

RÉSULTATS S1 24

OBJECTIFS REPORTÉS À 2026, VALORISATION TRÈS FAIBLE

Le groupe a présenté des résultats S1 décevants avec des marges plombées par le mix produit et des dépenses élevées. La société est pénalisée par un environnement de marché défavorable. Le groupe a décidé de reporter d'une année ses objectifs 2025 qui étaient déjà très exigeants. Dans ces conditions dégradées, la visibilité financière est faible et nous estimons le besoin de financement à 4m€ à long terme. Après mis à jour, nous abaissons notre OC à 6,7€ (vs 8,4€). Le positionnement du groupe sur le marché des ingrédients naturels est intéressant avec une croissance qui devrait rester dynamique et favoriser le redressement des marges jusqu'à la rentabilité. La valorisation actuelle intègre un scénario trop pessimiste. Nous réitérons notre opinion ACHAT.

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

Jamila El Bougrini, PhD
+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@invest-securities.com

Document achevé de
rédiger le 03/10/2024 7:30

Document publié le
03/10/2024 7:30

Résultats décevants, plombés par le mix et des dépenses élevées

Alors que la publication du CA T2 de juillet était marquée par une croissance robuste, mais en-deçà de nos attentes du fait d'une nette contreperformance en Amérique du Sud et plus globalement d'un environnement de marché défavorable pour l'industrie des ingrédients naturels, les résultats S1 sont également décevants.

En détails, la marge brute ne ressort qu'à 41,6% vs 47,8% att, soit un retrait de -700pbs vs S1 23. Cela s'explique par l'effet du mix produits avec des ventes d'arômes naturels faibles en France dans un contexte de forte inflation avec des consommateurs se détournant des plats préparés. Ces dernières n'ont pas été compensées par les nouveaux produits aux marges plus élevées (V-SALT, Fibra, Curd+) et par l'activité Aromalogie qui peine à trouver son marché. En parallèle, les dépenses opérationnelles s'élèvent à -3,5m€ vs -3,0m€ att, en hausse de +22%. La divergence repose sur une hausse des charges externes plus rapide que le CA (+28% vs +19%) du fait d'une augmentation du leasing pour les nouvelles installations de Saint-Dolay et des dépenses marketing plus élevées pour accroître la visibilité du groupe à l'étranger. De plus, les Salaires ont progressé plus rapidement qu'attendu (+19% vs +2%) avec l'augmentation des ETP (+4) pour s'adapter aux nouvelles capacités de production. En somme, l'EBITDA société ressort à -0,9m€ vs -0,2m€ att et la perte nette se creuse à -1,3m€ vs -0,5m€ att et -0,8m€ au S1 23.

Report d'un an de la guidance 2025

A la suite de cette publication décevante, tant sur le volet de la croissance des ventes que sur les niveaux de marge, le groupe a décidé de reporter d'une année ses objectifs 2025. Même si la croissance reste relativement élevée, le groupe ne réussit pas encore à surpasser sa dynamique historique (~+20%). Le marché des ingrédients est affecté par des déstockages post Covid et une gestion plus rigoureuse des flux des clients qui sont confrontés à une demande plus faible en produits naturels. La consommation des ménages s'est effectivement contractée de -5/-10% en fonction des zones géographiques. Comme évoqué précédemment (Cf Flash du 17/07), l'objectif de 16m€ de CA en 2025 était devenu exigeant car il supposait l'atteinte d'un CA mensuel moyen de 1,3m€, en accélération de +57% par rapport au rythme mensuel sur le S1. Dans ces conditions de marché dégradées, le groupe reporte cet objectif à 2026, ce qui nous semble plus cohérent avec une croissance annualisée de +26%, en légère accélération (20-23 : +22%).

