

CA 2023 ET CONTACT SOCIÉTÉ

FIN D'ANNÉE DÉCEVANTE, OBJECTIFS 2025 RENOUVELÉS

Les ventes 2023 sont décevantes, avec un rebond au T4 trop faible. Après le contretemps au T3 lié à un arrêt de production, la croissance T4 a souffert de la livraison tardive des équipements et d'une demande moindre sur le segment des Arômes. Néanmoins, avec un outil industriel désormais totalement opérationnel, un carnet de commandes élevé, une demande sous-jacente importante sur Vin'Specialities et la contribution de nouveaux ingrédients, la dynamique MT devrait être robuste. Les objectifs 2025, sur lesquels nous restons alignés, ont été réitérés. Après avoir abaissé légèrement notre CA 2024e, nous ajustons notre OC à 10,3€ (vs 10,4€) et réitérons notre opinion ACHAT.

Thibaut Voglimacci -

Stephanopoli
+33 1 44 88 77 95

tvoglimacci@invest-securities.com

Jamila El Bougrini, PhD, MBA

+33 1 44 88 88 09

jelbougrini@invest-securities.com

Document achevé de
rédiger le 26/01/2024 7:30

Document publié le
26/01/2024 7:30

Fin d'année 2023 décevante

La publication du CA 2023 est ressortie en hausse de +27% à 7,9m€, mais en-dessous de nos attentes (vs 8,7m€, +40% att) avec un T4 particulièrement décevant (1,8m€, +37% vs 2,6m€, +100% att). Après le contretemps lié à un arrêt de production au T3, le fort rebond attendu au T4 n'a pas eu lieu alors que la base de comparaison était plutôt favorable. La croissance T4 a souffert de la livraison tardive des équipements commandés (mi-novembre au lieu de fin septembre) et de leur mise en œuvre plus longue que prévue. Malgré une demande sous-jacente solide pour la gamme Vin'Specialities, on souligne la contreperformance de la France (-10% en 2023), affectée par une baisse des ventes d'arômes aux industriels consécutive à une demande moins élevée des consommateurs pour les plats cuisinés du fait d'un pouvoir d'achat en berne. Les ventes Agroalimentaire ressortent ainsi à 6,4m€ (vs 7m€ att) et les ventes Cosmétiques & Nutraceutiques à 1,5m€ (vs 1,7m€ att).

Une dynamique 2024 plus favorable, objectifs 2025 réitérés

Après une année 2023 principalement dédiée au financement du groupe et à l'augmentation des capacités industrielles, le groupe présente en 2024 tous les ingrédients pour commencer véritablement à délivrer. Les nouvelles lignes industrielles permettront d'atteindre l'objectif de 650T/M pour la gamme Vin'Specialities. Selon nous, ce volume de production est suffisant pour réaliser un CA >20m€/an. Le carnet de commandes à fin décembre s'établit à 5m€ dont 3m€ à livrer dès le T1 24. En supposant un carnet de commandes stable, on peut estimer que le CA devrait atteindre au moins 12m€ en 2024. Ainsi, par précaution, nous abaissons légèrement le CA 2024e à 12m€ (vs 12,7m€ préc.). En 2024, nous anticipons l'atteinte de la rentabilité mais compte tenu de la contreperformance au S2 23, nous estimons qu'un bridge de trésorerie fin 2024/2025 (2,5m€ au total) pourrait être nécessaire avant l'auto-financement de la croissance. Enfin, la contreperformance au S2 23 ne remet pas en cause la guidance 2025 qui a été réitérée et sur laquelle nous restons alignés.

Vin'Curd+ vient renforcer la gamme Vin'Specialities en attendant Vin'UV

Le groupe renforce sa gamme Vin'Specialities avec un nouvel ingrédient, Vin'Curd+. Ce dernier augmente la productivité de la production de caillé de fromage et une 1^{ère} vente a été enregistrée en janvier. Pour rappel, la gamme Vin'Specialities devrait être le principal levier de croissance (TMVA 22-26e : +49% vs +37% au niveau groupe).

en € / action	2023e	2024e	2025e
BNA dilué	-0,36	0,01	0,19
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.

au 31/12	2023e	2024e	2025e
PE	n.s.	557,9x	28,5x
VE/CA	2,6x	1,8x	1,4x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	95,6x	17,7x
VE/EBITA ajusté	n.s.	12856,1x	26,1x
FCF yield*	n.s.	0,1%	0,2%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours de clôture du 24/01/2024	5,5
Nb d'actions (m)	3,4
Capitalisation (m€)	18
Capi. flottante (m€)	18
ISIN	FROO1400AXT1
Ticker	ALVIN-FR
Secteur DJ	Health Technology

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,5%	+13,5%	n.d.
Variation relative	-1,5%	+1,3%	n.d.

