Global Market Insights) et rapports sectoriels (Marchés F&F, Mordor Intelligence).

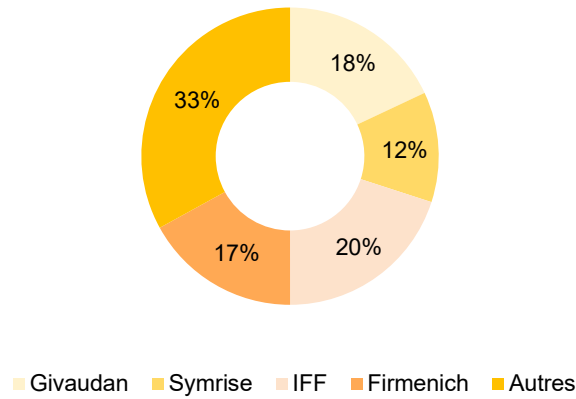
*Taux de croissance annuel moyen

1.2.3 - Principaux acteurs et parts de marché

Le marché des ingrédients fonctionnels est dominé par quelques géants internationaux.

Dans les arômes et parfums, quatre leaders détiennent à eux seuls environ deux tiers du marché mondial : Givaudan (Suisse), Symrise (Allemagne), IFF (Etats-Unis) et Firmenich (Suisse). Ces quatre groupes sont cotés en bourse et capitalisent entre 10 et 40mds€.

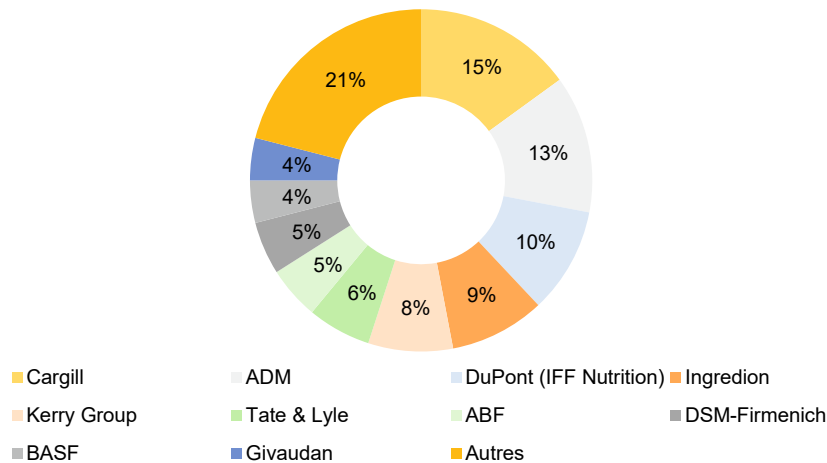
Part de marché des principaux acteurs du marché mondial des arômes



Source : Statista, Global Market share of the leading flavors and fragrances manufacturers 2023

Du côté des ingrédients alimentaires fonctionnels (texturants, protéines, etc.), la concurrence est moins concentrée mais de grands groupes agricoles et chimiques prédominent (Cargill, ADM, BASF, DuPont, DSM, Ingredion, Kerry, Tate & Lyle, Ajinomoto etc.). Côté cosmétique, on retrouve également des acteurs historiques (BASF Personal Care, Gattefossé, Lucas Meyer, Ashland, etc.) complétant la liste.

Part de marché des principaux acteurs du marché mondial des ingrédients



Source : Estimations Mordor Intelligence, Reserarchadvice, Marketandmarkets

En pratique, ces groupes fournissent l'essentiel du volume mondial, mais le marché reste ouvert aux fournisseurs innovants. Les entrepreneurs comme Vinpai peuvent ainsi se positionner sur des segments à forte valeur ajoutée (solutions sur mesure, naturalité, formulation « clean label ») sans concurrencer directement les géants par les volumes.

1.2.4 - Perspectives de croissance et tendances du marché

La croissance passée et future de ces marchés est portée par plusieurs tendances structurelles.

Dans l'agroalimentaire, l'attention aux enjeux de santé (réduction du sucre, enrichissement en nutriments, probiotiques, allergènes maîtrisés), le développement du végétal (véganisme, protéines d'origine végétale) et le vieillissement de la population stimulent durablement la demande. Par exemple, les probiotiques représentent à eux seuls près de 30% du marché des ingrédients fonctionnels alimentaires.

Géographiquement, l'Amérique du Nord reste le premier marché pour les ingrédients alimentaires fonctionnels (environ un tiers du marché mondial), mais c'est l'Asie-Pacifique qui enregistre la croissance la plus rapide (essentiellement Chine et Inde, présentant des perspectives de croissance entre 8 et 10% par an d'ici 2030 selon différentes études).

Dans les cosmétiques, la montée des produits « clean », bio et la croissance importante de la demande anti-âge font croître les ingrédients actifs naturels. Les prévisions récentes convergent vers des TCAM à un chiffre élevé (5-7%) pour les deux segments, permettant de doubler, à terme, la taille du marché par rapport à la décennie précédente.

1.2.5 - Positionnement de Vinpai sur ses marchés

Dans ce contexte, Vinpai se positionne comme une PME innovante. Spécialisée depuis 2011 dans les ingrédients fonctionnels 100% d'origine naturelle (algues, plantes, fibres) pour l'alimentation et la cosmétique.

Vinpai est présente à l'export dans 36 pays, mais son chiffre d'affaires reste modeste à 9.2m€ en 2024, soit une part infinitésimale du marché global.

La Société ambitionne néanmoins une croissance soutenue, fondée sur l'innovation et la création de valeur ajoutée.

Dans ce cadre, Vinpai ne se positionne pas en concurrence directe avec les grands fournisseurs de commodités sur les volumes, mais se distingue par le développement de solutions « sur mesure », conçues pour répondre aux attentes en matière de clean label, aux enjeux de santé et de performance industrielle, ainsi qu'aux besoins de différenciation marketing de ses clients.

Le marché connaît une forte demande, particulièrement sur les marchés développés nord-américain, européen et asiatique. Ces marchés sont les pionniers du secteur. L'essor du véganisme et du bien-être alimentaire crée de ce fait de nouvelles opportunités pour les industriels, tout en stimulant le marché des ingrédients fonctionnels de spécialité tels que les vitamines, les minéraux, les protéines et les oméga-3.

Les habitudes des consommateurs s'orientent de plus en plus vers des aliments et boissons intégrant des composants bénéfiques pour la santé. Les fibres, les protéines, les vitamines et minéraux, le calcium, les probiotiques et les prébiotiques figurent parmi les ingrédients les plus recherchés pour enrichir l'alimentation.

De même, la demande, pour des produits cosmétiques formulés à partir d'ingrédients naturels, connaît une croissance continue, portée par une prise de conscience accrue des consommateurs quant à la composition des produits qu'ils utilisent. La transparence, la sécurité et le respect de l'environnement sont devenus des critères clés dans les décisions d'achat.

Cette tendance pousse les marques à reformuler leurs gammes avec des actifs d'origine végétale, des extraits botaniques, des huiles essentielles ou encore des conservateurs naturels, afin de répondre aux attentes d'une clientèle en quête de soins plus sains et plus durables.

1.3 - Analyse des comptes historiques de la Société

1.3.1 - Etats financiers de la Société

Les comptes sont établis en conformité avec les normes comptables françaises. Ils respectent en particulier les dispositions des règlements de l'Autorité des Normes Comptables modifiant le règlement n°2014-03 relatif au Plan Comptable Général.

Les comptes annuels de la Société ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024. Nous avons également disposé des comptes semestriels au 30 juin 2025.

Les travaux d'évaluation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des états financiers historiques communiqués par la Société

1.3.2 - Compte de résultat de la Société

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des quatre derniers exercices et des premiers semestres 2024 et 2025 se présente comme suit :

Vinpai - Compte de résultat						
En k€	FY21	FY22	FY23	FY24	HY24	HY25
	<i>12 mois</i>	<i>12 mois</i>	<i>12 mois</i>	<i>12 mois</i>	<i>6 mois</i>	<i>6 mois</i>
Vente de marchandises	750	791	579	720	276	407
Production vendue (biens et services)	4 381	5 430	7 322	8 437	4 448	4 488
Chiffre d'affaires total	5 130	6 221	7 901	9 157	4 724	4 895
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>21,3%</i>	<i>27,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>3,6%</i>
Production stockée	28	95	-14	-46	81	9
Production immobilisée	356	350	367	355	174	174
Subventions d'exploitation	14	17	29	5	0	5
Reprises sur am.prov, transf.de charges	40	106	195	83	48	10
Autres produits	1	0	0	15	0	2
Total produits d'exploitation	5 568	6 789	8 478	9 569	5 027	5 096
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>21,9%</i>	<i>24,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>1,4%</i>
Achats de marchandises	-133	-202	-118	n.c	n.c	n.c
Achats de matières premières et autres app.	-2 823	-3 199	-3 990	-5 299	-2 740	-2 967
Autres achats et charges externes	-1 563	-2 248	-2 998	-3 566	-1 855	-1 657
Charges de personnel	-1 854	-1 868	-2 277	-2 498	-1 302	-1 109
Impôts taxes	-55	-51	-47	-53	-39	-24
Autres charges	-54	-48	-114	-147	-83	-67
Charges opérationnelles	-6 483	-7 616	-9 544	-11 564	-6 020	-5 824
Dotations aux amortissements	-340	-411	-508	-491	-207	-234
Dotations sur actif circulant	-335	-17	-63	-23	-3	-1
Résultat d'exploitation	-1 590	-1 256	-1 637	-2 509	-1 203	-963
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-31,0%</i>	<i>-20,2%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-27,4%</i>	<i>-25,5%</i>	<i>-19,7%</i>
<i>Produits financiers</i>	<i>8</i>	<i>29</i>	<i>60</i>	<i>57</i>	<i>16</i>	<i>46</i>
<i>Charges financières</i>	<i>-164</i>	<i>-266</i>	<i>-534</i>	<i>-416</i>	<i>-163</i>	<i>-169</i>
Résultat financier	-156	-236	-474	-359	-148	-123
<i>Produits exceptionnels</i>	<i>284</i>	<i>281</i>	<i>40</i>	<i>175</i>	<i>17</i>	<i>0</i>
<i>Charges exceptionnelles</i>	<i>-282</i>	<i>-408</i>	<i>-1 499</i>	<i>-382</i>	<i>-8</i>	<i>0</i>
Résultat exceptionnel	2	-127	-1 459	-207	9	0
CIR	137	131	137	156	66	81
Résultat net	-1 607	-1 488	-3 433	-2 918	-1 276	-1 005

Source : Rapports financiers annuels au 31 décembre, 2022, 2023 et 2024 et semestriels 2024 et 2025 de Vinpai

Charges en % du chiffres d'affaires						
Chiffres d'affaires	5 130	6 221	7 901	9 157	4 724	4 895
Achats de matières premières et autres app.	(55,0%)	(51,4%)	(50,5%)	(57,9%)	(58,0%)	(60,6%)
Autres achats et charges externes	(30,5%)	(36,1%)	(37,9%)	(38,9%)	(39,3%)	(33,8%)
Charges de personnel	(36,1%)	(30,0%)	(28,8%)	(27,3%)	(27,6%)	(22,6%)
Impôts taxes	(1,1%)	(0,8%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,8%)	(0,5%)
Dotations aux amortissements	(6,6%)	(6,6%)	(6,4%)	(5,4%)	(4,4%)	(4,8%)
Dotations sur actif circulant	(6,5%)	(0,3%)	(0,8%)	(0,3%)	(0,1%)	(0,0%)
Résultat financier	(3,0%)	(3,8%)	(6,0%)	(3,9%)	(3,1%)	(2,5%)
Résultat exceptionnel	0,0%	(2,0%)	(18,5%)	(2,3%)	0,2%	-

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la Société est principalement composé de ventes de biens transformés (formules d'ingrédients fonctionnels, prémix, algorithme, aromathérapie, cosmétique, etc.), de marchandises et de production vendue.

Le chiffre d'affaires s'est élevé à 9.157k€ en 2024, en croissance de +15,9% sur 1 an et de +21,3% annualisée sur 3 ans (taux de croissance annuel moyen 2021-2024). Au premier semestre 2025, le chiffre d'affaires s'élève à 4.895k€, en hausse de 3,6% par rapport au chiffre d'affaires du premier semestre 2024.

Vinpai compte environ 400 clients au 31 décembre 2024 (stable par rapport à 2023). Cependant, ce nombre n'inclut pas les quelques 300 pharmacies facturées en 2024.

La récurrence client de la Société est supérieure à 80% sur les trois derniers exercices. Les ingrédients de spécialité, une fois référencés chez un client et intégrés à une recette ou formulation, sont difficiles à substituer. De plus, les ingrédients de spécialité ne représentent généralement qu'une infime partie du produit final (environ 5%), mais constituent un facteur de différenciation essentiel d'un produit, rendant ainsi leur substitution coûteuse et difficile. L'industriel n'a donc pas intérêt à changer de fournisseur pendant la durée de vie de ses produits, qui est typiquement de 10 à 15 ans, ce qui se traduit par un faible taux d'attrition des clients.

La croissance du chiffre d'affaires est donc tirée par l'acquisition de nouveaux clients et par l'augmentation des commandes des clients déjà acquis.

Par ailleurs, la Société ne signe pas de contrats-cadres avec ses clients, contrairement à la pratique dans l'agroalimentaire. Pour les clients les plus importants, des négociations portent sur la fixation de prix pour des périodes d'environ trois mois, afin de permettre une révision trimestrielle des prix tenant compte de l'inflation des prix des matières premières et du coût du transport, qui sont répercutés aux clients.

En 2022, Vinpai avait vendu 2.168 tonnes de produits, toutes activités confondues, alors que la Société avait une capacité maximale de production de près de 4.000 tonnes avec l'organisation de ses équipes travaillant en 1x8 (i.e. 8h sur 24).

En 2023, la Société est passé à une organisation de travail en 1,5x8 (i.e. 12h sur 24) et a réalisé des investissements pour automatiser certaines tâches et obtenir des gains de productivité. Ces nouveaux équipements ont permis d'augmenter de +50% la capacité de production à environ 6.000 tonnes dans une organisation 1x8 et 9.000 tonnes de capacité maximale dans une organisation 1,5x8, tout en réduisant la pénibilité du travail pour le personnel.

En 2024, Vinpai a vendu environ 4.000 tonnes de produits mais les deux sites n'opèrent plus qu'en 1x8, du fait de ventes en-deçà des attentes et du lancement retardé du produit de protection solaire Vin'UV qui était prévu pour le second semestre 2024. L'outil industriel est donc sous-utilisé par rapport à une capacité de production maximum de 9.000 tonnes dans une organisation de travail en 1,5x8 (i.e. 12h sur 24 avec deux équipes de production décalées incluant du personnel intérimaire pour faire face aux pics d'activité).

La Société a un modèle de vente essentiellement BtoB où ses commerciaux adressent directement les industriels pour ses débouchés agroalimentaires et cosmétiques. Le débouché

nutraceutique est, quant à lui, adressé en BtoC via la marque Aromalogie distribuée en pharmacies.

Les trois principaux canaux d'acquisition clients utilisés par la Société sont :

- Le marketing digital : Vinpai, en plus de présenter un site Internet complet, depuis quelques années, illustre l'utilisation de ses produits dans des vidéos postées sur sa propre chaîne YouTube, régulièrement mise à jour. Celle-ci permet aux clients potentiels de comprendre les caractéristiques fonctionnelles des produits Vinpai et leur mise en œuvre ;
- Les salons sectoriels : GULFood au Moyen-Orient (Dubai), Food Ingredient Exhibition (FIE) de tous les continents (Europe, Asie et Amériques), CFIA à Rennes... la Société est présente sur la plupart des salons agroalimentaires, en France et à l'international, en moyenne 6 fois par an. De plus, elle est présente sur des salons locaux et active sur des marchés cibles tels que le Nigéria, l'Inde ou l'Indonésie ;
- Le référencement : labélisée ISO 9001 depuis fin 2020, la Société a récemment obtenu le label FSSC 22000, la certification la plus stricte de l'industrie agroalimentaire. Cette certification lui permet d'être un fournisseur de premier rang pour les principales multinationales de l'agroalimentaires avec certaines desquelles Vinpai est en cours d'évaluation (par exemple, pour le Vinfibra chez un prospect client dans la boulangerie et un autre dans la biscuiterie).

Autres produits d'exploitation

Les autres produits d'exploitation s'élèvent à 201k€ au premier semestre 2025 et sont principalement composés de production immobilisée pour un montant de 174k€ (3,6% du CA). Sur la période analysée, la production immobilisée, relative aux frais de recherche & développement (« R&D ») capitalisés s'élève à 4,7% du chiffre d'affaires.

Charges d'exploitation

En tant que société industrielle, les achats de matières premières et autres approvisionnements représentent le premier poste de coûts de Vinpai. Les principales matières premières entrant dans la production sont des féculés et amidons modifiés (pomme de terre, pois, etc.), des extraits d'algues secs (sucres, fibres), des huiles (tournesol, colza, lin, etc.) et des plantes aromatiques. Les principales marchandises achetées sont des consommables tels que des emballages.

Ces charges sont des coûts variables qui évoluent proportionnellement avec la hausse ou la baisse de la production ainsi que l'évolution du prix des intrants. La Société révisant semestriellement ses prix de vente, toute inflation des intrants est répercutée, en principe, aux clients.

Les charges externes s'élèvent à 1.657k€ sur le premier semestre 2025 et représente environ 36% du chiffre d'affaires sur la période analysée. Elles incluent principalement (i) les honoraires et frais de prestataires (comptables, juridiques), (ii) les frais de réception et d'expédition des produits, (iii) les frais de marketing & commerciaux (voyages et séminaires, frais de communication et salons professionnels, rémunérations d'agents commerciaux externes à la Société), et (iv) les loyers des deux sites de production à Saint-Dolay et Rieux, ainsi que leurs coûts d'entretien.

Les charges de personnel s'élèvent à 1.109k€ au premier semestre 2025 et sont en décroissance en valeur relative du chiffre d'affaires sur la période analysée passant de 36,1% du chiffre d'affaires en 2021 à 22,6% au premier semestre 2025, décroissance relative expliquée par la hausse du chiffre d'affaires et la relative stabilité des ETP sur la période. L'effectif de 45 salariés à fin 2024 comprend 16 cadres, 11 agents de maîtrise et techniciens, et 18 employés / ouvriers.

La distribution est assurée par une équipe commerciale de 4 ingénieurs commerciaux salariés, qui ont une double casquette technique et commerciale pour pouvoir accompagner les clients tout au long du cycle de vente. De plus, la Société s'appuie sur un réseau d'agents multicartes dans 30 pays, dont 4 agents technico-commerciaux opérant en exclusivité pour la Société depuis les pays clés que sont la Tunisie, l'Egypte et le Mexique. La Société s'appuie également sur son partenaire industriel Lactavit, entreprise bretonne spécialisée dans la distribution d'ingrédients destinés à l'agroalimentaire avec une forte présence en Afrique et au Moyen-Orient, qui gère entièrement la distribution des produits Vinpai en Algérie.

Résultat d'exploitation (REX)

La Société n'ayant pas atteint son seuil de rentabilité, la marge de REX est négative sur la période historique observée. Le résultat d'exploitation s'établit à 2.509k€ en 2024, en baisse par rapport à l'exercice 2023 (1.637k€). Soit une marge de REX passant de -20,7% à -27,4% du chiffre d'affaires.