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse. .../...

en €/ action	2024e	2025e	2026e
BPA ajusté	-0,47	-0,09	0,05
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	+680,5%	-163,1%	-76,5%

au 31/12	2024e	2025e	2026e
PE	n.s.	n.s.	71,0x
VE/CA	2,3x	1,8x	1,5x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	27,3x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	122,4x
FCF yield*	n.s.	n.s.	1,4%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	30/09/2024		3,8
Nb d'actions (m)			3,4
Capitalisation (m€)			13
Capi. flottante (m€)			3
ISIN			FR001400AXT1
Ticker			ALVIN-FR
Secteur DJ			Health Technology

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-10,1%	-4,0%	-29,2%
Variation relative	-10,8%	-6,0%	-35,9%

Source : Factset, estimations Invest Securities

Ce niveau de croissance n'est pas au rendez-vous des objectifs initialement fixés mais reste intéressant pour une PME évoluant sur le marché des ingrédients. Du point de vue de la marge, l'objectif d'une marge d'EBITDA société supérieur à 10% en 2025 paraissait également irréalisable au regard de la marge brute et de la structure de coûts fixes présentées au S1. Sur la marge brute, la croissance sera soutenue par les nouveaux produits de Spécialité, mieux margés, mais le niveau de 49% atteint en 2023 nous semble difficilement atteignable, aussi rapidement, compte tenu du contexte de marché défavorable pour les produits naturels et en particulier les arômes et la gamme Aromalogie. De même, les dépenses opérationnelles devraient se réduire légèrement au S2 (-150/-200k€), mais insuffisamment pour envisager l'atteinte d'une marge d'EBITDA de 10% en 2025. A la suite de cette publication, nous abaissons nos estimations de croissance et nous alignons sur l'objectif de CA de 16m€ en 2026 (TMVA 23-26 : +26%) qui n'est pas excessif par rapport à la dynamique historique et intègre justement l'environnement de marché dégradé actuel, les nouveaux leviers de croissance (V-SALT, Fibra, Curd+) et l'expansion géographique. Les conditions de marché pourraient s'améliorer avec une tendance de fond forte pour la naturalité qui reste forte, comme en témoigne la récente interdiction des arômes artificiels fumés dans l'UE ou les réflexions sur les additifs chimiques. Par ailleurs, une surperformance du marché indien à la suite de la signature de l'accord avec Enhance Gourmet pourrait nous inciter à être plus offensifs sur la croissance. Sur les marges, nous relevons le niveau des OPEX pour mieux refléter la situation au S1 et nous sommes plus prudents que le groupe en 2026 (7,5% att vs >10% guidé). Comme expliqué précédemment, à ce stade, un redressement de la marge brute aux niveaux de 2023 qui pourrait permettre d'atteindre l'objectif nous semble trop offensif.

Concernant le développement de Vin'UV Protect, le développement poursuit son cours avec avant la fin de l'année la réalisation des tests in vivo et la finalisation du dossier produit pour un début de commercialisation potentiel au T4 24. L'objectif est d'être présent dans les formulations pour l'été 2026. En conséquence, le filtre solaire ne devrait véritablement commencer à contribuer à la croissance qu'à partir de 2026. Les objectifs 2026 n'intègrent pas d'hypothèses de ventes sur Vin'UV Protect. Dans notre rNPV sur Vin'UV Protect, nous intégrions initialement des ventes à partir de début 2025, que nous décalons à fin 2025 par précaution.

Visibilité faible, un nouveau besoin de financement évalué à 4m€

Avec une trésorerie à fin septembre de 184k€, le groupe évalue son horizon financier à décembre 2024, conformément à nos attentes. Sur le S1, le groupe a fait face au creusement de sa perte nette et aux échéances de dette (-2m€) avec une levée de dettes à hauteur de 2,5m€ et un refinancement en comptes courants d'associés pour 1m€. La société cherche d'autres sources de financement pour refinancer ses dettes, en les rééchelonnant, et pour financer son développement.

Initialement, nous supposions que le groupe nécessitait un financement additionnel d'au moins 3m€ pour financer son BFR, sa croissance et rembourser ses dettes. Selon nos hypothèses, en plus des financements au S1, compte tenu de la consommation de cash plus élevée de l'activité jusqu'à l'atteinte de l'autofinancement de la croissance en 2026 (-190k€/mois en 2024 vs -90k€ précédemment et -50k€/mois en 2025 vs +10k€/mois préc.), le groupe devrait avoir besoin d'un nouveau financement d'au moins 4m€ pour s'assurer une continuité d'exploitation à long terme. Nous intégrons ce besoin de financement dans notre modèle sous la forme d'une AK avec une décote de -25%. Notre modèle incluait précédemment une AK de 3m€ avec une décote de -15% que nous augmentons compte tenu de la situation plus délicate qu'anticipé. Nous intégrons un scénario plutôt dilutif alors que la société a démontré sa faculté à négocier des prêts bancaires. Nous ajusterons nos hypothèses en fonction des réalisations.

