



Quadpack Industries, S.A.

Estrictamente privado y confidencial

Carta de Fairness Opinion

20 de Septiembre de 2024

Quadpack Industries, S.A.

Plza. Europa, 9-11 Planta 11
L'Hospitalet de Llobregat
08908 Barcelona (España)

20 de septiembre de 2024

Al Consejo de Administración de Quadpack Industries, S.A.

Fairness opinion en el contexto de Proyecto Parfum

Nos complace que Quadpack Industries, S.A. (“**Quadpack**”, la “**Compañía**” o “**Ustedes**”) haya nombrado a PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. (“**PwC**” o “**Nosotros**”) para ofrecerles nuestra opinión independiente aquí descrita.

Antecedentes y objetivos

1. El 15 de julio de 2024 se anunció la adquisición del control de Quadpack por PSB Industries SAS (“**PSB**”). La estructura prevista de la transacción incluye la adquisición del 87,51% de las participaciones de la Compañía mediante una combinación de pago en efectivo y nuevas acciones emitidas por PSB. Para el 12.49% restante del capital de la Compañía, tienen previsto una reducción de capital en efectivo, que se someterá a la aprobación de la Junta General de Accionistas (“la **Reducción de Capital**”). Tanto la toma de control por parte de PSB como la Reducción de Capital se han propuesto a un precio de 32 Euros por acción (“el **Precio**”).
2. En este contexto, Ustedes han solicitado a PwC asesorarles con nuestra opinión independiente sobre si el Precio propuesto para la Reducción de Capital es razonable desde un punto de vista de valoración (en adelante “la **Fairness Opinion**”), la cual será usada sola y exclusivamente por el Consejo de Administración de la Compañía como referencia, entre otras, para evaluar la transacción propuesta y no será utilizada con ninguna otra finalidad. Hemos realizado nuestro trabajo de acuerdo con nuestra carta de encargo de servicios profesionales de 22 de julio de 2024 (“la **Carta de Encargo**”).
3. Esta carta de Fairness Opinion independiente (la “**Carta**”) es estrictamente confidencial y, excepto en la medida que sea requerido por ley y/o regulación aplicable, no podrá ser facilitada a ningún tercero, ni reproducida, extraída o públicamente mencionada sin nuestro consentimiento expreso y escrito, el cual otorgaremos a nuestra discreción. En el Apéndice 1 mostramos un resumen de los principales aspectos de nuestro análisis de valor. Les advertimos que dicho apéndice es un resumen que no contiene necesariamente todos los análisis detallados e información utilizada. La Carta debe leerse íntegramente y cualquier extracto parcial de la misma podría conllevar a interpretaciones incorrectas.
4. En consecuencia, PwC no acepta responsabilidad de ningún tipo ante ningún tercero y renuncia a toda responsabilidad por las consecuencias de cualquier tercero que actúe o se abstenga de actuar basándose en esta Carta o para el uso de la misma por Ustedes para cualquier otro propósito diferente.

*PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., Avda. Diagonal, 640, 08017 Barcelona España
Tel.: +34 932 532 700 / +34 902 021 111, Fax: +34 934 059 032, www.pwc.es*

5. Deben tener en cuenta que nuestra valoración atiende al alcance y los objetivos acordados con Ustedes en nuestra Carta de Encargo y debe interpretarse desde la perspectiva de los intereses de los accionistas de Quadpack sujetos a la Reducción de Capital propuesta. En este sentido, es posible que otras partes, como PSB u otros, no tengan necesariamente los mismos objetivos e intereses.

Bases de valoración

6. Hemos realizado nuestro análisis de valoración a 30 de junio de 2024 (la “**Fecha de Valoración**”), teniendo en cuenta la última información financiera intermedia no auditada que nos ha sido proporcionada.
7. Nuestra valoración se limita exclusivamente a la Fecha de Valoración, y el análisis de cualquier cambio, evento o circunstancia que haya podido impactar el valor de la acción de la Compañía y que haya podido ocurrir entre la citada fecha y la de emisión de la presente Carta, o cualquier otra fecha posterior, no ha formado parte de nuestro alcance. Por ello, nuestra responsabilidad se limita, única y exclusivamente a la citada Fecha de Valoración.
8. La base de valoración ha sido el valor de mercado el cual se define por los estándares internacionales como el precio al cual se intercambiarían las acciones, a una fecha de valoración, entre un libre comprador y un libre vendedor en una transacción independiente, con adecuada concurrencia y donde las partes actúan con conocimiento, prudentemente y sin compulsión.
9. En este sentido, hemos realizado nuestro análisis de valoración de Quadpack teniendo en cuenta su situación actual, como un grupo consolidado y asumiendo el principio de empresa en funcionamiento (“going-concern”) y sin considerar los intereses de un potencial comprador. Nuestro alcance acordado no ha incluido un análisis de otros aspectos relacionados con la combinación con PSB, el valor de PSB ni el análisis financiero de otras alternativas diferentes a la Reducción de Capital propuesta a los socios minoritarios.
10. Ustedes nos han facilitado una confirmación escrita de que nuestra Carta y los materiales complementarios no contienen ningún error material u omisiones y que nos han proporcionado toda la información y hechos y son veraces y exactos.