Cette dégradation s'explique principalement par :

- Une forte hausse des coûts d'achats de matières premières et autres approvisionnements de +32,8% sur un an passant à 5.299k€ en 2024. Ces charges sont certes des coûts variables mais ont augmenté à un rythme plus rapide que le chiffre d'affaires. L'inflation des matières premières n'a été répercutée aux clients qu'au dernier trimestre sur les prix de vente ;
- Un mix produits défavorable en 2024, avec une augmentation plus forte en proportion des ventes sur des produits agroalimentaires à fort volume mais à moindre valeur ajoutée par rapport aux activités Cosmétique ;
- Une forte hausse des autres achats et charges externes passant à 3.566k€ en 2024 contre 1.855k€ en 2023, du fait (i) d'une augmentation des frais de marketing, (ii) d'une augmentation des redevances de crédit-bail suite à la mise à l'échelle de l'outil industriel de la Société intervenue fin 2023 (ayant permis d'accélérer significativement le rythme de production et d'écouler plus rapidement le carnet de commandes, ramenant le délai moyen de livraison à entre 4 et 6 semaines), et (iii) des commissions liées au coût de financement Eurofactor.

Les dotations aux amortissements représentent 5,7% du chiffre d'affaires sur l'exercice 2024 et à 4,8% du chiffre d'affaires sur le premier semestre 2025.

Bien que négative, la marge de REX est en amélioration sur le premier semestre 2025 et s'élève ainsi à -19,7% contre -25,5% sur le premier semestre 2024.

Vinpai n'a pas encore atteint une taille critique en termes de chiffre d'affaires lui permettant de couvrir l'ensemble de ses coûts variables et fixes et, par conséquent, de dégager une marge d'exploitation positive.

L'atteinte de la rentabilité opérationnelle dépendra de l'évolution du niveau d'activité, notamment de la capacité de la Société à accroître ses volumes de ventes, que ce soit par l'acquisition de nouveaux clients ou par l'augmentation des volumes commandés par la clientèle existante.

Cette évolution s'accompagnerait d'une meilleure absorption des charges commerciales, marketing et industrielles, ainsi que d'une valorisation progressive des investissements en R&D engagés pour le développement des gammes actuellement en phase de commercialisation

Résultat financier

En 2023, les charges financières ont fortement augmenté pour atteindre 534k€, contre 266k€ en 2022, en raison du poids accru de la dette obligataire et des prêts actionnaires. Cette hausse s'explique principalement par les intérêts liés à plusieurs financements court et

moyen termes contractés pour soutenir le besoin en fonds de roulement avant l'introduction en bourse. L'exercice a également été marqué par un financement complémentaire en compte courant d'associé, contribuant à la progression des charges financières.

En 2024, les charges financières ont diminué à 416k€, contre 534k€ en 2023, sous l'effet du remboursement des emprunts obligataires antérieurs et de la mise en place de nouvelles avances en comptes courants d'associés à des conditions plus favorables.

Ces avances, d'un montant total de 2,6m€, portent intérêt au taux plafond déductible fiscalement (5,75%), conformément aux dispositions du Code général des impôts. La conversion de prêts antérieurs en comptes courants rémunérés à ce taux réduit a également contribué à la baisse du coût moyen de la dette sur l'exercice.

Au premier semestre 2025, le résultat financier s'établit à -123k€, principalement constitué de charges d'intérêts.

Résultat exceptionnel

Les produits et charges exceptionnelles sont relativement négligeables sur la période d'observation, à l'exception de l'exercice 2023 marqué par des charges exceptionnelles de 1.499k€ liées aux coûts de l'introduction en bourse.

En 2024, le résultat exceptionnel s'élève à -207k€.

Impôt sur les sociétés

Le résultat courant avant impôt de Vinpai étant déficitaire, la Société n'a payé aucun impôt sur les sociétés (« IS ») sur la période analysée.

Au contraire, Vinpai bénéficie d'un crédit d'impôt recherche (« CIR ») et d'un crédit d'impôt innovation (« CII »), pour un montant total positif de 156k€ en 2024 :

- dont 106k€ de CIR : il s'adresse aux activités de recherche fondamentale, appliquée et de développement expérimental. Il concerne les travaux qui aboutissent à des avancées scientifiques ou techniques significatives. Le CIR est ouvert à toutes les entreprises, quel que soit leur secteur d'activité ou leur taille. Le crédit d'impôt s'élève à 30% des dépenses de R&D éligibles jusqu'à 100m€, puis 5% au-delà ; et
- 50k€ de CII : Il concerne le développement de nouveaux produits, améliorant des caractéristiques techniques, l'ergonomie ou les fonctionnalités, mais sans forcément impliquer une avancée majeure. Le CII est réservé aux PME au sens européen (moins de 250 salariés, chiffre d'affaires inférieur à 50m€ ou total bilan inférieur à 43m€). Le crédit d'impôt s'élève à 30% des dépenses d'innovation éligibles avec un plafond de 400k€, soit un CII maximal de 120k€ (dans le cadre de la loi de finance pour 2025, le taux est abaissé à 20% à compter du 1^{er} janvier 2025 pour un plafond inchangé de 400k€, soit un CII maximal de 80k€).

Résultat net

Vinpai constate une perte nette de -1.005k€ au premier semestre 2025, en légère amélioration par rapport aux niveaux précédents.

1.3.3 - Mise à jour au 31 décembre 2025

La Société a clôturé ses comptes au 31 décembre 2025. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Vinpai - Compte de résultat			
En k€	FY23	FY24	FY25
	<i>12 mois</i>	<i>12 mois</i>	<i>12 mois</i>
Vente de marchandises	579	720	824
Production vendue (biens et services)	7 322	8 437	9 386
Chiffre d'affaires total	7 901	9 157	10 210
<i>Croissance (%)</i>	<i>27,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>11,5%</i>
Total produits d'exploitation	8 478	9 569	10 973
<i>Croissance (%)</i>	<i>24,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,7%</i>
Charges opérationnelles	-9 544	-11 564	-12 200
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-120,8%</i>	<i>-126,3%</i>	<i>-119,5%</i>
EBITDA	-1 065	-1 995	-1 227
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-13,5%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-12,0%</i>
Résultat d'exploitation	-1 637	-2 509	-2 203
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-27,4%</i>	<i>-21,6%</i>
Résultat financier	-474	-359	-2 764
Résultat exceptionnel	-1 459	-207	0
CIR	137	156	108
Résultat net	-3 433	-2 918	-4 859

Source : Rapports financiers annuels au 31 décembre 2023, 2024 et 2025 de Vinpai

Le chiffre d'affaires s'est élevé à 10.210k€ en 2025, en croissance de +11,5% sur 1 an et de +13,7% annualisée sur 2 ans (taux de croissance annuel moyen 2023-2025). La croissance observée en 2025 est portée par l'activité agroalimentaire (+23%), contrairement aux activités cosmétique et nutraceutique, qui elles sont marquées par un recul de -43%. Le chiffre d'affaires réalisé est inférieur aux projections du plan d'affaires.

Les autres produits d'exploitation s'élèvent à 763k€ en 2025 et sont principalement composés de production immobilisée pour un montant de 288k€ (2,8% du CA) et de reprises sur amortissements et transfert de charges pour 388k€ (2,8% du CA). Sur la période analysée, la production immobilisée, relative aux frais de recherche & développement (« R&D ») capitalisés s'élève à 3,8% du chiffre d'affaires.

Les charges opérationnelles s'élèvent à 12.200k€ en 2025 et se composent principalement d'achats de matières premières pour 6.342k€, d'autres achats et charges externes pour 3.390k€ et de charges de personnels pour 2.257k€.

La Société affiche un EBITDA en amélioration en 2025 par rapport à l'exercice 2024 et ce dernier s'élève à -1.227k€, contre -1.995k€. Cependant, ce niveau d'EBITDA est en deçà des prévisions (atteinte du seuil de rentabilité en 2025) notamment avec des réductions des charges opérationnelles moins importantes que prévu dans le cadre du rapprochement avec Camlin couplé à la non-atteinte du niveau de chiffre d'affaires espéré.

En 2025, le résultat financier est en net retrait par rapport aux exercices précédent en raison principalement de la dépréciation des titres de participations et du compte courant de BAP.

Le résultat net, pour l'exercice 2025, s'élève ainsi à -4.859k€.

1.3.4 - Bilan de la Société

Bilan économique

Vinpai - Bilan économique					
En k€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Immobilisations incorporelles	2 945	3 257	3 367	3 532	3 473
Immobilisations corporelles	1 531	1 004	944	1 177	1 026
Immobilisations financières	28	88	1 259	1 190	403
Actif immobilisé	4 504	4 349	5 570	5 899	4 902
Actif courant	3 737	3 578	3 611	3 683	2 781
Passif courant	-2 214	-2 146	-2 430	-2 935	-5 290
Besoin en Fonds de Roulement	1 523	1 433	1 181	748	-2 509
Capitaux Employés	6 027	5 782	6 751	6 647	2 394
Capital social	204	229	336	346	456
Prime d'émission	2 217	1 415	5 367	2 113	2 870
Ecart de réévaluation	116	116	0	0	0
Report à nouveau	0	0	-73	0	-806
Réserve légale	6	6	6	6	6
Résultat de l'exercice	-1 607	-1 488	-3 433	-2 918	-4 859
Capitaux Propres	936	279	2 204	-454	-2 333
Provisions pour risques et charges	0	5	175	358	40
Provisions non courantes	0	5	175	358	40
<i>Autres emprunts obligataires</i>	<i>28</i>	<i>1 584</i>	<i>837</i>	<i>502</i>	<i>27</i>
<i>Emprunts auprès d'ets de crédit</i>	<i>4 273</i>	<i>3 926</i>	<i>3 014</i>	<i>3 496</i>	<i>1 689</i>
<i>Emprunts et dettes financières diverses</i>	<i>1 141</i>	<i>264</i>	<i>634</i>	<i>3 280</i>	<i>3 348</i>
<i>Avances conditionnées</i>	<i>156</i>	<i>156</i>	<i>156</i>	<i>201</i>	<i>110</i>
Dettes financières	5 598	5 930	4 641	7 479	5 175
Trésorerie et équivalents	-507	-433	-269	-736	-488
Dettes financières (+) / Trésorerie (-) nette	5 091	5 497	4 372	6 743	4 687
Capitaux Investis	6 027	5 782	6 751	6 647	2 393

Source : Rapports financiers annuels au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024 et 2025 de Vinpai

Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles s'élèvent à 3.473k€ au 31 décembre 2025 et représentent une part importante des capitaux employés. Elles comprennent :

- Les frais de R&D capitalisés dont les montants au 31 décembre 2025 s'élèvent à 1.447k€ pour les projets en service et 288k€ d'immobilisations en cours. La Société conduit des projets de R&D dont la durée s'étend sur plusieurs années et dont les dépenses s'élèvent à environ 350k€ par an. La Société immobilise le coût des temps passés par les équipes internes ainsi que les montants facturés par les prestataires externes. Ces coûts sont ensuite amortis sur une durée de 7 ans. ;
- Les autres immobilisations incorporelles pour un montant de 1.738k€, sont constituées essentiellement des fonds commerciaux : IFS Arômes acquis par la Société en 2020 et Cimaprem acquis en 2019.

Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles s'élèvent à 1.026k€ au 31 décembre 2025 et comprennent principalement les constructions et aménagements sur les deux sites de production à Saint-Dolay

et Rieux, ainsi que les machines et équipements (mélangeurs de poudre, fermenteur, unités de conditionnement...).

La Société est locataire de ses locaux et n'est propriétaire d'aucun bien immobilier.

Les immobilisations corporelles sont relativement stables sur la période analysée, compte tenu des investissements de maintenance afin de remplacer l'outil industriel déprécié, à l'exception de l'exercice 2022 au cours duquel les immobilisations corporelles ont diminué de -34,4% à la suite d'opérations de cession-location (sales & leaseback) d'équipements industriels.

Immobilisations financières

Les immobilisations financières s'élèvent à 403k€ au 31 décembre 2025 et comprennent uniquement d'autres immobilisations financières. Ces dernières comprennent (i) 99k€ d'actions propres, (ii) 28k€ de dépôt et cautionnement auprès de Bpifrance, (iii) le solde étant des dépôts auprès de la société d'affacturage Factofrance concernant les créances à l'export libellées en EUR et USD.

La variation des immobilisations financières entre le 31 décembre 2024 et le 31 décembre 2025 s'explique par la dépréciation complète des titres de participations dans (i) la société Breizh Algae & Plant (renommée Based Algae & Plant « BAP ») et (ii) la SARL Fromagerie Procheese.

Pour rappel, la valeur brute des titres de la société Based Algae & Plant acquise en totalité en 2023 s'élève à 915k€ et la valeur brute des titres de la SARL Fromagerie Procheese s'élève à 94k€.

Le besoin en fonds de roulement (BFR), négatif au 31 décembre 2025 est analysé plus en détails ci-après.

Capitaux propres

L'introduction en bourse de Vinpai en juillet 2023 sur Euronext Growth avait permis de lever 6.900k€. Cette levée de fonds avait ainsi recapitalisé la Société à 2.204k€ de capitaux propres comptables au 31 décembre 2023, sachant qu'ils sont passés à -2.333k€ au 31 décembre 2025 compte tenu des pertes enregistrées sur les exercices 2024 et 2025.

Dettes financières nettes

Au 31 décembre 2025, l'endettement financier brut s'élève à 5.175k€ et comprend :

- Des intérêts courus sur emprunts obligataires pour un montant net de 27k€, relatifs aux obligations souscrites par Camlin pour 3.300k€ converties le 1^{er} décembre 2025 ;
- des emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit pour un montant de 1.689k€ au 31 décembre 2025, dont un prêt BPI pour Innovation, recherche & développement de 1.000k€ ;
- des emprunts et dettes financières diverses totalisant 3.348k€, composés de comptes courants auprès de trois associés de la Société, dont 1.206k€ auprès de M. Cyrille Damany, président et cofondateur de Vinpai, 750k€ auprès de la société Chrisproject, et 1.300k€ auprès de M. Alexandre de Selliers, ainsi que de 92k€ d'intérêts courus ;
- des avances conditionnées Bpifrance pour 110k€.

Entre 2023 et 2025, l'endettement financier a enregistré une évolution erratique, en hausse de 61,2% au 31 décembre 2024 puis en baisse de -30,8% au 31 décembre 2025. Cette évolution s'explique principalement par les nouvelles avances en comptes courants d'associés, telles que

détaillées précédemment puis le remboursement des emprunts auprès d'établissements de crédit.

Compte tenu d'une trésorerie de 488k€, la dette financière nette de la Société s'établit à 4.687€ au 31 décembre 2025.

Etant donné la situation des capitaux propres négatifs au 31 décembre 2025, le passif du bilan économique est quasi entièrement composé de dettes financières.

Provisions

Au 31 décembre 2025, les provisions s'élèvent à 40k€, principalement composées de provisions pour perte de change.

La Société n'enregistre pas dans ses comptes de provisions pour indemnités de fin de carrière. L'annexe des comptes au 31 décembre 2025 indique un engagement s'élevant à 25k€.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Vinpai - Besoin en Fonds de Roulement					
En k€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Stocks et en-cours	837	1 243	1 644	1 252	1 781
<i>en jours de CA</i>	<i>60 jours</i>	<i>73 jours</i>	<i>76 jours</i>	<i>50 jours</i>	<i>64 jours</i>
Avances et acomptes versés	78	14	235	113	122
<i>en jours de CA</i>	<i>6 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>11 jours</i>	<i>5 jours</i>	<i>4 jours</i>
Créances clients	2 235	1 343	949	709	248
<i>en jours de CA</i>	<i>159 jours</i>	<i>79 jours</i>	<i>44 jours</i>	<i>28 jours</i>	<i>9 jours</i>
Charges constatées d'avance	70	223	128	99	112
<i>en jours de CA</i>	<i>5 jours</i>	<i>13 jours</i>	<i>6 jours</i>	<i>4 jours</i>	<i>4 jours</i>
Autres créances et actifs circulant	517	756	656	1 508	519
<i>en jours de CA</i>	<i>37 jours</i>	<i>44 jours</i>	<i>30 jours</i>	<i>60 jours</i>	<i>19 jours</i>
Actif courant	3 737	3 578	3 611	3 683	2 781
<i>en jours de CA</i>	<i>266 jours</i>	<i>210 jours</i>	<i>167 jours</i>	<i>147 jours</i>	<i>99 jours</i>
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-1 263	-1 226	-1 689	-2 218	-3 307
<i>en jours de CA</i>	<i>-90 jours</i>	<i>-72 jours</i>	<i>-78 jours</i>	<i>-88 jours</i>	<i>-118 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-755	-575	-575	-596	-592
<i>en jours de CA</i>	<i>-54 jours</i>	<i>-34 jours</i>	<i>-27 jours</i>	<i>-24 jours</i>	<i>-21 jours</i>
Autres passifs circulant	-196	-345	-167	-122	-1 391
<i>en jours de CA</i>	<i>-14 jours</i>	<i>-20 jours</i>	<i>-8 jours</i>	<i>-5 jours</i>	<i>-50 jours</i>
Passif courant	-2 214	-2 146	-2 430	-2 935	-5 290
<i>en jours de CA</i>	<i>-158 jours</i>	<i>-126 jours</i>	<i>-112 jours</i>	<i>-117 jours</i>	<i>-189 jours</i>
BFR	1 523	1 433	1 181	748	-2 509
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>5 130</i>	<i>6 221</i>	<i>7 901</i>	<i>9 157</i>	<i>10 210</i>
<i>BFR retraité en jours de CA</i>	<i>108 jours</i>	<i>84 jours</i>	<i>55 jours</i>	<i>30 jours</i>	<i>-90 jours</i>
<i>BFR retraité en % de CA</i>	<i>29,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>14,9%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-24,6%</i>
Créances déposées auprès du factor	n.d.	n.d.	69	219	2 600
Compte courant d'associé - BAP	n.a	n.a	-163	-1 083	0
CIR - Créances/produits à recevoir	n.d.	n.d.	n.d.	-156	-108
Ajustement de normativité	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2 110
BFR retraité	1 523	1 433	1 086	-272	2 093
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>5 130</i>	<i>6 221</i>	<i>7 901</i>	<i>9 157</i>	<i>10 210</i>
<i>BFR retraité en jours de CA</i>	<i>108 jours</i>	<i>84 jours</i>	<i>50 jours</i>	<i>-11 jours</i>	<i>75 jours</i>
<i>BFR retraité en % de CA</i>	<i>29,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>13,7%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>20,5%</i>

Source : Rapports financiers annuels au 31 décembre 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025 de Vinpai

Le besoin en fonds de roulement de Vinpai est structurellement positif compte tenu de son activité d'industrielle.

Stocks et en-cours

Les stocks et en-cours représentent 64 jours de chiffre d'affaires en moyenne sur la période analysée. Au 31 décembre 2025, le niveau des stocks se situe à ce niveau moyen.

Ils sont principalement constitués (i) des matières premières entrant dans la production : féculés et amidons modifiés (pomme de terre, pois, etc.), des extraits d'algues secs (sucres, fibres), des huiles (tournesol, colza, lin, etc.) et des plantes aromatiques, ainsi que (ii) d'achats de marchandises, typiquement des emballages.

L'augmentation des stocks sur les exercices passés est corrélée à l'augmentation de l'activité ainsi que la hausse des prix des matières premières, liée à l'inflation importante connue sur les dernières années.