OC abaissé à 6,7€ (vs 8,4€), opinion ACHAT réitérée

Après actualisation du modèle et révision baissière de nos estimations, nous abaïssons notre OC à 6,7€ (vs 8,4€). Notre valorisation repose sur une SOP d'une moyenne d'un DCF (4,5€ vs 5,9€) et de Comparables (4,8€ vs 6,2€) de 4,6€/action (vs 6,0€/action) qui correspond à notre valorisation hors Vin UV et d'une rNPV sur Vin'UV Protect de 2,1€/action (vs 2,4€/action). A noter que, hors Vin'UV, notre valorisation, totalement diluée du besoin de financement additionnel estimé à 4m€, offre un potentiel de +25% par rapport au dernier cours (3,7€ le 02/10).

En dépit de notre déception sur les résultats SI qui sont marqués par une situation financière plus tendue qu'anticipé, le positionnement du groupe sur le marché des ingrédients naturels est intéressant avec une croissance qui devrait rester dynamique et favoriser le redressement des marges jusqu'à la rentabilité en 2026. Le contexte de marché défavorable devrait également s'améliorer à long terme compte tenu des tendances de fond favorisant le naturel. La valorisation actuelle est également très décotée par rapport aux pairs européens avec un marché qui semble aujourd'hui avoir purgé la dynamique décevante depuis l'IPO. Par ailleurs, les multiples VE/CA 2024-26e sont décotés de -40% sur la moyenne du secteur des ingrédients européens. A un cours de 4,6€/action, la décote moyenne sur les multiples de VE/CA 2024-26e ressort à -25%. Nous réitérons notre opinion ACHAT.

Résumé de notre valorisation (avant et après)

Après révisions	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
DCF (1)	3,8 €	4,5 €	5,1 €
Comparables après décote de -20% (2)	3,4 €	4,8 €	6,2 €
(3) = Moyenne (1) et (2)	3,6 €	4,6 €	5,6 €
rNPV Vin'UV Protect (4)		2,1 €	
(3) + (4)	5,7 €	6,7 €	7,7 €

Avant révisions	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
DCF	5,3 €	5,9 €	6,9 €
Comparables après décote de -20% (2)	3,9 €	6,2 €	8,8 €
(3) = Moyenne (1) et (2)	4,6 €	6,0 €	7,8 €
rNPV Vin'UV Protect (4)		2,4 €	
(3) + (4)	7,0 €	8,4 €	10,2 €

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
BPA publié	-0,05	-0,70	-0,65	-1,02	-0,47	-0,09	0,07	0,21
BPA ajusté dilué	-0,30	-0,56	-0,63	-0,57	-0,47	-0,09	0,05	0,19
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+246,9%
BPA du consensus	n.s.	n.s.	n.s.	-0,57	-0,06	0,15	0,23	0,34
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	-0,4%	+680,5%	-163,1%	-76,5%	-44,8%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out ratio	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF opérationnel net IS après BFR	n.s.	n.s.	n.s.	-0,23	-0,69	-0,30	-0,02	0,17
Actif Net Comptable	n.s.	n.s.	n.s.	0,43	1,07	0,96	1,04	1,30

Ratios de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	71,0x	20,5x
P/AN	n.s.	n.s.	n.s.	13,0x	3,6x	4,0x	3,7x	3,0x
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.	3,05x	2,35x	1,82x	1,45x	1,20x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	27,3x	12,8x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	122,4x	22,6x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,4%	4,5%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,9%
Rendement du dividende	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	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	2,3	2,3	2,3	3,4	4,8	4,8	4,8	4,8
Cours en €	n.s.	n.s.	n.s.	5,5	3,8	3,8	3,8	3,8
Capitalisation	n.s.	n.s.	n.s.	18,6	18,2	18,2	18,2	18,2
Dette Nette	n.s.	n.s.	n.s.	4	3	4	4	3
Valeur des minoritaires	n.s.	n.s.	n.s.	0	0	0	0	0
Provisions/ quasi-dettes	n.s.	n.s.	n.s.	0	0	0	0	0
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.s.	n.s.	n.s.	24,1	22,3	23,2	23,2	22,3