Source : Factset, estimations Invest Securities

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

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

invest-securities.com

Concernant Vin'UV Protect, les développements se poursuivent, principalement sur la dispersion de l'ingrédient dans différentes galéniques. L'objectif étant d'obtenir une dispersion et une répartition optimale. Des validations additionnelles in-vivo sont également nécessaires. Dans nos hypothèses de valorisation, nous considérons que Vin'UV Protect pourrait venir renforcer significativement les perspectives en Cosmétique à partir de 2025 (2,5m€ de ventes en 2025).

OC ajusté à 10,3€ (vs 10,4€ préc.), opinion ACHAT réitérée

Après révision de nos estimations et actualisation du modèle, nous ajustons notre OC à 10,3€ (vs 10,4€ préc.). Notre valorisation repose sur une Somme des Parties (SOP) avec : un OC découlant d'une moyenne d'un DCF (7,1€) et d'une valorisation par Comparables (7,6€) avec une décote de -20%, à laquelle nous ajoutons une rNPV (POS 25%) de 3,0€/action sur Vin'UV. Nous réitérons notre opinion ACHAT.

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
BNA publié	-0,05	-0,70	-0,65	-0,55	0,01	0,21	0,37	0,53
BNA corrigé dilué	-0,30	-0,56	-0,63	-0,36	0,01	0,19	0,34	0,50
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	n.s.	n.s.	n.s.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	557,9x	28,5x	15,9x	10,9x
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.	2,6x	1,8x	1,4x	1,1x	0,8x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	95,6x	17,7x	10,7x	7,2x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	12856,1x	26,1x	14,3x	9,2x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,1%	0,2%	5,7%	8,7%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,1%	6,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

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

Valeur d'Entreprise (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Cours en €	n.s.	n.s.	n.s.	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Capitalisation	n.s.	n.s.	n.s.	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Dette Nette	n.s.	n.s.	n.s.	2,0	3,0	3,9	3,7	2,2
Valeur des minoritaires	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.s.	n.s.	n.s.	20,4	21,3	22,2	22,0	20,5

Compte résultat (m€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
CA	4,4	5,1	6,2	7,9	12,0	16,1	20,8	24,9
var.		+16,9%	+21,3%	+26,8%	+52,6%	+33,5%	+29,6%	+19,4%
EBITDA ajusté	-0,8	-1,3	-1,3	-0,8	0,2	1,3	2,1	2,8
EBITA ajusté	-1,1	-1,9	-1,5	-1,0	0,0	0,9	1,5	2,2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	-0,1	-1,6	-1,4	-1,5	0,1	1,0	1,6	2,3
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
IS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,5
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,1	-1,6	-1,5	-1,9	0,0	0,7	1,2	1,8
RN pdg corrigé	-0,7	-1,3	-1,4	-1,2	0,0	0,6	1,2	1,7
var.		+87%	+14%	-16%	-103%	+1860%	+79%	+46%

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

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

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,9%	7,8%	9,9%	11,5%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0%	5,3%	7,4%	9,0%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,3%	4,0%	5,5%	6,8%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0%	9,3%	15,2%	21,4%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,7%	12,3%	17,8%	20,5%
DN/FP	150,5%	452,9%	1229,3%	45,4%	65,9%	74,5%	56,7%	26,7%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	13,3x	3,1x	1,8x	0,8x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Vinpai commercialise une gamme exhaustive et innovante d'ingrédients naturels à destination de l'agroalimentaire, de la cosmétique et de la nutraceutique. La demande du marché est forte, soutenue par les grandes tendances de consommation. Grâce à un savoir-faire reconnu, un positionnement pertinent, l'obtention de la certification FSSC 22000, la récurrence du CA et un pipeline séduisant, nous tablons sur un quasi doublement de la croissance d'ici 2026 et une amélioration sensible des marges. La valorisation actuelle ne reflète pas justement les perspectives.