Créances

Les créances clients représentent environ 40 jours de chiffre d'affaires en moyenne sur la période analysée (hors 2021 anormalement élevées, du fait de créances clients douteux).

Les factures sont émises avec des délais de paiement qui varient entre 30 et 60 jours et dépendent de la nature de la facture et du contrat conclu avec le client.

Les autres créances, d'un montant de 476k€ au 31 décembre 2025, ont fortement diminué par rapport à l'exercice précédent en raison de la dépréciation totale du compte courant d'associé auprès de la filiale non consolidée Based Algae & Plant (« BAP »). Ce compte courant d'associé de 1.424k€ avec BAP était inscrit au bilan au poste autres créances.

Le niveau des créances clients, qui représentent au 31 décembre 2025 9 jours de chiffres d'affaires n'est pas normatif entre autres en raison d'un niveau d'affacturage significativement plus élevé qu'historiquement, et devrait se situer autour de 45 jours de chiffres d'affaires sur le plan d'affaires selon nos échanges avec le management.

Dettes fournisseurs

Les dettes fournisseurs représentent en moyenne 89 jours de chiffre d'affaires sur la période analysée.

La Société compte plus de 300 fournisseurs et utilise près de 400 matières premières différentes dans ses solutions d'ingrédients fonctionnels, de prémix, d'arômes et ses produits finis.

Les intrants utilisés ne sont pas des matières premières brutes mais déjà transformées sous forme de poudre que Vinpai achète auprès d'autres entreprises industrielles puis assemble et mélange selon les formulations d'ingrédients qu'elle a développé pour obtenir des produits semi-finis également sous forme de poudre. Les intrants sont achetés auprès de grandes entreprises de négoce en matières premières telles que ADM, Cargill, Louis-Dreyfus, DSM, Ingredion, Kerry ou Tate & Lyle. Ces entreprises sont à la fois les fournisseurs mais aussi des concurrents de Vinpai.

En 2024, les 5 premiers fournisseurs représentaient 47% du volume d'achats (contre 39% au 31 décembre 2023) et 53% pour les 10 premiers fournisseurs au 31 décembre 2024 (contre 45% au 31 décembre 2023).

Le niveau moyen des dettes fournisseurs, qui s'établit à 89 jours en moyenne sur la période historique et à 118 jours au 31 décembre 2025, est considéré comme non normatif au regard du plan d'affaires et des prévisions de BFR de la Société. Selon ces projections, les dettes fournisseurs devraient plutôt se situer entre 23 et 25 jours de chiffre d'affaires. Le niveau élevé

des dettes fournisseurs est par ailleurs le reflet de la situation financière tendue de la Société. D'après le management le délai de règlement normatif cible se situe à environ 30 jours.

Conclusion sur le besoin en fonds de roulement

La Société a nettement amélioré son BFR passant de 108 jours de CA en 2021 (29,7% du chiffre d'affaires) à 30 jours de chiffre d'affaires à fin décembre 2024 (8,2% du chiffre d'affaires), du fait de (i) l'amélioration de la gestion des créances clients, avec une politique plus stricte sur les délais de paiement ainsi qu'un recours à l'affacturage à partir de 2023 ainsi que (ii) d'une gestion des stocks en flux tendu.

Nous avons retraité le BFR du montant des créances déposées auprès du factor.

Cependant, le niveau observé au 31 décembre 2025 est anormalement faible notamment en raison de la situation financière tendue de la Société. Ce BFR n'est pas normatif et est sous-évalué du fait des éléments cités ci-avant. Le BFR normatif devrait se situer d'après le management et nos analyses autour de 20,5% du chiffre d'affaires (cf. section 3.3.2.2).

Ainsi, le BFR retraité ressort à 2.093k€ au 31 décembre 2025, soit un ajustement de normativité de 2.110k€.

1.4 - Contexte et opération envisagée

1.4.1 - Contexte et motifs de l'offre

Aux termes d'un contrat d'acquisition d'actions (« *Share Purchase Agreement* » ou le « SPA ») en date du 24 février 2025, l'Initiateur d'une part, et Messieurs Cyrille Damany, Philippe Le Ray, Alexandre de Selliers de Moranville et Jean-Marc Loiseau, et les sociétés Chrisproject Sarl et Saffelberg Investments SA d'autre part (les « Actionnaires Cédants »), sont convenus des modalités de l'acquisition par l'Initiateur de 2.723.316 Actions représentant 78,68% du capital social et 74,42% des droits de vote de la Société (l'« Acquisition du Bloc de Contrôle »), au Prix de l'Offre (soit 3,60€ par Action), devant être réalisée par voie d'apport par les Actionnaires Cédants des actions de la Société qu'ils détiennent au profit de l'Initiateur. L'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée en date du 27 novembre 2025.

Concomitamment à la conclusion du SPA, les Actionnaires Cédants et l'Initiateur sont convenus des modalités de l'émission par la Société d'un emprunt obligataire d'un montant de 3.300.000€ composé de 3.300 obligations convertibles en actions de la Société au prix de 3€ par action, d'une valeur nominale unitaire de 1.000€, avec une date de maturité initiale au 25 août 2025 prorogée aux termes d'un avenant datant du 23 juin 2025 au 25 octobre 2025. En raison d'un nouveau décalage, ces obligations convertibles ont été remboursées le 20 octobre 2025 et de nouvelles obligations convertibles ayant les mêmes caractéristiques que les obligations initiales, ont été souscrites par l'Initiateur le 20 octobre 2025 intégralement par voie de compensation avec le prix de remboursement des obligations convertibles initiales (les « Obligations Convertibles »).

L'intégralité des Obligations Convertibles a été convertie le 1^{er} décembre 2025 et a donné lieu à l'émission de 1.100.000 actions Vinpai 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 3.850.052 actions représentant 84,40% du capital social et 81,42% des droits de vote théoriques de la Société, incluant l'autocontrôle, assimilé aux actions détenues par l'Initiateur. Le dépôt de l'Offre fait donc suite au franchissement direct par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, résultant de la réalisation des opérations susmentionnées.

L'Offre revêt ainsi 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. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

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. En effet, l'Initiateur a l'intention de maintenir la cotation de la Société. Il a également 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 a déclaré ne pas avoir l'intention de modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

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

Les synergies entre les capacités de recherche et développement 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. De surcroît, 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. Nous comprenons que les synergies identifiées n'ont, à ce stade, pas fait l'objet de chiffre.

À la date du présent rapport, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.

1.4.2 - Termes de l'Offre

Au total, l'Initiateur détient, à la date du Projet de Note d'Information, 3.823.316 actions de la Société représentant, 83,8% du capital social et 80,9% des droits de vote théoriques de la Société. A notre connaissance, le capital social de Vinpai est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Vinpai - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (total des actions)	Nombre de droits de vote	% droits de vote
CFSL	3 823 316	83,8%	3 823 316	80,9%
IPC	76 780	1,7%	153 560	3,2%
Flottant	634 583	13,9%	725 273	15,3%
Actions auto-détenues	26 736	0,6%	26 736	0,6%
Total des actions	4 561 415	100,0%	4 728 885	100,0%
Actions auto-détenues	-26 736		-26 736	
Total des actions en circulation	4 534 679		4 702 149	

L'Offre porte sur la totalité des actions Vinpai non détenues, par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises et en dehors des 26.736 actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum d'actions Vinpai visées par l'Offre égal à 711.363 actions Vinpai, représentant 15,6% du capital et 18,6% des droits de vote théoriques de la Société au prix de l'Offre de 3,60€.

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

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions Vinpai apportées à l'Offre au prix de 3,60€ par action.

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de ses 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

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

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

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

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

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

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009. Il est expert-comptable, commissaire aux comptes, expert en finance auprès de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises (Daloz, Economica, OEC, CNCC) et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables). Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publiée chez DALLOZ en octobre 2024.

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

Maxime Hazim a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2. Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

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

- Viet Do-Quy, Senior Manager, diplômé du Master Finance de l'ESCP Business School. Il a rejoint Crowe HAF en 2024 après une expérience de dix ans en évaluation financière, au sein de deux autres structures ;
- Hugo Pereira, Analyste Senior, diplômé du Master d'Ingénierie Financière de l'Université Panthéon - Sorbonne Paris 1, et disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

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

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

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société UV GERMI (décembre 2025, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par un concert de trois sociétés sur les actions de la société de Tayninh (décembre 2025, établissements présentateur Alantra et Swiss Life) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Cogelec S.A. initiée par la société Legrand France S.A. (octobre 2025, Etablissement présentateur : Société Générale) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société ETPO initiée par la société Spie Batignolles (juin 2025, Etablissement présentateur : Oddo BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging initiée par la société PBRM Industries (novembre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Orapi SA initiée par Groupe Paredes Orapi (octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Galimmo SCA initiée par la société Carmila SA (septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Osmozis SA initiée par la société Passman Corp (Juin 2024, Etablissement présentateur : CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Juin 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc).

Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

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

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est membre et a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

Maxime Hazim, associé de Crowe HAF, est actuellement membre du Comité de directeur et Trésorier de l'APEI.

2.4 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 108.000€, hors taxes et hors frais. Ce montant inclut un complément d'honoraires de 38.000€ sur nos honoraires initiaux de 70.000€, au regard notamment de travaux complémentaires nécessaires suite à plusieurs décalages du calendrier de l'Opération.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ entre 450 heures.

2.5.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (Management de Vinpai, Etablissement Présentateur, Comité Adhoc formé par le Conseil d'administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de Vinpai (ci-après le « Management ») ;
- analyse du plan d'affaires de Vinpai ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (contrôles de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

Visite des deux sites de Vinpai à Saint-Dolay et Rieux le 2 juin 2025

- présentation des usines et équipements par Monsieur Philippe Le Ray, Directeur Général, et Mélanie Paviot, Directrice Financière ;
- rencontre des équipes de production et support ;
- réunion de travail et session de questions & réponses sur le plan d'affaires.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Transactions significatives intervenues sur le capital de la Société (méthode retenue à titre principal)

- analyse de l'acquisition de bloc représentant 78,68% du capital social actuel de Vinpai sur le 24 février 2025 ;
- analyse de l'émission d'Obligations Convertibles en actions nouvelles Vinpai de 3,3m€ le 24 février 2025 ;
- analyse de l'augmentation de capital de 300k€ le 4 novembre 2024.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;

- valorisation de l'action Vinpai ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ainsi qu'à une variation du taux d'actualisation et de la marge d'EBITDA.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Vinpai ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Vinpai (dette financière nette, EBITDA, EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Vinpai par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

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

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Vinpai.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée en l'absence d'une couverture par au moins deux bureaux d'analyse financière)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

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

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

VI Analyse des opérations liées à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le Comité ad-hoc formé par le Conseil d'Administration de la Société sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

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

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité Ad-hoc et au Conseil d'administration de la Société

2.5.2 - Calendrier de l'étude

L'Autorité des Marchés Financiers a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, suite à sa désignation par le Conseil d'Administration de Vinpai le 14 mars 2025.

Notre mission s'est déroulée du 14 mars 2025 au 27 avril 2026. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 14 mars au 30 juin 2025 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la Société et début des travaux d'évaluation.
 - o Premier échange avec le comité ad-hoc (kick-off),
 - o Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec la direction de la Société sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des transactions récentes sur le capital, travaux d'évaluation,
 - o Visite des usines de Vinpai et réunion de travail avec la Direction de la Société le 2 juin 2025,
- du 1^{er} juillet au 30 octobre 2025 : poursuite des travaux d'évaluation.
 - o Mise en œuvre de la méthode des flux de trésoreries disponibles actualisés,
 - o Mise à jour des travaux tenant compte des comptes de la Société au 30 juin 2025,
 - o Analyse des transactions récentes sur le capital de la Société,
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur,
- du 1^{er} novembre 2025 au 27 avril 2026 :
 - o Analyse des éléments contractuels et autres rapports relatifs à la transaction récente d'Acquisition du Bloc de Contrôle,
 - o Finalisation des travaux d'évaluation,
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Présentation du rapport au comité ad-hoc et au Conseil d'Administration de la Société.

2.5.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Vinpai (Société objet de l'Offre)

- Mme. Maud Bodin-Veraldi, Administratrice indépendante et présidente du comité ad-hoc
- Mme Isabelle Duret Adam, Administratrice indépendante et membre du comité ad-hoc
- M. Cyrille Damany, Président, cofondateur et membre du comité ad-hoc
- M. Philippe Le Ray, Directeur Général et cofondateur
- Mme. Mélanie Paviot, Directrice Générale

All Invest Securities (Etablissement Présentateur)

- M. Jean-Emmanuel Vernay, Associé fondateur
- M. Mehdi Rhaib, Vice-President
- Maxime Dubreil, Responsable de la Recherche
- M. Thibaud Voglimacci-Stephanopoli, analyste financier actions couvrant Vinpai

Jones Day (Conseil juridique de Vinpai)

- Paul Maurin, Avocat
- Guillaume Bonhoure, Avocat

Fontaine - Avocats (Conseil juridique de l'Initiateur)

- Stéphanie Louiset, Avocate

2.5.4 - Informations utilisées

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

- Les études sur le secteur des ingrédients fonctionnels et des arômes destinés aux industries agroalimentaire et cosmétiques,
- les informations publiques sur la société Vinpai, notamment sur son site internet (présentation de la Société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques de la Société du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2025 ainsi que les rapports financiers semestriels 2023, 2024 et 2025,
- les rapports des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2025-2030 de la Société établi par la direction financière de Vinpai et approuvé par le Conseil d'administration du 25 avril 2025,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et les droits de vote au 31 décembre 2024 (dernier rapport annuel avant l'annonce de l'Offre), 24 février 2025 (date d'annonce de l'Offre) et 22 avril 2026 (date du projet de note d'information),
- les documents juridiques relatifs à l'opération avec CFSL (*Share Purchase Agreement, Tender Offer Agreement, Convertible Bonds Issuance Agreement, Lock-up Agreement, Subscription Notice Convertible Bonds, Pay-Off and Release Letter, Subscription Commitment Camlin, Terms and conditions of the management package*),
- le rapport d'évaluation de l'expert financier indien Sundae Capital Advisors,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Vinpai,
- le projet de note d'information et projet de note d'information en réponse relatives à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de All Invest Securities intégrant les éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

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

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

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de

« transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

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

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

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

3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

A la date du projet de note d'information, la répartition du capital est présentée comme suit :

Vinpai - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (total des actions)
CFSL	3 823 316	83,8%
IPC	76 780	1,7%
Flottant	634 583	13,9%
Actions auto-détenues	26 736	0,6%
Total des actions	4 561 415	100,0%
Actions auto-détenues	-26 736	
Total des actions en circulation	4 534 679	

Le nombre total d'actions composant le capital de Vinpai s'élève à 4.561.415 actions. Ce nombre d'actions correspond au nombre d'actions en circulation après Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur et après conversion des Obligations Convertibles CFSL en actions Vinpai.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation de Vinpai, il convient de diminuer ce nombre des actions propres (26.736 actions auto-détenues par la Société à la date du projet de note d'information).

A notre connaissance, il n'existe pas d'instrument financier à caractère dilutif.

Sur cette base, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 4.534.679 actions après annulation de l'autocontrôle.

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

Nous avons retenu, dans le cadre de nos travaux d'évaluation, la situation de dette financière nette de Vinpai au 31 décembre 2025 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date ainsi que des éléments bilanciaux ayant une valeur économique pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. La dette financière nette ajustée de Vinpai repose ainsi sur des données bilanciales récentes.

La dette financière nette comptable retenue s'élève à 4.687k€ au 31 décembre 2025 (cf. section 1.3.3 au bilan).

Nous avons considéré les éléments suivants comme décaissables ou venant augmenter la dette financière :

- le montant des créances cédées au factor pour 2.600k€ ;
- l'ajustement de normativité du BFR pour 2.110k€ ;
- les provisions pour risques et charges d'un montant net d'impôt de 30k€ ;
- le montant de l'engagement pour indemnités de départs à la retraite (PIDR) net d'impôt de 19k€.

Et nous avons considéré les éléments suivants comme encaissables ou venant augmenter la trésorerie :

- le montant des dépôts de garantie lié à l'affacturage comptabilisé en immobilisations financières de 279k€ et aux dépôts et cautionnements auprès de Bpifrance de 28k€ ;
- le montant des créances de crédit d'impôt recherche pour 108k€ ;
- la valeur brute des titres de participations de 1.009k€ (BAP et Procheese), valeur, par ailleurs, entièrement dépréciée au 31 décembre 2025. Les valeurs brutes sont considérées, par nous-même, comme représentative de leurs valeur de marché. Nous avons disposé du rapport d'évaluation d'un tiers évaluateur sur la société BAP réalisé dans le cadre d'un test de dépréciation fin 2024. Ce dernier a mis en œuvre une méthode analogique et une méthode par les flux de trésorerie actualisés. Les DCF font ressortir une valeur très légèrement supérieure à la valeur nette comptable, tandis que les approches boursières aboutissent à une valeur inférieure. Dans ce contexte, la valeur brute des titres nous apparaît raisonnable. En effet, malgré le changement de business model de BAP (vente en ligne) ayant entraîné une baisse des revenus, une valeur nulle ne refléterait pas la valeur pouvant être associée à ces titres. Par ailleurs, les titres Procheese ont été également retenu à leur valeur brute. Ces titres représentent une participation non significative. (cf. section 1.3.3) ;
- la valeur brute du compte courant d'associé accordé par Vinpai à sa filiale BAP d'un montant de 1.424k€ totalement déprécié au 31 décembre 2025 ;
- l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables dont le stock au 31 décembre 2025 s'élève à 13,9m€. Le calcul de la valeur actuelle de l'économie d'impôt a été approché en projetant les flux d'EBIT prévisionnels sur la période explicite ainsi que sur la période d'extrapolation, et au-delà au moyen du taux de croissance à l'infini. L'économie d'impôt ainsi déterminée a ensuite été actualisée au coût moyen pondéré du capital et s'établit à 2.040k€. En tenant compte de cette économie d'impôt dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, nous intégrons cet effet fiscal à la fois dans la méthode DCF et dans la méthode des comparables boursiers, étant donné que les sociétés de l'échantillon sont en situation in bonis, contrairement à Vinpai, qui se trouve en situation déficitaire.

La dette financière nette ajustée retenue dans nos travaux, dans le cadre du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, s'élève ainsi à 4.557k€ au 31 décembre 2025, tel que présenté ci-dessous :

Vinpai - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	31/12/2025
Dette financière nette	4 687
+ Créances cédées au factor	2 600
+ Ajustement normativité BFR	2 110
+ Provisions pour risques et charges*	30
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	19
- Créance de Crédit d'impôt recherche (CIR)	-108
- Dépôt et cautionnement BPI	-28
- Dépôts auprès du factor	-279
- Titres de participations - BAP	-1 009
- Compte courant d'associé - BAP	-1 424
- Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	-2 040
= Dette financière nette ajustée	4 557

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2025 de Vinpai

* Nets d'impôts

3.1.3 - Plan d'affaires de la Société

3.1.3.1 - Construction du plan d'affaires approuvé par le Conseil d'administration du 25 avril 2025

Le plan d'affaires de Vinpai a été mis à jour par le management en avril 2025 et approuvé par son Conseil d'administration du 25 avril 2025. Il est établi en normes comptables françaises.