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	5,3%	9,3%
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%	5,3%
Taux d'imposition	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,9%	-16,4%
RN ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,6%	4,8%
Conversion de l'EBITDA en FCF	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-8,0%	37,7%
Capex/CA	0,0%	-1,1%	-1,2%	-3,3%	-1,6%	-1,2%	-1,8%	-1,9%
BFR /CA	39,1%	28,8%	21,5%	11,7%	14,4%	14,6%	14,1%	10,0%
DSO (en jours de CA)	143	105	78	43	53	53	52	36
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,9%	20,0%
ROCE hors incorporels	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,2%	20,8%
ROE ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,4%	17,9%
DN/FP	150,5%	452,9%	1229,3%	178,8%	67,9%	100,6%	91,9%	56,2%
DN/EBITDA ajusté (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,3x	1,6x
Ratio couverture des frais financiers	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,8x	10,6x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
CA	4,4	5,1	6,2	7,9	9,5	12,8	16,0	18,7
croissance organique		+16,9%	+21,3%	+27,0%	+20,2%	+34,4%	+25,0%	+16,9%
var.	n.s.	+16,9%	+21,3%	+27,0%	+20,2%	+34,4%	+25,0%	+16,9%
EBITDA ajusté	-0,8	-1,3	-1,3	-1,4	-1,7	-0,1	0,8	1,7
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+105,1%
Amortissements ajustés	-0,3	-0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
EBITA ajusté	-1,1	-1,9	-1,6	-2,0	-2,4	-0,6	0,2	1,0
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+420,0%
Eléments exceptionnels	0,9	0,4	0,2	-1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT	-0,1	-1,6	-1,4	-3,1	-2,0	-0,3	0,5	1,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+148,0%
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Résultat avant impôt	-0,2	-1,7	-1,6	-3,6	-2,3	-0,5	0,3	1,2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+273,1%
IS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2
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	-3,4	-2,2	-0,4	0,3	1,0
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+191,6%
RN pdg ajusté	-0,7	-1,3	-1,4	-1,9	-2,2	-0,4	0,3	0,9
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+246,9%
Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté	-0,8	-1,3	-1,3	-1,4	-1,7	-0,1	0,8	1,7
IS théorique / EBITA ajusté	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,4
Capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
FCF opérationnel net IS avt BFR	-0,8	-1,4	-1,4	-1,7	-1,9	-0,4	0,3	1,0
Variation BFR	-0,5	0,1	0,9	0,4	-0,8	-0,8	-0,4	-0,4
FCF opérationnel net IS après BFR	-1,3	-1,3	-0,5	-1,3	-2,7	-1,1	-0,1	0,7
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	3,4	3,0	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	-1,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Variation nette de trésorerie	-3,0	-1,3	-0,4	0,8	0,2	-1,2	-0,1	0,6
Bilan économique simplifié (m€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	1,0	0,8	1,2	1,6	1,6	2,1	2,6	3,1
- dont incorporels/GW	1,7	1,5	1,0	0,9	0,7	0,5	0,4	0,2
- dont actifs corporels	0,0	0,0	0,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
BFR	1,7	1,5	1,3	0,9	1,4	1,9	2,3	2,5
- dt créances clients	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- dt stocks	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Capitaux Propres groupe	2,4	1,1	0,4	2,4	4,1	3,7	4,0	5,0
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	4,2	2,8	3,7	3,7	2,8
- dt dette financière brute	4,0	5,4	5,8	4,5	5,6	4,5	3,7	2,7
- dt trésorerie brute	0,4	0,5	0,4	0,3	2,8	0,8	0,1	-0,1

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
- ❑ Portefeuille exhaustif et verticalisé