ANALYSE SWOT

FORCES

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

OPPORTUNITES

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

FAIBLESSES

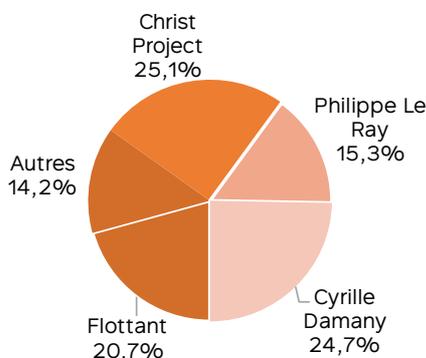
- ❑ Petit acteur confronté à des mastodontes
- ❑ Dépendance modérée à certains clients
- ❑ Liquidités faibles

MENACES

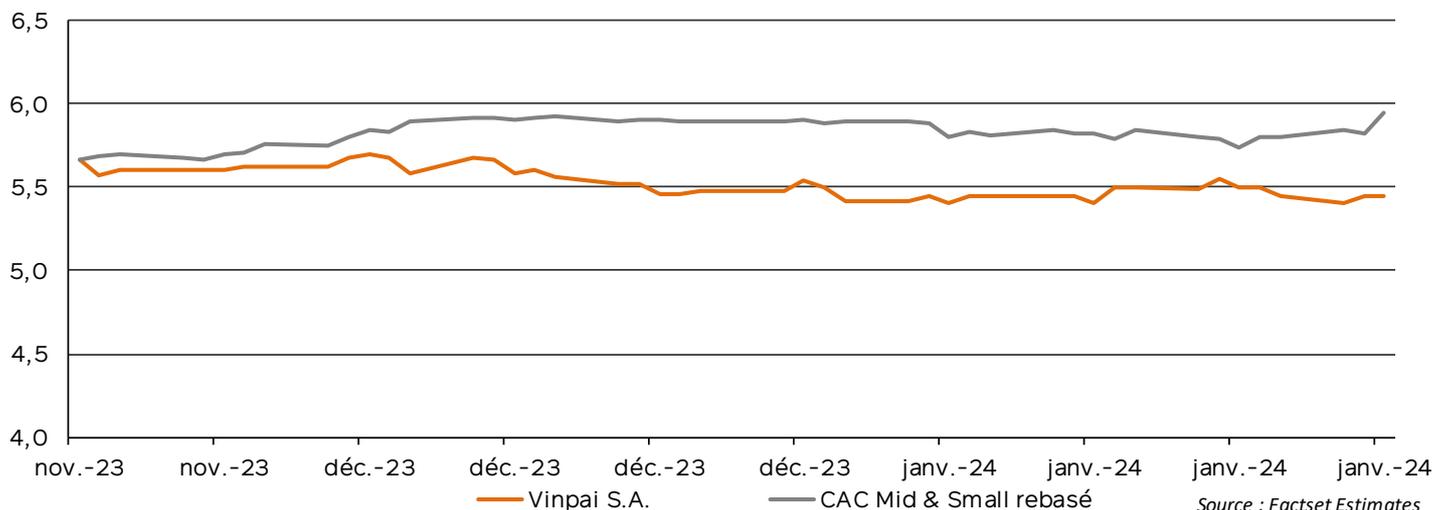
- ❑ Concurrence sur les ingrédients de spécialité
- ❑ Risque d'échec ou retard sur Vin'UV Protect
- ❑ Risque de liquidité et de dilution

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Actionnariat



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



Source : Factset Estimates

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

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

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

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

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

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

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

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

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

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

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

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

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

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

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
Vinpai	Thibaut Voglimacci	10-nov.-23	ACHAT	10,40	+89%
Vinpai	Thibaut Voglimacci	26-sept.-23	ACHAT	11,00	+129%

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

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

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

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

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

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

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint
Responsable Marché Primaire
+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Stéphane Afonso
Analyste Immobilier

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

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

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

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech / Healthtech

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

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

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

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Analyste Automobile

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

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

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

SALLE DE MARCHÉ

Raphael Jeannet
Vente Institutionnelle

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

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle

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

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

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

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

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

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

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

Fabien Huet
Liquidité

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