Il a été élaboré sur une durée de 6 ans (exercices clos du 31 décembre 2025 au 31 décembre 2030) et tient compte du périmètre actuel de la Société et n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, qui repose à la fois sur des facteurs de marché et opérationnels (positionnement produit et prix, différenciation, capacité de production et commerciale, étoffement de la gamme de produits...),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) tenant compte notamment de l'évolution du mix d'activité, de la maîtrise progressive des process industriels, de la rationalisation et l'absorption des coûts variables et fixes,
- au niveau d'investissement nécessaire au maintien et à la croissance de l'outil de production, du dispositif de commercialisation, et de la capacité d'innovation, et au niveau de dotations aux amortissements associé,
- au niveau de besoin en fonds de roulement.

Ce plan d'affaires standalone de Vinpai n'inclut pas de synergies potentielles et suppose que la Société aura la capacité à lever, seule, des fonds pour financer sa croissance et son BFR tout au long de la période. La Société n'ayant pas atteint son seuil de rentabilité et présentant une situation financière tendue, le financement représente un défi important pour la Société à ce jour.

Les prévisions opérationnelles à périmètre constant ont été établies sur la base d'une approche bottom-up, en définissant la trajectoire de l'évolution du chiffre d'affaires au niveau des différentes gammes de produits de la Société, et de leur niveau de marges brutes respectives.

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

Nous avons par ailleurs, extrapolé le plan d'affaires de la Société de 5 années supplémentaires, soit jusqu'au 31 décembre 2035 (cf section 3.3.4).

3.1.3.1 - Comparaison entre le plan d'affaires mis à jour à avril 2025 et le plan d'affaires préparé lors de l'introduction en bourse en 2023

Le plan d'affaires de la société, élaboré par le management en avril 2025, présente des hypothèses plus prudentes que celles retenues lors de l'introduction en bourse en 2023. Il a été révisé à la baisse afin de tenir compte des objectifs non atteints sur les deux derniers exercices, les ventes s'étant révélées inférieures aux anticipations initiales.

Dans le plan d'affaires actualisé d'avril 2025, la société prévoit d'atteindre le point mort opérationnel en 2025 avec un chiffre d'affaires d'environ 12m€, puis de réaliser en 2026 un chiffre d'affaires de 16m€ accompagné d'une marge d'EBE proche de 10%, soit un décalage d'un an avec le plan d'affaires établi lors de l'introduction en bourse. Les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires et de marges à long termes sont également nettement plus prudentes que celles projetés lors de l'introduction en bourse.

Vinpai a enregistré une croissance soutenue, avec une progression de son chiffre d'affaires de +27,0% en 2023 puis de +15,9% en 2024. Cette dynamique s'explique en partie par un effet de base, la Société demeure une société de taille modeste et n'a amorcé sa phase de commercialisation qu'à l'issue de plusieurs années de recherche et développement. L'accélération des ventes n'a ainsi pas été à la hauteur des prévisions du management.

À titre de comparaison, Invest Securities, seul analyste suivant la valeur et établissement présentateur de l'introduction en bourse ainsi que de la présente Offre anticipait une croissance de +40% en 2023 et de +53% en 2024.

Le management attribue cette sous-performance à plusieurs facteurs :

- des éléments exogènes, notamment la guerre en Ukraine et la hausse du coût des matières premières, qui ont pesé sur la conjoncture économique ; et
- des facteurs intrinsèques, liés à un manque de ressources pour financer la distribution et la commercialisation des produits. En effet, la société n'ayant pas levé les montants espérés lors de son introduction en bourse, elle s'est retrouvée en situation d'endettement élevé. Plus de la moitié des fonds levés a été consacrée à l'apurement de la dette, le solde ayant été utilisé pour financer le besoin en fonds de roulement.

Dans son document d'introduction en bourse, la société visait un chiffre d'affaires de 16m€ en 2025 et un retour à la rentabilité à cet horizon, avec une marge d'excédent brut d'exploitation (EBE) supérieure à 10%. Cet objectif a depuis été décalé d'un an, à 2026. Cette révision de la trajectoire a été communiquée au marché le 2 octobre 2024 lors de la publication des résultats semestriels.

Nous comprenons de nos analyses ainsi que de nos discussions avec la Société et le comité ad-hoc que le plan d'affaires approuvé en avril 2025 intègre les conséquences des difficultés auxquelles la Société a fait face depuis son introduction en bourse.

Les résultats annuels publiés au titre de l'exercice 2025 font apparaître un chiffre d'affaires et une rentabilité inférieurs aux attentes. L'atteinte du point mort prévue dans le plan d'affaires pour cet exercice n'a pas été réalisée. Par ailleurs, le chiffre d'affaires du premier trimestre 2026 ressort en baisse de 37,0 % par rapport au premier trimestre 2025.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- méthode de l'actif net comptable,
- méthode de l'actif net réévalué,
- méthode des transactions comparables,
- référence aux objectifs de cours des analystes suivants Vinpai.
- méthode d'actualisation des dividendes futurs.

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

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Vinpai. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la Société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres de la Société) au 31 décembre 2025 est négatif et ressort à -2.333k€.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui ne sont aucunement envisagés.

Nous avons donc écarté cette méthode.

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

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Vinpai dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous n'avons donc pas retenu cette méthode.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

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

Nous n'avons identifié aucune transaction comparable récente dont les données financières et transactionnelles aient été rendues publiques permettant l'extériorisation de multiples exploitables.

Par ailleurs, les multiples de transaction étant déterminés sur la base de la valeur d'entreprise telle que déduite de la valeur des capitaux propres à 100% d'une société cible, telle qu'elle résulte du prix payé dans le cadre de l'opération, rapportée à ses agrégats financiers consolidés historiques (généralement l'EBITDA ou l'EBIT des douze derniers mois ou du dernier exercice clos précédant la transaction), il convient, par souci de cohérence méthodologique, d'appliquer la moyenne ou la médiane des multiples observés sur un échantillon de transactions comparables aux agrégats d'EBITDA ou d'EBIT réalisés par Vinpai sur les douze derniers mois, afin d'en déduire la valeur implicite de la société sur une base homogène.

Vinpai étant déficitaire depuis sa création, il est impossible d'appliquer les multiples de transactions sur les agrégats négatifs d'EBIT et d'EBITDA de l'exercice 2025.

L'absence de transactions exploitables et les agrégats historiques déficitaires de Vinpai nous ont conduits à écarter cette méthode.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes suivants Vinpai

En tant que micro-cap avec une capitalisation boursière de 11m€ au 24 février 2025 (avant annonce de l'opération) et un flottant restreint de 14,8%, la liquidité du titre Vinpai est limitée.

la Société ne fait l'objet d'aucun suivi significatif de la part d'analystes, à l'exception d'Invest Securities.

Dans sa dernière note de recherche en date du 27 janvier 2025, consécutive à la publication du chiffre d'affaires du quatrième trimestre 2024, Invest Securities a révisé son objectif de cours de 6,40€ à 4,50€ par action et abaissé sa recommandation de « Achat » à « Neutre ».

Sur le plan prévisionnel, Invest Securities anticipe un chiffre d'affaires de 16m€ en 2026, en ligne avec la guidance communiquée par Vinpai, mais retient une marge d'EBITDA de 7%, inférieure à la guidance managériale de 10%.

Par ailleurs, Invest Securities souligne dans cette même publication la nécessité pour la Société de procéder à un renforcement urgent de ses fonds propres à hauteur d'environ 4m€ afin de financer son besoin en fonds de roulement et d'accompagner la montée en puissance de son activité. L'analyse intègre à cet effet une hypothèse d'augmentation de capital de 4m€, réalisée avec une décote de 25 % sur le dernier cours coté (3,30 € au 24 janvier 2025), afin de neutraliser le risque de dilution dans sa valorisation.

En l'absence d'un consensus constitué d'au moins deux bureaux d'analyse indépendants, la méthode fondée sur les objectifs de cours des analystes ne peut être retenue comme référence pertinente de valorisation. Nous avons par conséquent décider d'écarter cette méthode.

3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Vinpai n'a distribué aucun dividende au cours des 4 derniers exercices.

Par ailleurs, cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la Société à générer des flux.

Par conséquent, cette méthode n'a pas été jugée pertinente.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes d'évaluation suivantes :

- référence aux transactions récentes sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des comparables boursiers,
- référence au cours de bourse.

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

3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc de Contrôle représentant 78,68% du capital social actuel de Vinpai

Le protocole d'accord signé le 24 février 2025 entre les Actionnaires Cédants et le groupe indien Camlin Fine Sciences Limited (CFSL) prévoit l'acquisition par ce dernier d'un bloc d'actions de Vinpai auprès de certains de ses actionnaires dont les fondateurs, représentant environ 78,68% du capital social de la Société et permettant à CFSL, une fois l'acquisition complétée de détenir une participation majoritaire au capital de la Société.

L'acquisition prévoit, par conséquent, la cession de la totalité des actions Vinpai actuellement détenues par les Actionnaires Cédants au prix de 3,60€ par action sous réserve de certaines conditions suspensives usuelles et spécifiques au secteur d'activité (dont, en particulier, l'absence de changement défavorable significatif touchant l'une des parties, ou l'obtention des autorisations réglementaires et statutaires nécessaires). Le contrat de cession prévoit qu'en

contrepartie de la cession de la totalité de leurs actions Vinpai, les Actionnaires Cédants recevront des actions ordinaires nouvelles de CFSL.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée le 27 novembre 2025. Les 2.723.316 actions Vinpai ont été cédées au prix de 3,60€ à l'Initiateur par les Actionnaires Cédants (à l'exception de Monsieur Jean-Marc Loiseau, qui les avaient préalablement revendues à Monsieur Alexandre de Selliers de Moranville au même prix) par voie d'apports rémunérés par 4.106.181 actions nouvelles de l'Initiateur émises au prix unitaire de 247,69 roupies indiennes (INR) (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.

Conformément au règlement indien SEBI ICDR, le prix d'émission des actions nouvelles remises en rémunération des apports a été fixé à 247,69 INR par action par le conseil d'administration de l'Initiateur réuni le 29 septembre 2025, servant de date de référence pour le calcul réglementaire.

Ce prix correspond au plus élevé des deux montants prévus par la formule SEBI :

- (i) la moyenne pondérée par les volumes des cours de l'action de l'Initiateur sur les 90 jours de bourse précédant la date de référence, soit 247,69 INR, et
- (ii) la moyenne pondérée par les volumes sur les 10 jours de bourse, soit 225,37 INR.

Ainsi, conformément aux exigences réglementaires, le prix d'émission retenu a été celui de 247,69 INR, soit la valeur la plus élevée, représentant 2,39€ par action sur la base d'un taux de change EUR/INR de 103,74 utilisée pour la conversion. Ce taux de change a permis de déterminer la contre-valeur en euros appliquée dans le cadre de la rémunération des apports et de l'analyse financière de l'opération.

Une analyse approfondie des conditions de cette acquisition ainsi que de la documentation juridique relative à celle-ci est présentée en section 5 du présent rapport. Le prix d'Offre de 3,60€ est égal au prix de l'action Vinpai induit par cette transaction qui est à la fois significative et concomitante au lancement de l'Offre.

Nous retiendrons cette référence en synthèse.

3.3.1.2 - Référence à l'émission d'Obligations Convertibles en actions nouvelles Vinpai

Concomitamment à la signature du Contrat de Cession le 24 février 2025, CFSL a souscrit 3.300 Obligations Convertibles en actions d'une valeur nominale unitaire de 1.000€ émises par la Société, représentant un emprunt obligataire total de 3,3m€ (les « Obligations Convertibles » ou « OC »). Le produit net des Obligations Convertibles a permis à la Société de rembourser une partie de ses dettes.

Les Obligations Convertibles sont cotées sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN VINPAI1%25AUG25OC depuis le 28 février 2025.

Compte tenu du décalage de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle initialement envisagée, la maturité des obligations convertibles a été prorogée au 25 octobre 2025 aux termes d'un avenant au contrat d'émission en date du 23 juin 2025.

En raison d'un nouveau décalage, les obligations convertibles ont été remboursées le 20 octobre 2025 et de nouvelles obligations convertibles pour un montant de 3.300.000€, d'une valeur unitaire de 1.000€, donnant droit à des actions de la Société au prix de conversion de 3,00€ par action Vinpai, soit avec les mêmes caractéristiques que les obligations initiales, ont été souscrites par l'Initiateur le 20 octobre 2025 intégralement par voie de compensation avec le prix de remboursement des Obligations Convertibles initiales.

L'intégralité des Obligations Convertibles a été convertie le 1^{er} décembre 2025 et a donné lieu à l'émission de 1.100.000 actions nouvelles au profit de l'Initiateur et représente 24,1% du capital de la Société. Cette conversion a été réalisé avant l'Offre au prix de 3,00€ par action.

Dans le contexte plus global du rapprochement de Vinpai et CFSL le prix de conversion représente une référence de valeur de l'action Vinpai. Le prix d'Offre présente une prime de 20% par rapport à cette référence de valeur.

3.3.1.3 - Référence à l'augmentation de capital de 300k€ du 4 novembre 2024 souscrite par plusieurs investisseurs

Le 4 novembre 2024, Vinpai a procédé à une augmentation de capital d'un montant brut de 300k€ souscrite auprès de plusieurs investisseurs financiers avec pour objectif de renforcer la trésorerie de la Société et de soutenir sa croissance.

L'augmentation de capital est caractérisée par l'émission de 100 000 actions ordinaires nouvelles de la Société d'une valeur nominale de 0,10€ chacune, au prix unitaire de 3,00€ (prime d'émission incluse), représentant une augmentation de capital d'un montant total de 300k€ (prime d'émission incluse). Ce prix de souscription des actions nouvelles correspond au cours de clôture de l'action Vinpai en date du 31 octobre 2024 (sans décote).

Les actions nouvelles représentaient environ 3,0% du capital social de la Société, sur une base non diluée, avant la réalisation de l'augmentation de capital, et 2,9% du capital social de la Société, sur une base diluée, après réalisation de l'augmentation de capital.

Le prix d'Offre de 3,60€ par action induit une prime de +20,0% par rapport au prix de souscription de cette augmentation de capital du 4 novembre 2024.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (« DCF »)

3.3.2.1 - Définition de la méthode

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

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Vinpai

La mise en œuvre de la méthode DCF est fondée sur le plan d'affaires élaboré par le management, pris en compte en l'état, sur la période explicite de 2025 à 2030, avec un seul retraitement de notre part portant sur les prévisions de CIR (plus de détails ci-après).

Au-delà, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur une période additionnelle de cinq années, de 2031 à 2035, afin de faire atterrir les agrégats financiers de la Société vers un niveau normatif en termes de taille critique, de marges bénéficiaires (en ligne avec les anticipations du management à long terme) et de niveaux d'investissements et de BFR normatifs.

La Société a maintenu et réitéré son plan d'affaires malgré un réalisé 2025 (chiffre d'affaires et résultat) en-deçà des prévisions. Considérant 2025 comme une année de transition impacté par une situation financière tendue, la Société n'a pas actualisé son plan d'affaires.

Chiffre d'affaires

Le plan d'affaires prévoit une croissance soutenue du chiffre d'affaires, avec un taux de croissance annualisé moyen de +26,0% entre le dernier exercice publié (2025) et la dernière année prévisionnelle (2030), permettant de multiplier le chiffre d'affaires par 3,2x à l'horizon 2030.

Cette trajectoire demeure optimiste avec la croissance historique réalisée (+18,4% annualisée entre 2020 et 2025), bien qu'inférieure à celle projetée dans le plan d'affaires initial établi lors de l'introduction en bourse (environ +40% annualisée sur la période 2024-2030). Les différences avec le plan d'affaires de l'introduction en bourse sont analysées en section 3.1.3.1.

Le développement de l'activité repose principalement sur les gammes de produits actuellement commercialisées, à l'exception du lancement de Vin'UV Protect prévu au second semestre 2025. La plupart des références de la gamme ayant été introduites au cours des deux dernières années, la croissance anticipée repose sur l'accroissement progressif de leur pénétration sur les marchés où la Société est déjà implantée.

Les hypothèses de croissance n'intègrent pas de croissance externe ni de diversification dans de nouveaux métiers, le plan d'affaires reposant sur une concentration des efforts sur les segments existants.

Les gammes de produits étant complémentaires, le management anticipe une montée en puissance de l'ensemble des lignes auprès de la base clients existante. Par exemple, un client achetant des solutions fromagères Vin'Cheese est également un client potentiel pour les ingrédients texturants Vin'Fibralg ou les arômes Vin'Aroma.

Sur le plan commercial, la croissance du chiffre d'affaires proviendrait à environ 60% de la conquête de nouveaux clients et à 40% de l'accroissement des volumes auprès des clients existants.

Enfin, le développement géographique reposerait sur un renforcement progressif des positions sur les zones déjà adressées par la Société, sans hypothèse explicite d'expansion dans de nouvelles régions.

Autres produits d'exploitation

Les autres produits d'exploitation sont principalement composés de la production immobilisée relative à la R&D capitalisée et des subventions pour des montants annuels de même ordre de grandeur que sur la période analysée.

Coûts variables

La Société anticipe une évolution favorable de son mix-produits, portée par une croissance plus soutenue des gammes à plus forte valeur ajoutée. Les produits lancés récemment, considérés comme particulièrement différenciants par le management, devraient contribuer à une amélioration progressive des marges.

Par ailleurs, la Société prévoit un développement significatif des ventes d'arômes, dont la marge sur coûts variables est estimée autour de 80%, sensiblement supérieure à celle des ingrédients texturants (30 à 40%) représentant actuellement la majorité des volumes commercialisés.

L'augmentation des volumes d'achats devrait également permettre à Vinpai de bénéficier d'un effet de levier sur ses conditions d'approvisionnement, conduisant à une optimisation progressive des coûts de matières premières et marchandises.

Ainsi, la marge sur coûts variables est projetée en hausse de plus de 4% sur la période explicite du plan d'affaires.

Coûts fixes

Les coûts fixes regroupent l'ensemble des charges d'exploitation autres que les achats des intrants (matières premières et marchandises). Ils comprennent notamment les charges de personnel, les charges externes, les impôts et taxes ainsi que les dotations aux amortissements sur immobilisations corporelles (outil industriel) et incorporelles (R&D capitalisée).

Ces charges présentent un caractère fixe à court terme, mais tendent à évoluer à mesure que l'activité croît. En effet, la montée en puissance des volumes de production implique, à moyen terme, un renforcement des effectifs notamment au sein des équipes de production et commerciales ainsi que des investissements additionnels en capacité industrielle (machines et équipements).

Vinpai anticipe, par ailleurs, de doubler l'effectif à environ 100 salariés à horizon 2030.

Résultat d'exploitation (hors CIR et CII)

Toutefois, la progression des coûts fixes devrait rester inférieure à celle du chiffre d'affaires, traduisant un effet de levier opérationnel favorable. Dans ce contexte, le business plan de Vinpai anticiperait l'atteinte d'une rentabilité positive à compter de 2026, avec une stabilisation de sa marge d'EBE (EBITDA) autour de 10% sur la période 2026-2030.

Quant à la marge d'exploitation (EBIT), la Société prévoit une marge d'environ 7% en 2026 liée à la croissance plus que proportionnelle du chiffre d'affaires par rapport aux charges. Ce niveau devrait ensuite se stabiliser jusqu'à la fin de la période explicite du plan d'affaires.