FAIBLESSES

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

OPPORTUNITES

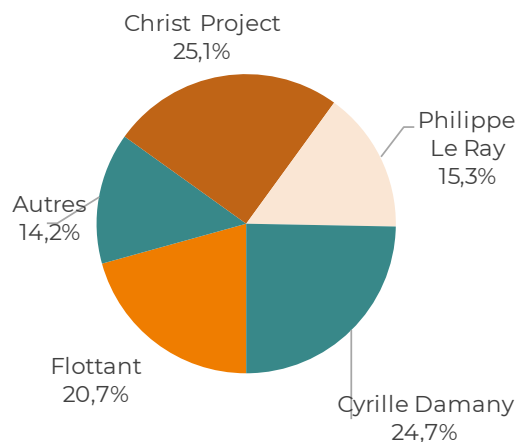
- ❑ Elargissement de la clientèle
- ❑ Nouveaux ingrédients
- ❑ Consolidation du secteur

MENACES

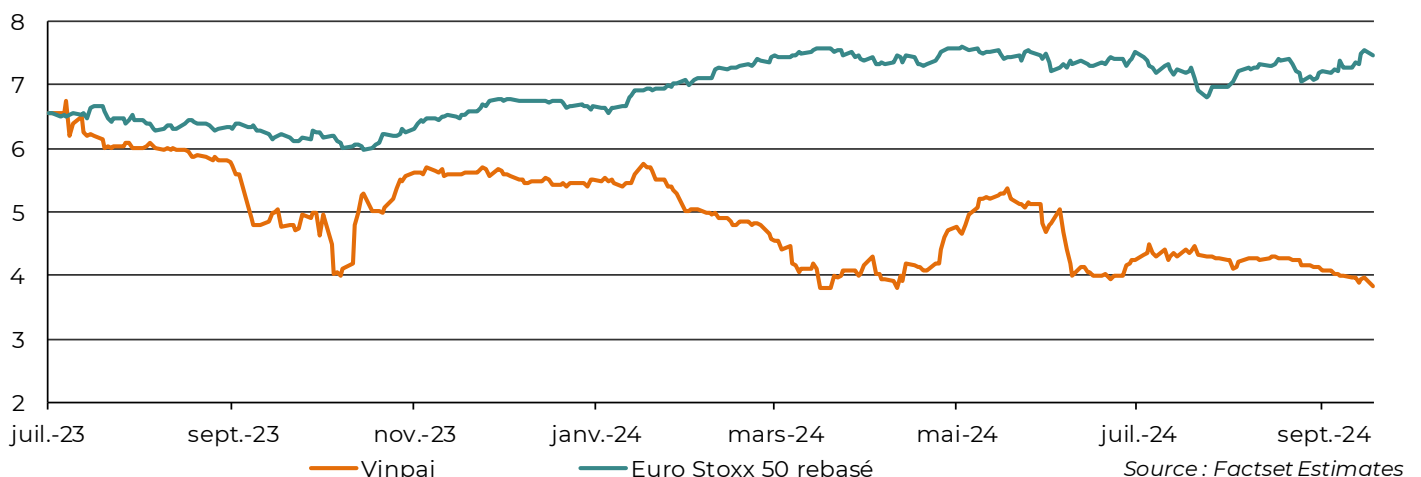
- ❑ Concurrence sur les ingrédients de spécialité
- ❑ Risque d'échec ou retard sur Vin'UV Protect
- ❑ Risque de liquidité et de dilution

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

ACTIONNARIAT



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



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 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	Cours à date	Potentiel vs Objectif
Vinpai	Thibaut Voglimacci	17-juil.-24	ACHAT	8,4	4,3	+94%
Vinpai	Thibaut Voglimacci	24-avr.-24	ACHAT	9,0	4,0	+125%
Vinpai	Thibaut Voglimacci	09-avr.-24	ACHAT	9,1	4,1	+123%
Vinpai	Thibaut Voglimacci	24-janv.-24	ACHAT	10,3	5,5	+89%
Vinpai	Thibaut Voglimacci	19-janv.-24	ACHAT	10,4	5,5	+91%

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

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

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

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

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

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Stéphane Afonso
Analyste Immobilier

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

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

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

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

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

Benoît Faure-Jarrosso
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosso@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

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

Eva Olejniczak
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 35
eolejniczak@all-invest.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

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

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

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

Anne Bellavoine
Senior Advisor

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

Eric Constant
Négociation

+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation

+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle

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

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

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

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

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

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

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

Fabien Huet
Contrat Liquidité

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