Crédit d'impôt recherche (« CIR ») et Crédit d'impôt innovation (« CII »)

Le plan d'affaires du management prévoit 130k€ par an de subventions R&D (CIR et CII cumulés) en 2026, puis prévoit une diminution progressive au-delà compte tenu de l'incertitude quant à la pérennité du dispositif fiscal du CIR. Ce dernier permet aux entreprises de déduire de l'impôt sur les sociétés 30% des dépenses de recherche et développement jusqu'à 100m€, puis 5% au-delà.

Dans le cadre de la loi de finances pour 2025, le CIR a été légèrement diminué, dans le but de financer, en contrepartie, le prolongement de deux autres dispositifs : le crédit d'impôt innovation (« CII ») et le statut de jeune entreprise innovante (« JEI »).

Bien que réduits, nous considérons que Vinpai pourra encore en bénéficier sur l'horizon de son plan d'affaires jusqu'en 2030 et sur la période extrapolée, dans la mesure où la Société entend maintenir ses investissements en recherche et développement qui constitue un élément clé de la compétitivité de l'entreprise.

Par conséquent, nous avons prorogé une prévision annuelle de 130k€ de subventions R&D (CIR et CII cumulés) jusqu'en 2030 et sur la période d'extrapolation ainsi que dans le flux normatif pour le calcul de la valeur terminale.

Impôt sur les sociétés

Vinpai n'a aucun établissement stable à l'étranger. Aussi l'intégralité de ses ventes en France et à l'export est réalisée depuis la France et l'entièreté de son bénéfice imposable est assujéti à l'impôt sur les sociétés en France, soit au taux d'IS en vigueur de 25,00%.

Les calculs de l'IS tiennent également compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices².

Investissements

À ce jour, les deux sites de Vinpai ont une capacité de production maximale d'environ 6.000 tonnes avec une organisation du travail en 1x8 (i.e. 8h sur 24) pouvant être théoriquement portée à environ 9.000 tonnes avec un fonctionnement 1,5x8 (i.e. 12h sur 24).

En 2024, Vinpai n'a produit qu'environ 4.000 tonnes. L'outil industriel existant étant sous-utilisé, la Société peut envisager une montée en cadence de sa production sur le prochain exercice 2026, sans nécessiter d'investissements immédiats dans de nouvelles machines et installations.

Le plan d'affaires intègre trois niveaux d'investissements :

- des investissements de maintenance pour 50k€ par an, correspondant à des achats en pièces détachées et autres remplacements partiels d'équipements pour réparer et maintenir l'outil industriel existant ;
- des investissements en nouvelles machines pour un montant cumulé de 3,0m€ sur la fin du plan d'affaires entre 2027 et 2030, et nuls en 2026 compte tenu de la sous-utilisation de l'outil industriel à date ;
- des investissements d'usines pour 2,0m€ en 2027 et 1,5m€ en 2029, correspondant à l'installation de structures semi-rigides dans ses deux sites pour augmenter ses capacités de production dans ses locaux existants sans nécessiter l'ouverture de nouveau site à horizon 2030.

Les investissements projetés ne sont pas alloués à une gamme de produits spécifique, mais accompagnent l'augmentation anticipée des volumes de production, en cohérence avec la trajectoire de croissance du chiffre d'affaires sur la période.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

La Société vise à obtenir un délai de paiement moyen de ses clients à 45 jours. Pour les délais de règlement des fournisseurs, l'objectif est d'obtenir en moyenne 30 jours de délais de règlement et pour les stocks, il est prévu de maintenir un niveau de stock correspondant à 60 jours de chiffre d'affaires.

Le niveau normatif de BFR devrait se situer autour de 75 jours de chiffre d'affaires, soit 20,5% du chiffre d'affaires.

Extrapolation du plan d'affaires entre 2031 et 2035

Le plan d'affaires établi par le Management se termine en 2030 par une croissance encore forte de +20,0% sur la dernière année. Aussi nous avons réalisé une extrapolation linéaire de la croissance annuelle du chiffre d'affaires entre 2031 et 2035 afin de ralentir progressivement la croissance et la tendre vers une hypothèse de taux de croissance à l'infini de +2,0%.

Quant à la marge d'EBITDA, le plan d'affaires s'achève par une marge d'EBITDA proche de 10% en 2030 inférieure aux marges médianes réalisées par les sociétés comparables cotées identifiées (cf. section 3.3.5 ci-après). En concertation avec le Management, nous avons retenu l'hypothèse d'une amélioration progressive de la marge d'EBITDA, convergeant vers une marge

² La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

normative de 12,5%, correspondant à la marge maximale envisagée par le Management de la Société à long terme.

Les investissements sont extrapolés pour tendre vers un niveau normatif de 3,0% permettant le simple renouvellement des machines et équipements. Le niveau normatif de dotations aux amortissements est supposé égal au niveau des investissements normatifs à la fin de l'horizon d'extrapolation.

Enfin, le niveau de BFR est supposé stable à environ 75 jours de chiffre d'affaires (20,5% du chiffre d'affaires).

Conclusion

Au regard de la performance historique observée, ainsi que des résultats du premier trimestre 2026, les hypothèses du plan d'affaires semblent volontaristes bien que moins optimistes comparés au plan d'affaires de la Société préparé lors de son introduction en bourse.

De surcroît, le plan d'affaires étant un plan d'affaires *standalone*, il intègre l'hypothèse que la Société pourra trouver, seule, les financements nécessaires pour soutenir et faire face à la croissance anticipée. Au regard de la situation financière tendue de la Société, cette hypothèse nous paraît optimiste et peu réaliste. Les financements apportés par l'Initiateur (OC) ont été décisifs pour soutenir la trésorerie de l'entreprise et pour la continuité de l'activité.

L'évolution de la marge d'EBITDA semble par ailleurs raisonnable et a été extrapolée par nos soins afin d'intégrer des économies d'échelles futurs.

L'analyse de la rentabilité économique (ROCE³) sur la période explicite du plan d'affaires établi par le management (2025 à 2030) fait apparaître un niveau de ROCE d'environ 10,0%, niveau inférieur au coût moyen pondéré du capital estimé à 11,8% (cf. section 3.3.2.4). Le ROCE à l'horizon de l'extrapolation effectuée par nos soins, soit 2035, ressort à 17,8%.

En synthèse, le plan d'affaires (y compris son extrapolation), peut être considéré comme volontariste au regard de la situation économique et financière actuelle de la Société.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

Nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Vinpai - Détermination des flux de trésorerie disponibles	
EBIT	<i>Résultat d'Exploitation</i>
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat d'exploitation*</i>
= NOPAT French Gaap	Net Operating Profit After Tax
+ Amortissements	
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

**Tenant compte des taux d'impôts sur les sociétés par pays, de la contribution additionnelle en France et des crédits d'impôts liés aux subventions de R&D (CIR & CII)*

Les flux de trésorerie disponibles ont été actualisés au 30 avril 2026, date proche de l'Offre et du présent rapport.

³ ROCE = Return on capital employed = ratio entre l'EBIT après impôt normatif et l'actif économique⁴ Weighted Average Cost of Capital

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles est fondé sur le coût moyen pondéré du capital (« CMPC » ou « WACC⁴») estimé de l'entreprise, et est présenté dans le tableau ci-dessous :

Calcul du taux d'actualisation		Vinpai
Taux sans risque	(1)	3,58%
Prime de risque du marché	(2)	5,79%
Beta désendetté	(3)	0,77
Gearing	(4)	16%
Beta endetté	(5)	0,86
Prime de taille	(6)	4,47%
Coût des capitaux propres	(7)	13,06%
Coût de la dette	(8)	5,5%
Taux d'IS	(9)	25,0%
Coût de la dette après impôts		4,1%
D/(D+CP)	(10)	14%
CP/(D+CP)		86%
Coût moyen pondéré du capital		11,85%

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

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 11,85%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque fondé sur la moyenne 3 mois à fin mars 2026 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 3,58% ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,79%, fondée sur une moyenne 3 mois du TRI mensuel calculé par Fairness Finance de janvier à mars 2026 ;
- un *gearing* cible de 16% correspondant au gearing médian des sociétés comparables ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur celle de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,77 retenu correspond au bêta médian 5 ans désendetté des sociétés comparables à Vinpai ;
- la prime de taille retenue (4,47%) est fondée sur la prime extériorisée par l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps)⁵ en décembre 2024 qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- le coût de la dette retenu dans notre calcul (5,5%) correspond au coût moyen estimé de la dette de la Société ;
- le taux d'IS retenu correspond au taux d'impôts applicable aux entreprises françaises.

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ Calculée par interpolation linéaire entre les bornes issues de la matrice des déciles (en valeurs logarithmiques)

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro et a été déterminée à l'horizon de la période d'extrapolation (2035) à partir d'un cash-flow disponible normatif, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme dans les pays développés, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de Vinpai ;
- Un niveau de marge d'EBITDA normative de 12,5% du chiffre d'affaires, correspondant au niveau de marge opérationnelle anticipée par la société à long terme ;
- Un taux d'impôt normatif avant cotisation sociale additionnelle et CIR/CII de 25,0% ;
- Un montant de CIR de 130k€ ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 3,0% du chiffre d'affaires, correspondant au niveau d'investissement retenu sur la dernière année de la période d'extrapolation, jugé normatif par nos soins au regard de l'historique ;
- Un besoin en fonds de roulement estimé à 20,5% du chiffre d'affaires.

3.3.2.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	1,6
Valeur terminale actualisée	13,2
Valeur d'entreprise	14,8
Dette financière nette ajustée	-4,6
Valeur des capitaux propres	10,3
Nombre d'actions (en milliers)	4 535
Valeur par action (€)	2,27 €
Prix d'Offre (€)	3,60 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>58,8 %</i>

La méthode DCF fait ressortir une valeur d'entreprise 14,8m€. Après prise en compte de la dette financière nette ajustée, la valeur des fonds propres s'établit à 10,3m€, soit une valeur de 2,27€ par action.

Le prix d'Offre de 3,60€ induit une prime de 58,8% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Il convient de souligner que cette valeur repose en grande partie sur l'extrapolation 2031-2035 sur cinq années additionnelles au-delà du plan d'affaires 2025-2030 dans la mesure où la rentabilité économique de Vinpai (ROCE) atteinte en 2030 ressort à environ 10%, niveau inférieur au coût moyen pondéré du capital de la Société estimé à 11,8%.

3.3.2.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité de la valeur au couple taux de croissance à l'infini / taux d'actualisation d'une part, puis au couple marge d'EBITDA normatif / taux d'actualisation d'autre part, est présentée en page suivante.

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	11,35%	€ 2,42	€ 2,59	€ 2,78
	11,85%	€ 2,12	€ 2,27	€ 2,43
	12,35%	€ 1,85	€ 1,98	€ 2,12

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 1,98€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 12,35%) et 2,59€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 11,35%).

Tableau de sensibilité de la valeur de l'action (en €)				
EBITDA normatif (%)				
	11,5%	12,5%	13,5%	
CMPC	11,35%	€ 2,16	€ 2,59	€ 3,02
	11,85%	€ 1,87	€ 2,27	€ 2,66
	12,35%	€ 1,62	€ 1,98	€ 2,34

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la marge d'EBITDA et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 1,87€ (marge d'EBITDA à 11,5% et taux d'actualisation de 11,85%) et 2,66€ (marge d'EBITDA à 13,5% et taux d'actualisation de 11,85%).

3.3.3 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats de la Société les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, usuellement utilisées par les investisseurs pour évaluer une société par analogie avec des sociétés cotées concurrentes ou jugées comparables en termes de modèle économique et de perspectives de croissance et de rentabilité.

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Vinpai est un acteur en forte croissance du marché des ingrédients de spécialité, bien que nettement plus petit en taille que les grands groupes cotés concurrents. En dépit de sa taille, la Société adresse toutefois les mêmes marchés de l'agroalimentaire, de la cosmétique et de la santé (notamment nutraceutique) que la plupart des concurrents que nous avons sélectionnés.

Nous avons procédé à l'analyse d'un panel d'acteurs cotés sur la base des critères d'activité et de positionnement de la Société, ainsi que notamment des critères suivants :

- une cotation dans un marché développé en Europe ou en Amérique du Nord ;
- les marchés adressés comprennent l'agroalimentaire, la cosmétique et la santé.

Ces sociétés comparables cotées ont une taille sans commune mesure avec Vinpai, présentant une capitalisation boursière moyenne de 10,7Mds€. En comparaison, Vinpai est une micro cap de 12m€. Par conséquent, nous avons appliqué une décote de taille sur les multiples boursiers de l'échantillon.

Le marché des aliments et ingrédients de spécialité est un marché concurrentiel et fragmenté constitué d'une multitude d'acteurs, cotés et non cotés.

Nous avons identifié onze sociétés comparables à Vinpai opérant sur ces différents marchés :

- Givaudan est une société suisse spécialisée dans la fabrication et la fourniture d'ingrédients et de solutions pour les industries de la parfumerie, de la beauté, de l'alimentation et du bien-être. Elle opère à travers deux divisions : (i) Taste & Wellbeing (51% du CA), qui propose des solutions aromatiques et fonctionnelles pour les boissons, produits laitiers, snacks, confiseries, aliments salés, compléments alimentaires et

nutraceutiques ; et (ii) Fragrance & Beauty (49% du CA), qui développe des parfums fins, des produits pour les soins personnels, l'entretien de la maison, les soins bucco-dentaires, ainsi que des ingrédients pour parfums et des actifs cosmétiques. Présente dans le monde entier, notamment en Europe, Amérique, Asie-Pacifique, Afrique et Moyen-Orient. La société est cotée à la bourse de Zurich et a réalisé 7.900m€ de chiffre d'affaires en 2024.

- DSM-Firmenich est une société née de la fusion entre DSM et Firmenich, combinant les expertises en nutrition, santé, beauté et parfumerie. Le groupe propose des solutions innovantes pour les secteurs de la nutrition, de la santé et de la beauté à travers quatre segments : Perfumery & Beauty (création de parfums à partir d'ingrédients naturels, synthétiques et biotechnologiques pour 25% du chiffre d'affaires), Taste, Texture & Health (solutions pour l'alimentation et les boissons, incluant arômes, extraits naturels, protéines végétales et enzymes alimentaires pour 30% du chiffre d'affaires), Animal Nutrition & Health (nutrition animale, vitamines, solutions de performance – 20% du chiffre d'affaires) et Health, Nutrition & Care (nutrition de la petite enfance, compléments alimentaires, produits pharmaceutiques et biomatériaux pour 25% du chiffre d'affaires). Présente à l'international (Europe, Amérique, Asie, Afrique, Moyen-Orient), DSM-Firmenich dispose d'un portefeuille d'activités équilibré entre nutrition et bien-être, lui conférant un positionnement solide sur les marchés des ingrédients fonctionnels et des solutions de santé et beauté. La société est cotée à la bourse de Zurich et a réalisé un chiffre d'affaires de 12.799m€ en 2024.
- International Flavors & Fragrances Inc. (IFF) est une société américaine spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'ingrédients et de solutions pour les secteurs de l'alimentation, des boissons, de la santé, des parfums et des sciences de la vie. Elle opère à travers quatre segments :
 - o Nourish, qui offre un portefeuille d'ingrédients naturels incluant des protéines végétales, édulcorants, antioxydants, antimicrobiens, mélanges d'épices et de marinades, ainsi que des solutions aromatiques pour produits sucrés, salés, laitiers et boissons ;
 - o Health & Biosciences, dédié aux enzymes, cultures, ingrédients pour la nutrition animale, soins personnels et traitements céréaliers ;
 - o Scent, qui développe des composés et ingrédients pour la parfumerie ; et
 - o Pharma Solutions, qui fournit des excipients pharmaceutiques à base de cellulose et d'algues.

Acteur majeur du secteur et bien que présente à l'international, la société réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires en Europe. La société est cotée sur la bourse de New York et a réalisé 11.092m€ de chiffre d'affaires en 2024 ;

- Kerry Group est une société irlandaise spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'ingrédients fonctionnels, de solutions aromatiques et nutritionnelles destinées aux industries de l'alimentation, des boissons et de la nutrition spécialisée. Le groupe opère à travers deux segments : Taste & Nutrition (activité principale représentant plus de 90% du chiffre d'affaires), qui propose des solutions intégrées en goût, texture, préservation, enzymes, cultures, systèmes fonctionnels, protéines et ingrédients nutritionnels pour les marchés des produits sucrés et salés, des boissons, de la restauration et de la nutrition clinique et sportive ; et Dairy Ireland, qui regroupe des activités résiduelles dans les produits laitiers et alimentaires sur le marché domestique. Présent dans plus de 150 pays (Europe, Amérique du Nord, Asie-Pacifique, Afrique et Moyen-Orient), Kerry Group dispose d'un portefeuille étendu d'ingrédients fonctionnels et de technologies d'arômes lui conférant un positionnement solide sur les marchés mondiaux des solutions de goût et de nutrition. La société est cotée à la bourse de Londres et de Dublin et a réalisé un chiffre d'affaires de 7.981m€ en 2024 ;
- Symrise AG est une société allemande spécialisée dans les ingrédients de spécialités et les solutions fonctionnelles pour les secteurs de l'alimentation, des boissons, des soins personnels, de la cosmétique et de la parfumerie. Elle opère à travers deux principaux segments :

- Taste, Nutrition & Health, qui développe des arômes, des ingrédients fonctionnels durables, des compléments alimentaires, des probiotiques, ainsi que des solutions pour la nutrition infantile, animale et aquacole ; et
- Scent & Care, qui conçoit des compositions parfumées, des molécules d'arôme, des ingrédients cosmétiques actifs et des saveurs de menthe destinées aux fabricants de parfums, de soins personnels.

La société est cotée sur la bourse de Francfort et a réalisé 4.999m€ de chiffre d'affaires en 2024.

- Ingredion Incorporated est une société américaine spécialisée dans la fabrication d'édulcorants, d'amidons, d'ingrédients nutritionnels et de solutions biomatérielles issus du traitement de matières premières à base d'amidon, tel que le maïs. La société propose une large gamme d'ingrédients (amidons, allulose, encapsulants et émulsifiants, extraits, fibres, farines, fortifiants...) d'origine naturelle ou modifiée pour les industries alimentaires, textiles, cosmétiques, pharmaceutiques et plus marginalement papetières et de matériaux de construction. Son offre inclut par ailleurs une variété d'édulcorants et divers sirops adaptés aux produits de boulangerie, glaces, condiments, boissons ou plats préparés. La société est cotée sur la bourse de New York et a réalisé 7.177m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- AAK AB est une société suédoise spécialisée dans le développement et la commercialisation de solutions à base d'huiles et de graisses végétales à destination de l'industrie agroalimentaire et cosmétique. Elle fournit des ingrédients pour les secteurs de la boulangerie, des produits laitiers, de la nutrition, des alternatives végétales, ainsi que des graisses pour le chocolat, les pâtes à tartiner et les garnitures. Elle propose également des émoullients d'origine végétale pour les soins personnels, ainsi que des solutions techniques telles que des émulsifiants naturels, des acides gras, de la glycérine et des cires, utilisées dans les secteurs de la chimie, des cosmétiques et de l'alimentation animale. La société est cotée sur la bourse de Stockholm et a réalisé 3.932m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Tate & Lyle plc est une société britannique qui développe des ingrédients et solutions fonctionnelles à base d'amidon, de sucralose, de fibres et de texturants à l'échelle mondiale. Elle propose des solutions principalement destinées aux secteurs agroalimentaire, cosmétique et pharmaceutique. Son offre s'inscrit dans les grandes tendances de consommation actuelles : transparence des ingrédients, alimentation d'origine végétale, réduction du sucre et des calories, fortification en fibres, santé digestive, snacking plus sain, et alternatives sans OGM. Elle développe par exemple une gamme variée de solutions technologiques aux fonctions spécifiques : liants, émulsifiants, épaississants, gélifiants, texturants, dispersants, systèmes de stabilisation, fibres, farines et protéines spécialisées. La société est cotée sur la bourse de New York et a réalisé 2.056m€ de chiffre d'affaires en 2024.
- Sensient Technologies Corporation, société américaine, cotée au New York Stock Exchange et qui réalisait en 2024 un chiffre d'affaires de 82.613m€, est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'ingrédients à destination des industries agroalimentaire, cosmétique, pharmaceutique et industrielle. Elle propose des arômes, extraits, huiles essentielles, ainsi que des ingrédients naturels à des fins de transformations alimentaires. Elle fournit également des solutions de coloration naturelles et synthétiques pour les secteurs de l'alimentation, des boissons, de la pharmacie et des soins personnels. La société est cotée au New York Stock Exchange et réalisait un chiffre d'affaires de 2.857m€ en 2024.
- Robertet SA est une entreprise française spécialisée dans la production et la commercialisation de parfums, d'arômes et d'ingrédients naturels à l'échelle mondiale. Son activité est organisée autour de quatre segments : Parfumerie, Arômes, Matières premières, Health & Beauty (santé, le positiv'food, cosmétique). Elle propose des ingrédients et solutions naturelles utilisées dans les secteurs de la parfumerie fine, des soins personnels, des produits d'entretien, des aliments et boissons, des compléments alimentaires, de la cosmétique et de la santé. Son portefeuille comprend notamment des huiles essentielles biologiques, des extraits végétaux et des actifs fonctionnels à base

naturelle. Robertet est une des premières forces européennes de ce marché fragmenté et s'inscrit dans les grandes tendances de naturalité, de traçabilité et d'innovation durable dans l'industrie des ingrédients de spécialités. La société est cotée sur la bourse de Paris et a réalisé 808m€ de chiffre d'affaires en 2024.

- Corbion N.V. est une entreprise néerlandaise spécialisée dans les solutions d'ingrédients issus de la fermentation, opérant à l'échelle mondiale. Elle développe et fournit de l'acide lactique et ses dérivés, des mélanges fonctionnels à base d'enzymes, des minéraux, vitamines ainsi que des ingrédients à base d'algues. Ses solutions sont utilisées dans des secteurs variés tels que l'agroalimentaire (conservation, texture, acidification, arômes, nutrition), les soins personnels et ménagers, la nutrition animale, les compléments alimentaires, ainsi que les solutions biochimiques à usages nutraceutiques et pharmaceutiques. Corbion répond aux besoins croissants en naturalité, santé, sécurité alimentaire, durabilité et performance fonctionnelle des aliments et ingrédients transformés. La société est cotée sur la bourse d'Amsterdam et a réalisé 1.332m€ de chiffre d'affaires en 2024.

Nous avons, en revanche, écarté la société Archers-Daniels-Midland de notre échantillon. Bien que ses segments Nutritions et Solutions apparaissent comparable à l'activité de la Société une partie des marchés adressés (production de biocarburants, courtage et trading de matières premières etc.), nous semblent éloigné des activités de Vinpai.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance annuel moyen des chiffres d'affaires entre 2025 et 2028 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables			Croissance du CA	Croissance de l'EBITDA	Croissance de l'EBIT
Comparables boursiers	Pays	Market cap.	TCAM	TCAM	TCAM
			25-28	25-28	25-28
Givaudan SA	Suisse	27 751	8,4%	-0,0%	0,1%
DSM-Firmenich AG	Suisse	15 603	-22,6%	1,0%	1,6%
International Flavors & Fragrances Inc.	Etats-Unis	15 749	3,6%	0,3%	0,4%
Kerry Group plc	Irlande	10 758	6,5%	0,9%	0,8%
Symrise AG	Allemagne	10 164	8,3%	0,3%	0,4%
Ingredion Incorporated	Etats-Unis	6 104	5,2%	0,3%	0,3%
AAK AB (publ.)	Suède	5 774	9,1%	0,1%	0,1%
Tate & Lyle plc	Royaume-Uni	1 775	9,2%	0,1%	-0,3%
Sensient Technologies Corporation	Etats-Unis	3 351	27,2%	0,9%	0,9%
Robertet SA	France	1 625	11,5%	0,2%	0,4%
Corbion N.V.	Pays-Bas	1 083	4,7%	1,1%	0,9%
Moyenne		10 744	6,5%	0,5%	0,5%
Médiane		8 134	8,3%	0,3%	0,4%
Vinpai		12	30,2%	7,5%	7,8%

Source : Capital IQ au 22/04/2026

n/a : non applicable

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Croissance du CA			
	25/26	26/27	27/28	TCAM 25-28
Givaudan SA	2,5%	4,6%	4,6%	8,4%
DSM-Firmenich AG	-26,9%	4,6%	4,8%	-22,6%
International Flavors & Fragrances Inc.	-1,4%	3,2%	4,2%	3,6%
Kerry Group plc	0,6%	4,0%	4,9%	6,5%
Symrise AG	1,1%	5,1%	5,8%	8,3%
Ingredion Incorporated	1,9%	3,0%	2,5%	5,2%
AAK AB (publ.)	3,8%	5,3%	3,7%	9,1%
Tate & Lyle plc	3,6%	2,9%	4,6%	9,2%
Sensient Technologies Corporation	8,1%	9,5%	15,1%	27,2%
Robertet SA	3,0%	5,3%	6,9%	11,5%
Corbion N.V.	0,8%	3,6%	3,0%	4,7%
Médiane	1,9%	4,6%	4,6%	8,3%
Vinpai	31,1%			

Source : Capital IQ au 22/04/2026

n/a : non applicable

Entre 2025 et 2028, la médiane des taux de croissance annuel moyen prévu par les sociétés comparables s'élève à 8,3% et est très inférieure au taux de croissance moyen du chiffre d'affaires prévu par Vinpai sur la même période (31,1%). Les sociétés comparables retenues étant beaucoup plus matures.

Les perspectives de croissance de Vinpai sont sensiblement plus fortes du fait de sa taille (10m€ de chiffre d'affaires en 2025) et de son stade de maturité, entrant aujourd'hui en phase de commercialisation, tandis que les comparables cotés sont des sociétés matures.

Les taux de marge d'EBITDA 2026-2028 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentées ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA		
	2026	2027	2028
Givaudan SA	23,3%	23,6%	23,6%
DSM-Firmenich AG	19,6%	20,2%	20,7%
International Flavors & Fragrances Inc.	19,5%	20,1%	20,3%
Kerry Group plc	18,4%	18,8%	19,3%
Symrise AG	21,6%	21,8%	21,8%
Ingredion Incorporated	17,2%	17,6%	17,8%
AAK AB (publ.)	12,8%	13,0%	13,2%
Tate & Lyle plc	21,0%	21,5%	21,9%
Sensient Technologies Corporation	18,6%	20,0%	20,9%
Robertet SA	19,6%	20,2%	21,0%
Corbion N.V.	16,8%	17,4%	17,8%
Médiane	19,5%	20,1%	20,7%
Vinpai	9,5%		

Source : Capital IQ au 22/04/2026

n/a : non applicable

Le taux de marge d'EBITDA moyen 2026-2028 prospectifs de Vinpai ressort à 9,5%. Ce taux de marge est très inférieur aux taux de marge médians des sociétés comparables de l'échantillon sur la même période, allant de 19,5% à 20,7%.

Les taux de marge d'EBIT 2026-2028 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-après.

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Marge d'EBIT		
	2026	2027	2028
Givaudan SA	18,5%	19,1%	19,2%
DSM-Firmenich AG	13,9%	14,7%	15,8%
International Flavors & Fragrances Inc.	10,7%	11,4%	12,0%
Kerry Group plc	13,7%	14,4%	14,9%
Symrise AG	15,9%	16,4%	16,4%
Ingredion Incorporated	14,2%	14,5%	14,7%
AAK AB (publ.)	10,9%	11,1%	11,4%
Tate & Lyle plc	14,1%	14,6%	15,3%
Sensient Technologies Corporation	14,2%	15,4%	16,2%
Robertet SA	16,1%	16,4%	17,3%
Corbion N.V.	10,0%	10,7%	11,3%
Médiane	14,1%	14,6%	15,3%
Vinpai		6,5%	

Source : Capital IQ au 22/04/2026
n/a : non applicable

Le taux de marge moyen d'EBIT 2026-2028 prospectifs de la Société ressort à 6,5% et est également inférieur aux taux des sociétés comparables pour les mêmes raisons que celles évoquées pour les taux de marges d'EBITDA.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon.

Par ailleurs, les agrégats et dettes financières de la Société étant en normes comptables françaises ANC, nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 en cohérence avec cette approche, et par souci d'homogénéité des agrégats opérationnels et dettes financières nettes retenus in fine au niveau des sociétés comparables lorsque cela s'avérait nécessaire, au niveau des sociétés comparables.

Notamment, nous avons retraité l'impact des normes comptables IFRS 16 et ASC 842 (équivalent américain de la norme IFRS 16) sur les EBITDA et dettes financières nettes des sociétés comparables, étant précisé que la norme ASC 842 n'a pas d'impact au niveau des agrégats opérationnels.

Nous avons également intégré le CIR dans l'EBIT de Vinpai.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, la Société présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés en termes d'intensité capitalistique ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

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

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	VE/EBIT	
	2026	2027
Givaudan SA	20,6x	19,1x
DSM-Firmenich AG	14,7x	13,3x
International Flavors & Fragrances Inc.	21,0x	19,0x
Kerry Group plc	13,8x	12,7x
Symrise AG	14,8x	13,6x
Ingredion Incorporated	7,7x	7,4x
AAK AB (publ.)	12,5x	11,7x
Tate & Lyle plc	8,9x	8,3x
Sensient Technologies Corporation	18,7x	15,7x
Robertet SA	12,0x	11,2x
Corbion N.V.	11,3x	10,2x
Médiane	13,8x	12,7x
Médiane décotée*	11,1x	10,1x

Source : Capital IQ au 22/04/2026

*Après application d'une décote de taille de 20%

n/a : non applicable

3.3.3.4 - Application de la méthode

Le plan d'affaires intègre une montée en puissance des marges opérationnelles sur la période considérée.

Afin d'intégrer au mieux ce développement dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, il conviendrait de retenir les multiples d'EBIT à long-terme. Néanmoins, ce raisonnement se heurte à l'accroissement du caractère incertain des prévisions opérationnelles dans le temps.

A ce titre, et afin d'intégrer le plein effet de la montée en puissance de la Société tout en garantissant un minimum de fiabilité des estimations des agrégats des comparables boursiers, nous avons retenu les multiples médians de VE / EBIT pour les années 2026 et 2027 (en excluant 2025, car la Société n'a pas encore atteint sa pleine rentabilité). La valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées que nous avons appliqué aux EBIT prévisionnels de Vinpai sur ces mêmes années.

Nous avons, par ailleurs, appliqué aux valeurs d'entreprise des sociétés de l'échantillon une décote de taille, en raison de leur capitalisation boursière nettement supérieure à celle de Vinpai.

Cette décote est estimée entre 20% et 40% sur la base de différentes études empiriques qui existent en la matière et notamment comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« Firm value and marketability discounts »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers ou encore d'Eric Eugène Grena, qui extériorisent des décotes de taille de l'ordre de 20% à 40%.

Nous retenons un niveau de décote correspondant à la fourchette basse ressortant des différentes sources, soit 20%.

3.3.3.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur de l'action Vinpai obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Vinpai - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
	Moyenne 26-27
Valeur d'entreprise (en m€)	13,1
Dette financière nette	-4,6
Valeur des fonds propres (en m€)	8,6
Nombre d'actions (en milliers)	4 535
Valeur par action (€)	€ 1,89
Prix d'Offre (€)	3,60 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	90,2%

En synthèse, la valeur de l'action Vinpai ressort selon la méthode des comparables boursiers, à 1,89€ par action Vinpai.

Le Prix d'Offre de 3,60€ fait ressortir une prime de 90,2% sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.3.4 - Référence au cours de bourse

3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date de l'annonce de l'opération (24 février 2025) i.e. avant conversion des obligations CFSL en actions nouvelles Vinpai, et avant Acquisition du Bloc de Contrôle, l'actionariat de Vinpai se présente comme suit :

Vinpai - Détail des actions en circulation et droits de votes au 24 février 2025				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (total des actions)	Nombre de droits de vote	% droits de vote
<i>Cyrille Damany</i>	829 136	23,8%	1 565 266	27,2%
<i>Philippe le Ray</i>	515 000	14,8%	1 030 000	17,9%
Fondateurs	1 344 136	38,5%	2 595 266	45,1%
<i>Chrisproject</i>	843 524	24,2%	1 687 048	29,3%
<i>Saffelberg</i>	305 343	8,8%	305 343	5,3%
<i>Alexandre de Selliers de Moranville</i>	174 045	5,0%	174 045	3,0%
<i>Jean Marc Loiseau</i>	56 268	1,6%	56 268	1,0%
<i>Amadeite</i>	121 280	3,5%	242 560	4,2%
<i>IPC</i>	76 780	2,2%	153 560	2,7%
Autres actionnaires	1 577 240	45,2%	2 618 824	45,5%
Flottant	540 039	15,5%	540 039	9,4%
Actions auto-détenues	26 795	0,8%	26 795	0,5%
Total des actions	3 488 210	100,0%	5 780 924	100,5%

Le capital flottant représentait au 24 février 2025 15,5% du capital de la Société.

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

Vinpai - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne (m)	Titres échangés en cumul (m)	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	353	8 126	0,2%	1,5%
Moyenne 3 mois	329	20 064	0,6%	3,7%
Moyenne 6 mois	339	43 114	1,2%	8,0%
Moyenne 9 mois	346	66 811	1,9%	12,4%
Moyenne 12 mois	403	101 063	2,9%	18,7%

Source : Capital IQ au 24/02/2025, analyses Crowe HAF

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

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

Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 329 titres (moyenne 3 mois) et 403 titres (moyenne 12 mois).

Sur les 12 derniers mois, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 101 millions d'actions, soit 2,9% du nombre total de titres composant le capital de la Société et 18,7% du flottant.

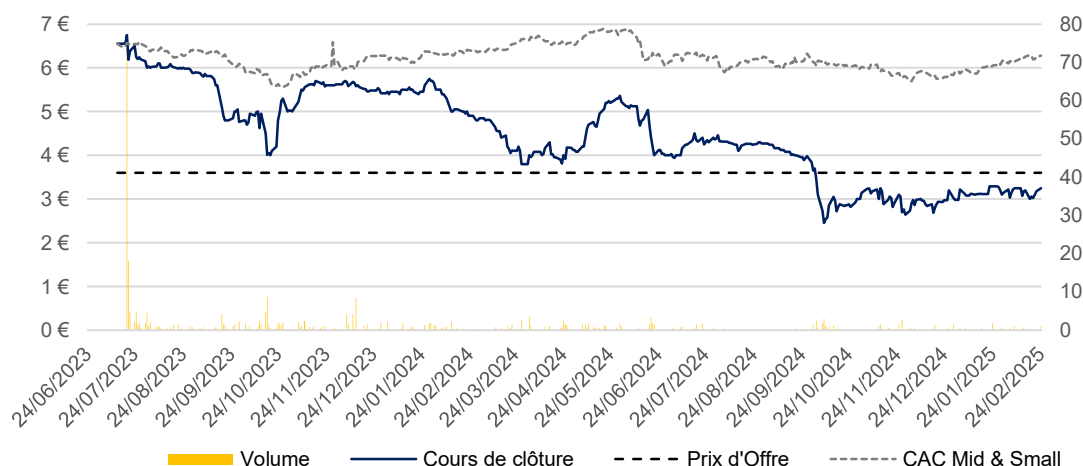
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'Offre, le nombre total de titres échangés représente moins de 0,2% du nombre total de titres et 1,5% du flottant.

Bien que la liquidité du cours apparaisse limitée, nous avons retenu cette référence de valeur. Le cours de bourse constitue une référence de valeur directement observable par tous les actionnaires.

3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Vinpai depuis son introduction en bourse en juillet 2023 est présentée ci-dessous :

Cours de bourse de l'action Vinpai depuis son introduction



Pour son premier jour en bourse le 19 juillet 2023, le cours a clôturé en hausse par rapport au prix d'introduction de 6,55€, clôturant à 6,75€ en fin de première séance. Ce cours constitue son plus haut historique à ce jour.

Le cours a ensuite entamé une baisse progressive, passant successivement sous les seuils des 6,00€ puis des 5,00€, pour atteindre un point bas à 4,00€ en octobre 2023. Cette chute fait suite à la publication des résultats semestriels 2023 le 5 octobre 2023. Vinpai a enregistré une croissance significative de son chiffre d'affaires, atteignant 4,0m€, en hausse de +33,0% par rapport au 1^{er} semestre 2022. La marge sur coûts variables s'est également améliorée, passant

de 44,5 % à 48,6 %. Cependant, malgré ces performances positives, la société a enregistré une perte nette de -0,8m€, légèrement supérieure à celle de l'année précédente (-0,6m€).

Par la suite, le cours s'est rapidement redressé pour fluctuer entre 5,00€ et 5,70€ entre novembre 2023 et février 2024.

Depuis, il n'a cessé de se replier et évolue de manière durable sous les 4,00€, du fait des résultats publiés constamment en-dessous des attentes du management et de l'analyste Invest Securities.

Le cours a touché son plus bas historique le 8 octobre 2024 à 2,45€ à la suite de l'annonce des résultats semestriels 2024 (perte nette de -1,3m€ versus -0.5m€ attendu) et du décalage d'un an des objectifs fixés pour 2025 à 2026.

Le 23 janvier 2025, la Société a publié son chiffre d'affaires annuel 2024, en hausse de +15,9% mais cela n'a pas suffi à rassurer les investisseurs. Le cours n'a pas réagi à l'annonce.

L'Offre a été annoncé le 24 février 2025, après bourse. Ainsi, le cours de clôture à cette même date est de 3,25€ et constitue le dernier cours observable avant l'annonce de L'Offre.

Les résultats annuels 2024 ont été annoncé a posteriori le 2 avril 2025, faisant état d'une perte nette de -2,9m€ et des capitaux propres comptables négatifs de -0,5m€.

3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 24 février 2025, dernier cours précédant l'annonce au marché de la signature du protocole d'accord en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire au capital de Vinpai par Camlin Fine Sciences Limited.

Vinpai - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 24 février 2025)	3,25	10,8%
CMPV* 20 jours	3,17	13,7%
CMPV* 60 jours	3,08	17,0%
CMPV* 120 jours	3,04	18,3%
CMPV* 180 jours	3,42	5,3%
CMPV* 250 jours	3,81	-5,5%
<i>Maximum - 1 an</i>	5,36	-32,8%
<i>Minimum - 1 an</i>	2,45	46,9%

¹ Pour un prix d'Offre de 3,60 € par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ au 24/02/2025

Le cours moyen pondéré par les volumes (« CMPV ») de Vinpai s'établit entre 3,04€ (CMPV 120 jours) et 3,81€ (CMPV 250 jours).

Le prix d'Offre proposé de 3,60€ par action offre une prime par rapport aux différents cours moyens pondérés par les volumes sur les 12 derniers mois, hormis le CMPV 250 jours où le prix d'Offre affiche une décote de 5,3%. Ces primes sont comprises entre 5,5% (CMPV 180 jours) et 18,3% (CMPV 120 jours). Il offre une prime de 10,8% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (3,25€ le 24 février 2025).

Nous retiendrons en synthèse à titre principale la référence aux moyennes 20 jours et 60 jours, constitutifs d'une référence à l'environnement de marché le plus récent.

3.4 - Analyse des synergies/dissynergies

Les principales synergies identifiées par le management de Vinpai sont des synergies de revenus pour développer les ventes à l'international, en particulier en Asie où est bien implanté CFSL mais où Vinpai est encore peu présent (2% du CA en 2024).

Vinpai compte notamment s'appuyer sur la force de vente de CFSL composée d'environ 250 commerciaux contre seulement 8 chez Vinpai à date (dont 4 salariés et 4 externes à la Société).

Les synergies de revenus découleront de revenus de cross-selling en s'appuyant sur le carnet d'adresses et la force de vente de CFSL pour vendre les produits Vinpai auprès de ses clients. Aussi CFSL ne sera pas directement client de Vinpai mais les deux sociétés seront intégrées pour vendre une offre globale.

Le rapprochement de Vinpai et CFSL ne devrait pas engendrer de dissynergies particulières, étant donné l'absence de chevauchement entre les deux sociétés en termes de clients communs ou gammes de produits. Au contraire, les deux sociétés devraient être complémentaires.

Bien qu'il soit usuel de partager entre acquéreur et cédant les potentielles synergies nettes des dissynergies résultant de la réalisation d'opérations impliquant le changement de contrôle au niveau de la société cédée (la cristallisation du partage de cette valeur étant implicitement intégrée à la prime de contrôle payé par le cessionnaire), nous comprenons, de nos échanges avec le Management, que les synergies nettes des dissynergies attendues du rapprochement n'ont pas encore fait l'objet de chiffrage.

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

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

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

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés (à titre principal) ;
- Référence au cours de bourse (à titre principal) ;
- Référence aux transactions récentes sur le capital (à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) ;
- Méthode des transactions comparables (à titre indicatif).

Nous avons, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la méthode des flux de trésorerie actualisés, la référence aux cours de bourse et la référence aux transactions récentes sur le capital à titre principal.

En revanche, et à contrario de l'Etablissement Présentateur, nous avons retenu la méthode des comparables boursiers à titre principal, lorsque l'Etablissement Présentateur l'a retenu à titre indicatif. De plus, nous avons exclu la méthode des transactions comparables.

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 3.3 du présent rapport.

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

4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de Vinpai en normes comptables françaises ;
- extrapolé le plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2031 à 2035), sur la base :
 - o d'un lissage du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un taux de 1,5% en 2035, dernière année de l'horizon d'extrapolation de l'Etablissement Présentateur ;
 - o d'une marge d'EBITDA convergeant progressivement vers un niveau de 10,1% en normatif ;

- d'un alignement du niveau des dotations aux amortissements vers celui des investissements ;
- d'une convergence du BFR vers un niveau de 21,0% du chiffre d'affaires en normatif ;
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2035 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé les flux au taux de 9,51%. Ce taux correspond au coût des fonds propres à dette nulle de la Société et intègre un taux sans risque (3,07%), une prime de risque (3,87%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,72 et une prime de taille de 3,67% ; et
- ajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2025 (-4,8m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Établissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action de Vinpai à 2,68€, le Prix d'Offre présentant une prime de 34,3% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 2,36€ (taux d'actualisation de 9,76% et taux de croissance à l'infini de 1,25%) et 3,04€ (taux d'actualisation de 9,26% et taux de croissance à l'infini de 1,75%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'Établissement Présentateur ; les principales divergences avec nos travaux étant liées aux éléments présentés dans les sections suivantes.

4.2.1.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite

L'Établissement Présentateur s'est appuyé sur le plan d'affaires de la Société arrêté par le Conseil d'Administration en date du 25 avril 2025, présenté comme base des travaux d'évaluation. Nous avons, pour notre part, retenu le même plan d'affaires de la Société en l'état.

Après application de ces retraitements, nos prévisions du plan d'affaires demeurent globalement alignées avec celles utilisées par l'Établissement Présentateur sur l'horizon explicite.

Nous observons néanmoins une divergence principale au niveau de la marge d'EBITDA. Celle-ci résulte du retraitement opéré par l'Établissement Présentateur, consistant à exclure la production immobilisée (R&D capitalisée) du calcul de l'EBITDA, ce qui a pour effet mécanique d'en réduire le niveau et, par conséquent, la marge correspondante.

Dans notre approche, nous considérons la R&D capitalisée comme un élément opérationnel inclus dans l'EBITDA, puis la re prenons en investissements (CAPEX). Cette différence de traitement n'affecte donc que la présentation comptable de l'agrégat, sans incidence significative sur les flux de trésorerie opérationnels par rapport à ceux présentés par l'Établissement Présentateur.

(i) *Le calcul et l'application du taux d'impôt sur les sociétés*

L'Établissement Présentateur a retenu un impôt aux taux d'impôts sur les sociétés qui s'applique aux sociétés françaises, soit 25,0%.

Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt sur les sociétés intégrant la contribution sociale de 3,3% appliquée à l'impôt sur les sociétés. L'impôt résultant a été ajusté du montant du Crédit d'Impôt Recherche, estimé à 130k€ par an, que nous avons déduit de la charge d'impôt correspondante.

À l'inverse, l'Établissement Présentateur n'a pas retraité le produit du CIR dans le calcul de la base imposable sur l'horizon du plan d'affaires, ce qui conduit à une charge fiscale légèrement plus élevée dans ses projections.

(ii) *Variation du BFR*

L'Établissement Présentateur a retenu une variation moyenne de 21,1% du chiffre d'affaires sur la période 2026-2030, tandis que nous avons retenu les positions de BFR prévisionnelles établies par le Management comme présenté en section 1.3.3.

Sur l'ensemble de l'horizon explicite du plan d'affaires, cette différence d'approche a un impact positif de 1,7m€ sur les flux de trésorerie que nous extériorisons.

4.2.1.2 - Extrapolation

Nous avons procédé, au même titre que l'Établissement Présentateur, à l'extrapolation du plan d'affaires.

Au même titre que l'Établissement Présentateur, nos hypothèses visent principalement à tenir compte de l'importante dynamique de croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, mais également à atteindre en normatif un taux d'investissement cohérent avec les investissements réalisés sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

(i) *Investissements (CAPEX)*

L'Établissement Présentateur a retenu sur la période extrapolée 2030-2035 un niveau d'investissements fixe de 600k€ par an soit un niveau de CAPEX passant de 1,6% à 1,2% du chiffre d'affaires extériorisé par l'Établissement Présentateur sur la période 2030-2035.

A contrario, nous avons retenu un niveau d'investissement tel que détaillé en section 3.3.2.2, sur la période 2030-2035 passant de 2,9% à 3,0% du chiffre d'affaires en dernière année de la période extrapolée en 2035, considérant que le niveau d'investissement de maintien rejoindrait le niveau des dotations aux amortissements observés sur la période explicite du plan d'affaires.

(ii) *Variation du BFR*

L'Établissement Présentateur a retenu un niveau de BFR passant de 20,9% en 2030 à 21,0% du chiffre d'affaires en 2035, puis un niveau normatif de 21,0% du chiffre d'affaires. Nous retenons à l'inverse un niveau de BFR en très légère croissance sur la période 2031-2035 vers le niveau normatif de 20,5% du chiffre d'affaires en 2035, soit une année supplémentaire.

4.2.1.3 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par l'Établissement Présentateur diffère avec notre position, avec la prise en compte d'un taux de croissance perpétuelle de 1,5% appliqué sur le flux 2035, contre 2,0% dans notre approche.

Les principales divergences proviennent des éléments explicités plus haut, en section 4.2.1.1 et 4.2.1.2, avec un impact sur la marge d'EBITDA et sur le flux de trésorerie normatif.

4.2.1.4 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût des fonds propres :

Calcul du taux d'actualisation		Crowe HAF	Etablissement Présentateur
Taux sans risque	(1)	3,58%	3,07%
Prime de risque du marché	(2)	5,79%	3,87%
Beta désendetté	(3)	0,77	0,72
Gearing	(4)	16%	0%
Beta endetté	(5)	0,86	0,72
Prime de taille	(6)	4,47%	3,67%
Coût des capitaux propres	(7)	13,06%	9,51%
Coût de la dette	(8)	5,5%	8,0%
Taux d'IS	(9)	25,0%	25,0%
Coût de la dette après impôts		4,1%	6,0%
D/(D+CP)	(10)	14%	0%
CP/(D+CP)		86%	100%
Coût moyen pondéré du capital		11,85%	9,51%

(1) OAT 10 ans 6mois, OAT 10 ans 3 mois

(2) Moy 6mois PER prospectif 12mois CAC40 et Rf, Fairness Finance - Moyenne 3 mois

(3) Moyenne 5 ans des comparables vs Euro Stoxx50, Médiane 5 ans des comparables

(4) Gearing des comparables - $g=D/E$

(5) Formule de Hamada

(6) Kroll

(7) Formule du MEDAF

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(10) $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (9,51%) est inférieur à celui que nous avons retenu (11,85%).

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (notamment pour le calcul de la prime de risque marché) ou encore du niveau d'endettement cible.

L'approche de l'Etablissement Présentateur reste toutefois cohérente.

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

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -4,8m€ au 31 décembre 2025, intégrant la dette financière nette au 31 décembre 2025 (-4,6m€), les provisions (-0,0m€), l'affacturage (-2,3m€), le compte courant avec BAP (0,0m€), les titres de participations (0,0m€) et le gain fiscal lié aux reports déficitaires (2,1m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette ajustée (4,7m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport. L'écart est peu significatif avec la dette financière nette ajustée présentée par l'Etablissement Présentateur (4,8m€).

4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 2,68€ et se situe au-delà de la valeur extériorisée par nos travaux (2,27€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre de 3,60€ extériorise une prime de 34,3% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'Etablissement Présentateur affiche en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes spot, mais également sur le dernier mois, les 3 derniers mois, les 6 derniers mois et les 12 derniers mois précédant le 24 février 2025 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce du projet d'OPAS.

Nous avons également retenu à titre principal le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières couvrant les périodes les plus récentes et intégrant les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Nous présentons également les cours moyens pondérés sur les 120, 180 et 250 dernières séances boursières.

La valeur de l'action de la Société retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 3,01€ et 3,82€.

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la référence au cours de bourse comprise entre 3,08€ et 3,17€.

Les divergences, qui existent entre les valeurs présentées par l'Etablissement Présentateur et par nos soins sur un même horizon temporel retenu (20 jours et 60 jours contre les moyennes 1 mois et 3 mois...), sont non significatives.

Le Prix d'Offre de 3,60€ extériorise une prime comprise entre 10,8% et 19,8% sur les différentes valeurs retenues ainsi qu'une décote de 5,7% sur la moyenne pondérée 12 mois, retenues, par l'Etablissement Présentateur.

4.2.3 - Référence aux transactions intervenues sur le capital de Vinpai

L'Etablissement Présentateur a retenu les références aux transactions suivantes à titre principal :

- L'augmentation de capital de Vinpai de novembre 2024 à 3,0€, qui extériorise une prime de 20,0% par rapport au Prix d'Offre ;
- Le prix de la cession du Bloc de Contrôle de 78,68% du capital de Vinpai à CFSL à 3,60€ qui extériorise une prime de 0% par rapport au Prix d'Offre ;
- La conversion des obligations convertibles en actions de CFSL à 3,00€ qui extériorise une prime de 20,0% par rapport au Prix d'Offre.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation relative à ces transactions et avons retenu les mêmes résultats que l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de douze sociétés du secteur des ingrédients (Azelis Group, Corbion, DSM-Firmenich, Givaudan, Glanbia, IFF, Kerry Group, Robertet, Symrise, Sensient Tech, Ingredion, Tate & Lyle).

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de onze sociétés dont :

- dix également retenue par l'Etablissement présentateur (Givaudan, DSM-Firmenich, IFF, Kerry, Symrise, Ingredion, Tate & Lyle, Sensient, Robertet et Corbion) ;
- une, non retenue par l'Etablissement présentateur (AAK).

A l'inverse de l'Etablissement Présentateur, nous n'avons pas retenu dans notre échantillon les sociétés Azelis Group et Glanbia.

Notre méthodologie et les critères de choix sont présentés en section 3.3.3 du présent rapport.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise (hors prise en compte d'IFRS 16) divisée par le chiffre d'affaires.

Nous avons pour notre part privilégié le multiple d'EBIT pour les raisons exposées en section 3.3.3.3.

Nous avons également privilégié la prise en compte d'un multiple médian, et ce afin de ne pas inclure dans le multiple ressortant de l'échantillon l'effet des valeurs extrêmes, que celui-ci soit positif ou négatif.

Les multiples moyens retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux chiffres d'affaires 2025 et 2026.

Nous avons pour notre part retenu un EBIT retraité des éléments présentés en section 3.3.4.4, dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Nous avons par la suite appliqué les multiples médians retenus aux agrégats EBIT des années 2026 à 2027, pour les raisons exposées en section 3.3.3.4.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 4,8m€ au 31 décembre 2025, proche de la dette financière nette ajustée que nous retenons (4,7m€).

L'Etablissement Présentateur a retenu une décote de taille de 40%, lorsque nous retenons une décote de 20%.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 2,35€ et 3,76€ en appliquant des multiples de chiffre d'affaires.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la méthode des comparables boursiers de 1,89€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT médians aux années 2026 et 2027.

L'écart observé provient essentiellement de la prise en compte d'agrégats différents par l'Etablissement Présentateur (chiffre d'affaires), des années retenues dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode, ainsi que de la décote appliquée, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre de 3,60€ extériorise une prime de 53,4% pour le multiple VE/CA 2025 et une décote de -4,2% pour le multiple VE/CA 2026 retenus par l'Etablissement Présentateur.

4.2.5 - Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

4.2.5.1 - Choix de l'échantillon

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de 17 transactions ayant eu lieu entre 2015 et 2024 sur le secteur des ingrédients en Europe, en Asie, aux Etats-Unis et en Amérique du Sud.

Nous avons, pour notre part, effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables à la Société, situées en Europe et aux Etats-Unis. Nous avons décidé d'exclure la méthode pour les raisons exposées en section 3.2.3.

4.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent aux multiples moyens et médians de Valeur d'Entreprise / CA ressortant de l'échantillon de transactions comparables, appliqués aux agrégats de chiffre d'affaires de Vinpai.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 4,8m€ au 31 décembre 2025.

Le calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de l'Etablissement Présentateur est présenté en section 4.2.1.5 du présent rapport.

4.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 2,14€ et 3,84€, soit une valeur moyenne de 2,99€.

Pour notre part, nous excluons cette méthode pour les raisons exposées en section 3.2.3.

Le Prix d'Offre de 3,60€ extériorise une prime de 68,4% pour le multiple VE/CA 2025 et une décote de -6,2% pour le multiple VE/CA 2026 retenus par l'Etablissement Présentateur.

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons examiné les accords portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Dans le cadre de l'opération, plusieurs accords connexes à l'Offre ont été conclus, que nous avons analysé :

- le protocole d'accord (le « Contrat de Cession ») en date du 24 février 2025 relatif à l'acquisition par CFSL d'une participation majoritaire de 78,68% du capital de Vinpai auprès de certains des actionnaires de Vinpai, dont les fondateurs (l'« Acquisition de Bloc »),
- le contrat de souscription par CSFL d'un emprunt obligataire convertible de 3,3m€ (les « Obligations Convertibles » ou « OC »),
- l'acte de nantissement du fonds de commerce de Vinpai en date du 24 février 2025 conclu auprès de CFSL,
- L'accord de coopération à l'Offre « Tender Offer Agreement »,
- le management package conclu entre CFSL et les fondateurs cédants.

5.1 - Le protocole d'accord relatif à l'acquisition par CFSL d'une participation majoritaire de 78,68% du capital de Vinpai (« Acquisition du Bloc de Contrôle »)

Le 24 février 2025, CFSL et les Actionnaires Cédants de Vinpai, détenant ensemble à cette date 2.723.316 actions ordinaires de Vinpai représentant 78,68% du capital social et 83,73% des droits de vote de la Société, ont signé un protocole d'accord (le « Contrat de Cession ») relatif à l'acquisition par CFSL de la totalité des actions Vinpai détenues par les Actionnaires Cédants au prix de 3,60€ par action, sous réserve de certaines conditions suspensives usuelles et spécifiques au secteur d'activité (dont, en particulier, l'absence de changement défavorable significatif touchant l'une des parties, ou l'obtention des autorisations réglementaires et statutaires nécessaires).

Le protocole d'accord comprend une clause d'exclusivité où les Actionnaires Cédants s'engagent à ne pas solliciter d'offres concurrentes jusqu'à la clôture de l'Offre.

Le Contrat de Cession prévoit qu'en contrepartie de la cession de la totalité de leurs actions Vinpai, les Actionnaires Cédants recevront des actions ordinaires nouvelles de CFSL, dont l'émission et le prix de souscription ont été approuvés par une décision de l'assemblée générale des actionnaires de CFSL qui s'est tenu le 29 octobre 2025 (l'« Assemblée Générale de CFSL ») conformément au chapitre V de la réglementation de la Securities and Exchange Board of India (émission de capital et obligations d'information) de 2018.

Le prix de souscription par action CFSL a été fixé à 2,39€ et 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. Ce prix est égal au cours de clôture des actions CFSL tel que coté sur le National Stock Exchange of India Ltd. et le BSE Limited le jour de bourse précédant immédiatement la date du Conseil d'administration de CFSL en date du 29 septembre 2025 convoqué à l'effet de déterminer le prix conformément au Contrat de Cession et de convoquer l'Assemblée Générale de CFSL (étant précisé que ce prix par action nouvelle CFSL ne peut en aucun cas être inférieur au plus élevé des deux prix déterminés conformément aux articles 164 (1) 161 du chapitre V du Règlement de 2018⁶ (le « Prix Plancher »).

Soit, le montant le plus élevé entre (A) le cours moyen pondéré par les volumes du prix des actions de CFSL sur le National Stock Exchange of India Ltd à Mumbai (Inde) (le « VWAP ») au cours des quatre-vingt-dix (90) dernières séances de bourse précédant la date qui se situe trente (30) jours avant la date de l'assemblée des actionnaires de CFSL appelée à statuer sur l'émission d'actions CFSL (la « Date de Référence »), ou (B) le VWAP au cours des dix (10) jours de bourse précédant la Date de Référence.

Si le Prix Plancher est supérieur au prix par action CFSL susmentionné, alors le Prix Plancher est retenu pour le prix de souscription par action CFSL et est considéré comme le prix par action CFSL). Les actions CFSL susmentionnées, lorsqu'elles seront émises, feront l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur le BSE Ltd et le National Stock Exchange of India Ltd sur la même ligne de cotation que les actions ordinaires existantes de CFSL.

La parité d'échange a été déterminée conformément aux dispositions du droit boursier indien tel que cité ci-dessus, sur la base des travaux d'un expert financier indépendant indien (ci-après l'« Expert Indien »), Sundae Capital Advisors Private Limited, dont le rapport daté du 29 septembre 2025 nous a été communiqué. Ce rapport a fait l'objet d'un examen approfondi dans le cadre de nos travaux d'analyse de l'opération.

Selon les conclusions de l'Expert Indien, la parité d'échange ressort à 1 action Vinpai pour 1,5 action CFSL. Afin d'aboutir à cette conclusion, l'Expert Indien a procédé à :

- une évaluation multicritère de CFSL, reposant sur les méthodes des flux de trésorerie actualisés (DCF) et des sociétés cotées comparables ;
- une analyse du cours de bourse de CFSL au 26 septembre 2025, fondée sur les moyennes de cours sur 10 et 90 jours de bourse, conformément à la réglementation indienne, en retenant in fine la valeur la plus élevée entre ces deux moyennes ;
- une évaluation multicritère de Vinpai, selon les mêmes méthodes (DCF et comparables cotés) ;
- une analyse du cours de bourse de Vinpai sur la même période et selon les mêmes critères de moyenne ;
- une analyse complémentaire par la méthode de l'actif net réévalué, finalement non retenue au regard de la pertinence limitée de cette approche pour des sociétés à forte intensité d'actifs immatériels.

L'expert a ensuite comparé, pour chacune des sociétés, la valeur la plus élevée entre la moyenne pondérée issue de l'approche multicritère (DCF et comparables boursiers) et la valeur issue du cours de bourse, afin de retenir la base la plus représentative pour la détermination de la parité d'échange.

Pour Vinpai, la moyenne résultant de l'approche multicritère (DCF et comparables) conduit à une valeur proche du prix proposé dans le cadre de l'Offre, et supérieure à celle reflétée par le cours de bourse. En conséquence, c'est cette valeur moyenne pondérée qui a été retenue pour la détermination de la parité d'échange.

À l'inverse, pour CFSL, l'approche multicritère (DCF et comparables) fait ressortir une valeur inférieure à celle issue du cours de bourse. L'Expert Indien a donc retenu la valeur fondée sur les moyennes de cours de bourse (Prix Plancher mentionné ci-dessus), considérée comme la plus pertinente dans le contexte de liquidité et de valorisation actuelle de CFSL, soit 247,69 INR, ce qui, après application du taux de change EUR/INR de marché issu de la base de données du Financial Times, de 1€ pour 103,738 INR, établit le prix d'une action CFSL à 2,39€.

Ainsi, la valeur de l'action CFSL utilisée pour la parité d'échange est supérieure à sa valeur intrinsèque estimée, ce qui a pour effet de renforcer la valeur relative des actions CFSL remises en échange. Autrement dit, les Actionnaires Cédants de Vinpai, rémunérés en actions CFSL, se verront attribuer des titres valorisés sur une base de marché plus élevée que la valeur fondamentale estimée de CFSL, conduisant à une parité d'échange favorable à ces derniers.

Au terme de ces travaux, l'Expert Indien a extériorisé un rapport d'échange de 1,51, arrondi à 1,5 action CFSL pour 1 action Vinpai dans le cadre de la transaction d'Acquisition du Bloc de Contrôle. Ce ratio correspond au rapport entre le prix de l'Offre pour une action Vinpai (3,60€,

équivalent au prix d'Offre) et la valeur de 2,39€ par action CFSL retenue par l'expert et intégrée dans la Note d'Information.

Les méthodes utilisées pour déterminer la parité d'échange nous apparaissent comme cohérentes et n'appellent pas de commentaires de notre part.

Les fondateurs se sont engagés à conserver leurs actions CFSL pendant une durée de 4 ans, sous réserve d'exceptions usuelles et de la possibilité de revendre leurs titres pour faire face, le cas échéant, à leur engagement d'indemnisation vis-à-vis de CFSL, étant précisé qu'ils seront libérés automatiquement de cet engagement en cas de cessation de leur fonction au sein du groupe Vinpai, ainsi qu'à hauteur de 25% des actions détenues à chaque anniversaire de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Les autres Actionnaires Cédants seront également soumis à une obligation de conservation de 6 mois sur les actions de CFSL reçues dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle imposée par la réglementation indienne.

À l'issue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion intégrale des Obligations Convertibles, CFSL pourra désigner la majorité des membres du Conseil d'administration de Vinpai, étant précisé que M. Cyrille Damany et M. Philippe Le Ray resteront membres du Conseil d'administration de Vinpai jusqu'à, au moins, la réalisation de l'OPAS.

En outre, CFSL s'est engagé à ce que Monsieur Cyrille Damany et Monsieur Philippe Le Ray (les « Fondateurs ») restent actifs au sein du groupe pendant une durée prédéfinie de 2 ans et 4 ans respectivement et chacun d'entre eux s'est engagé à conserver des fonctions au sein du groupe pendant la même période, sous réserve que CFSL et les Fondateurs se mettent d'accord sur les termes et conditions du management package des Fondateurs (cf. section 5.4).

CFSL est, par ailleurs, engagé à rembourser, post-clôture de l'Offre les prêts d'actionnaires de (i) 750k€ de nominal et 24k€ d'intérêts courus accordés par Chrisproject et (ii) 1.300k€ de nominal et 21k€ d'intérêts courus accordés par M. Alexandre de Selliers.

Le prix par action Vinpai induit de l'Acquisition de Bloc de Contrôle ressort selon les parités effectives et les travaux de l'Expert Indien à 3,60€ par action, et est identique au prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'OPAS, à la différence que l'Acquisition du Bloc de Contrôle est réalisée par échanges de titres CFSL, tandis que l'OPAS est réalisée entièrement en numéraire.

Les autres conditions du Contrat de Cession relatifs à la Gouvernance et la direction sont usuelles et n'appellent pas de commentaires de notre part.

De notre analyse, il ressort que les termes de cette Acquisition du Bloc de Contrôle ne comportent aucun complément de prix et ne sont pas de nature à remettre en question l'équité du prix d'Offre.

5.2 - Le contrat de souscription par CSFL d'un emprunt obligataire convertible de 3,3m€

Concomitamment à la signature du Contrat de Cession le 24 février 2025, CFSL a souscrit à 3.300 Obligations Convertibles en actions d'une valeur nominale unitaire de 1.000€ émises par la Société, représentant un emprunt obligataire total de 3,3m€ (les « Obligations Convertibles » ou « OC »).

L'émission des OC a été votée par l'Assemblée Générale Extraordinaire qui s'était tenue l'an dernier, le 26 juin 2024.

Les Obligations Convertibles sont cotées sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN VINPAI1%25AUG25OC depuis le 28 février 2025. CFSL a accordé à la Société un engagement de conservation jusqu'à la conversion ou le remboursement intégral des Obligations Convertibles, sous réserve de conditions usuelles.

Le produit net des Obligations Convertibles a permis à la Société de rembourser une partie de sa dette financière à hauteur d'un montant total de 1.670k€, dont en priorité les trois dettes privées Aggro Croissance, Eiffel Apolline et Eiffel Croissance Direct d'un montant total de 1.275k€, intérêts courus inclus. Ces contrats d'emprunts avaient été souscrits le 26 juin 2020. Conformément au contrat de crédit, les comptes clos le 31 décembre 2023 auraient pu entraîner le remboursement anticipé de ces dettes. Les créanciers avaient alors confirmé maintenir l'échéance des dettes.

Le solde du produit net des OC a permis de renforcer la trésorerie, sans quoi la Société n'aurait pas pu financer son activité jusqu'à fin décembre 2025.

Le 1^{er} décembre 2025, les Obligations Convertibles ont été converties en 1.100 actions nouvelles Vinpai, au prix d'exercice de 3,00€ par action. Le nombre d'actions pleinement dilué de Vinpai post-conversion des OC s'élève à 4.561.415 actions ordinaires (contre 3.461.415 pré-conversion), suite à l'émission des 1.100 actions nouvelles souscrites par CFSL, qui représentent 24,12% du capital de la Société pleinement dilué. En cumul avec les actions Vinpai acquises dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur CFSL détient ainsi un total de 3.823.316 actions ordinaires de Vinpai représentant 83,82% du capital de la Société.

En synthèse, l'analyse des conditions d'émission des Obligations Convertibles ne font pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

5.3 - L'acte de nantissement du fonds de commerce de Vinpai en date du 24 février 2025 conclu auprès de CFSL,

En garantie du paiement des Obligations Convertibles détaillé *supra*, Vinpai a signé le 24 février un acte de nantissement (gage) sur son fonds de commerce.

Le nantissement couvre le nom commercial « Vinpai », la clientèle et l'achalandage, les droits de propriété intellectuelle, notamment les marques enregistrées, les matériels et les équipements liés à l'exploitation, le droit au bail des locaux situés à Saint-Dolay et Rieux, et les indemnités d'assurance et d'expropriation relatives au fonds de commerce.

Vinpai s'engage à maintenir l'intégrité et la valeur du fonds de commerce, à ne pas vendre ou grever d'autres sûretés sur ce fonds sans accord préalable et à informer CFSL de tout événement affectant les actifs nantis.

En cas de défaut de paiement des Obligations Convertibles garanties, CFSL peut exercer ses droits et vendre les actifs nantis après une mise en demeure restée infructueuse pendant 5 jours. Les fonds issus de cette vente seront affectés au remboursement des Obligations Convertibles garanties.

Le nantissement prend fin une fois que Vinpai a intégralement remboursé ses Obligations Convertibles.

De notre analyse, cet acte de nantissement constitue une garantie financière pour CFSL en cas de défaut de remboursement des Obligations Convertibles souscrites par Vinpai. Les termes de cet acte ne font apparaître aucun complément de prix ni au prix de l'Acquisition de Bloc de Contrôle ni au prix de conversion Obligations Convertibles et ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

5.4 - Le management package conclu entre CFSL et les fondateurs cédants

Le Contrat de Cession, inclut en complément de l'Acquisition, un management package destiné à chacun des fondateurs cédants de Vinpai, messieurs Cyrille Damany et Philippe Le Ray dont les termes et conditions ont été acceptés et signés le 28 octobre 2025.

Le management package devra être appliqué au plus tard dans les 15 jours suivants la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle selon les termes de cette lettre.

Nous avons dans ce cadre reçu et analysé la lettre adressée par CFSL à M. Le Ray et M. Damany présentant les termes et conditions de ce management package.

Cette lettre indique les différentes rémunérations de M. Le Ray et M. Damany ainsi que leur rôle y compris une rémunération fixe et variable, une prime liée à la présence dans le groupe CFSL pendant une période déterminée ainsi que des *stocks-options*.

CFSL procédera, en outre, à des attributions assimilables à des « *stock-options* » au profit des fondateurs. Ces *stocks-options* seront attribués en proportion et selon des conditions, notamment en ce qui concerne les critères d'évolution du chiffre d'affaires du Groupe cohérentes avec celles accordées aux employés du Groupe CFSL occupant une fonction et des rangs similaires à ceux qui seront occupés par M. Le Ray et M. Damany.

L'attribution de *stock-options* est usuelle dans ce type d'opération et permet aux fondateurs de Vinpai intégrant le groupe CFSL d'avoir accès à un plan déjà existant au sein du groupe de l'Initiateur. Cette attribution est par ailleurs indépendante de la rémunération en actions CFSL de leurs actions cédées lors de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

L'analyse du plan et des conditions de réalisation n'appelle pas de commentaire particulier de notre part et ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

5.5 - L'Accord de Coopération à l'Offre « Tender Offer agreement »

L'Initiateur et la Société ont conclu le 24 février 2025 un Accord de Coopération à l'Offre (« Tender Offer Agreement »), destiné à organiser la collaboration des parties dans le cadre de l'Offre en cas de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Cet accord prévoit notamment l'engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre au prix de 3,60€ par action à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, ainsi que l'engagement de la Société de désigner un expert indépendant, de coopérer avec celui-ci et d'émettre, sur la base de son rapport, un avis favorable sur l'Offre.

L'Accord comprend également des engagements de non-sollicitation d'offres concurrentes jusqu'à la clôture de l'Offre, de non-cession et de non-apport des actions auto-détenues, ainsi que la poursuite des activités dans le cours normal des affaires.

L'Accord précise en outre que, postérieurement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur pourra désigner la majorité des membres du conseil d'administration, certains administrateurs actuels demeurant toutefois en fonction jusqu'à la réalisation de l'Offre.

De manière générale, l'accord contient des conditions usuelles de coopération entre les parties.

En synthèse, l'analyse de cet Accord de Coopération ne fait pas apparaître de stipulations susceptibles de remettre en cause le prix de l'Offre, ni d'altérer l'équité des conditions financières de l'Offre. Il vise essentiellement à organiser les relations entre les parties dans le cadre de l'Offre de manière usuelles dans ce type de transaction.

5.6 - Conclusion

L'examen des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître de clause assimilable à un complément de prix ou d'avantage particulier qui remettrait en cause l'équité de l'Offre.

6 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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

en €/action	Etablissement Présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre de 3,60€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle		3,60 €		3,60 €	0,0%
Référence à l'émission des Obligations Convertibles CFSL en actions Vinpai		3,00 €		3,00 €	20,0%
Référence à l'augmentation de capital de 300k€ le 4 novembre 2024 souscrite par plusieurs investisseurs		n/a		3,00 €	20,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés		2,68 €		2,27 €	58,8%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 24 février 2025)		3,25 €		3,25 €	10,8%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n/a		3,16 €	14,1%
Cours moyen pondéré 1 mois**		3,19 €		3,16 €	14,1%
Cours moyen pondéré 60 jours**		n/a		3,06 €	17,8%
Cours moyen pondéré 3 mois**		3,01 €		n/a	n/a
Cours moyen pondéré 120 jours**		n/a		3,02 €	19,2%
Cours moyen pondéré 6 mois**		3,04 €		3,04 €	18,6%
Cours moyen pondéré 180 jours**		n/a		3,42 €	5,2%
Cours moyen pondéré 250 jours**		n/a		3,81 €	-5,4%
Cours moyen pondéré 12 mois**		3,82 €		3,82 €	-5,7%
Méthode des comparables boursiers	2,35 €	3,06 €	3,76 €	1,89 €	90,2%

n/a : non applicable

** Calcul des cours moyen pondérés au 24/02/2025

Il est rappelé qu'au terme d'un contrat d'acquisition d'actions en date du 24 février 2025, l'Initiateur et les Actionnaires Cédants sont convenus des modalités de l'acquisition par l'Initiateur de 2.723.316 actions Vinpai représentant 78,68% du capital social et 74,42% des droits de votes théoriques de la Société au prix de 3,60€ par action. Cette Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée en date du 27 novembre 2025.

Concomitamment à la conclusion du contrat d'acquisition d'actions, l'Initiateur a souscrit 3.300 Obligations Convertibles en actions Vinpai au prix de 3,00€ pour un montant total de 3,0m€. L'intégralité des Obligations Convertibles a été converti le 1^{er} décembre 2025 et a donné lieu à l'émission de 1.100.000 actions Vinpai nouvelles au profit de l'Initiateur.

A l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la conversion des Obligations convertibles et à la date du projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 3.850.052 actions du capital de Vinpai représentant 84,40% du capital social et 81,42% des droits de votes théoriques de la Société incluant les actions auto-détenues assimilées aux actions détenues par l'Initiateur.

L'opération s'inscrit dans la stratégie de croissance externe de l'Initiateur et une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société.

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

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issu de l'Offre ni de demander la radiation de la côte de la Société du marché Euronext Growth.

L'Offre est facultative pour les actionnaires de Vinpai. Elle permet aux actionnaires de Vinpai qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action de la Société fait ressortir les valeurs suivantes :

- Entre 3,00€ et 3,60€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital de la Société ;
- de 2,27€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 3,06€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 3,16€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse ;
- de 1,89€ pour la méthode des comparables boursiers.

Le prix offert de 3,60€ par action dans le cadre de l'Offre :

- présente une prime comprise entre 0,0% et 20,0% sur les valeurs ressortant de la référence aux transactions récentes sur le capital de la Société ;
- présente une prime de 58,8% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime comprise entre 14,1% (cours moyen pondéré 20 jours) et 17,8% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 90,2% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

Par ailleurs, l'analyse des accords connexes ne fait pas apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix constaté lors de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, et présentant des primes sur les méthodes d'évaluation mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre facultative pour les actionnaires minoritaires, proposant un prix de 3,60€ par action Vinpai, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Vinpai.

Fait à Levallois-Perret, le 27 avril 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

1BE261BC0E384A6...

Olivier Grivillers

7 - Annexe – Lettre de mission



A l'attention de Monsieur Olivier Grivillers
Crowe HAF
16, rue Camille Pelletan
92300 LEVALLOIS-PERRET

Saint-Dolay, le 14 mars 2025

Monsieur,

Le Groupe Vinpai est un groupe français spécialisé dans les ingrédients naturels. Il 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.

Le Groupe 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. Le Groupe s'adresse à divers secteurs, notamment l'agro-alimentaire, la cosmétique, la nutraceutique.

Les actions de Vinpai sont cotées sur Euronext Growth Paris.

La société CAMLIN FINE SCIENCES LIMITED (« **CFSL** »), qui détient à la date des présentes 83,82 % du capital social et 80,86 % des droits de vote de Vinpai, a indiqué qu'elle déposerait début mai 2026 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire sur le solde des actions composant le capital social de Vinpai non détenues par CFSL, à un prix par action Vinpai de 3,60 € (l'« **Offre** »).

Dans ce cadre, un comité ad hoc a été constitué par le Conseil d'administration de Vinpai (le « **Comité ad hoc** ») qui a pour mission de formuler une recommandation au Conseil d'administration 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. Celui-ci vous a recommandé au Conseil d'administration qui vous a nommé le 14 mars 2025.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité ad hoc.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consisterait en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendrait en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la



VINPAI SA
6, Parc d'Activités de la Fouée - 56130 Saint-Dolay, France
146, rue Joseph Rouxel - 56350 Rieux, France
Phone : +33 (0)2 23 10 04 00 – Mail : contact@vinpai.com
RCS VANNES - VAT Registration No: FR82534747605



recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante viserait à apprécier le prix des titres Vinpai qui serait proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Elle devra permettre au Conseil d'administration de Vinpai d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1 1° lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'Offre ;
- 231-1 2° lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance.

Calendrier indicatif de l'opération

Dans le calendrier indicatif de l'opération, il est envisagé le dépôt du projet de la note d'information de CFSL le 4 mai 2026 et la remise de votre rapport au cours de la semaine du 20 avril 2026, préalablement à la réunion du Conseil d'administration de Vinpai devant émettre son avis sur le projet d'Offre.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Crowe HAF dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisées et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF :

- des entretiens réguliers avec le management de Vinpai et le Comité ad hoc ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de Vinpai (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de Vinpai...);
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'alinéa 4 de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;



VINPAI SA
6, Parc d'Activités de la Fouée - 56130 Saint-Dolay, France
146, rue Joseph Rouxel - 56350 Rieux, France
Phone : +33 (0)2 23 10 04 00 - Mail : contact@vinpai.com
RCS VANNES - VAT Registration No: FR82534747605



- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez voir les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Crowe HAF, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

Philippe Le Ray
Directeur général



VINPAI SA
6, Parc d'Activités de la Fouée - 56130 Saint-Dolay, France
146, rue Joseph Rouxel - 56350 Rieux, France
Phone : +33 (0)2 23 10 04 00 – Mail : contact@vinpai.com
RCS VANNES - VAT Registration No: FR82534747605