Metodologías de valoración y alcance

11. Para llegar a nuestra conclusión de valor de las acciones de la Compañía como base de nuestra Fairness Opinion, hemos considerado las metodologías generalmente aceptadas en la práctica de valoraciones:
 - a. **Enfoque de Ingresos:** este enfoque determina el valor de un negocio basado en el valor de los flujos de caja que se espera que el mismo genere en el futuro. Este método también se denomina Descuento de Flujos de Caja (“DFC”).
 - b. **Enfoque de Mercado:** este enfoque determina el valor de mercado del negocio comparándolo con múltiplos de compañías similares que cotizan en mercados bursátiles o que hayan sido objeto de transacciones privadas.

- c. **Método de Cotización:** este enfoque analiza el precio de la acción de Quadpack para un periodo que consideramos adecuado, teniendo en cuenta la evolución histórica del precio, incluyendo la media del último trimestre previo a la fecha del anuncio, volatilidad y liquidez de la acción. En este sentido, hemos analizado que la acción cuenta con bajo volumen de negociación histórico y, por lo tanto, falta de liquidez. En estas circunstancias, el resultado obtenido con este método, los cuales son inferiores a los obtenidos con los dos métodos anteriormente citados, no se ha considerado adecuado para alcanzar nuestras conclusiones.
12. Los principales procedimientos realizados durante nuestro trabajo se detallan a continuación:
- Conversaciones con la Dirección de Quadpack para obtener un entendimiento de la transacción y la información relevante.
 - Análisis de la evolución histórica de la Compañía hasta el periodo más reciente de la información proporcionada a la Fecha de Valoración.
 - Análisis del entorno económico global y perspectivas del sector en el que opera la Compañía;
 - Análisis y discusiones desde un punto de vista financiero del último plan de negocio aprobado por la Dirección, así como las principales hipótesis e identificación de sensibilidades o escenarios ilustrativos alternativos que hayan sido relevantes para nuestro trabajo de valoración.
 - Análisis de la información pública disponible de compañías comparables cotizadas y transacciones recientes del sector para estimar múltiplos comparables y otras comparaciones financieras.
 - Análisis del desempeño histórico del precio de la acción de Quadpack en el mercado, incluyendo medias relevantes, volumen y volatilidad.
 - Preparación del modelo de valoración por DFC y el Enfoque de Mercado para la estimación del rango de valor razonable y consideración de otros factores relevantes para la conclusión de valor.
13. Nuestro alcance no ha incluido una auditoría de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, un examen de los controles internos, una due diligence (financiera, comercial, operacional, fiscal, legal, laboral, medioambiental o técnica) ni otra revisión similar o servicios de “assurance”. En consecuencia, no asumimos ninguna responsabilidad de aquella información que nos ha sido proporcionada u obtenido de fuentes terceras.
14. Además, nuestro trabajo no ha consistido en realizar la valoración de ninguna entidad legal, negocio, activos o pasivos individuales (a excepción de las acciones de Quadpack considerada como la matriz de un grupo consolidado).

Fuentes de información

15. En la elaboración de nuestro trabajo, hemos utilizado la siguiente información más relevante:
- Memorando de entendimiento de los principales términos económicos de la transacción y términos anunciados;
 - Cuenta de resultados y balance consolidado a 30 de junio de 2024 y comparación con el presupuesto 2024;
 - Cuentas anuales consolidadas auditadas para los ejercicios 2019 – 2023;
 - Último plan de negocio del grupo disponible para los años 2024 – 2028 y los principales KPI comerciales, así como discusiones de las principales hipótesis;
 - Actualización de la previsión de cuenta de resultados consolidada para FY24;
 - Presentaciones corporativas recientes de Quadpack (como *Strategy Plan 2023-2028* de fecha septiembre 2023, *Budget 2024* de fecha Enero 2024 y *Business Plan Review* de 31 de marzo de 2023);
 - Informe de analista sobre Quadpack de 30 de mayo de 2024;
 - Información pública financiera, informes de analistas y consenso de estimaciones de compañías comparables cotizadas y empresas privadas del sector; y
 - Informes y estimaciones de la industria del embalaje para productos de belleza y estimaciones macroeconómicas.
16. Nuestro trabajo se ha basado principalmente en información facilitada por Ustedes y se ha realizado bajo la premisa de que dicha información es correcta y veraz. No hemos verificado la exactitud ni la veracidad de la misma.

Opinión

17. En base al trabajo realizado, la información utilizada, las consideraciones descritas en esta Carta, **concluimos que el Precio propuesto de 32 Euros por acción de Quadpack es razonable para la Reducción de Capital desde un punto de vista de valoración a la Fecha de Valoración.**
18. Las proyecciones financieras proporcionadas por la Dirección y utilizadas como referencia para nuestro trabajo son responsabilidad de la Dirección y entendemos que constituyen su mejor y más razonable estimación con la información disponible. Sin embargo, dado que los hechos y circunstancias usualmente no ocurren como se espera, pueden haber diferencias entre los resultados proyectados y los resultados reales, las cuales pueden ser significativas. En consecuencia, no expresamos ninguna opinión sobre las diferencias entre los resultados reales obtenidos con los resultados proyectados, y no asumimos ninguna responsabilidad ni emitimos opinión sobre su cumplimiento.

19. Dada su naturaleza, el trabajo de valoración no puede ser contemplado como una ciencia exacta y las conclusiones a las que se llega son subjetivas y dependen del juicio profesional y la información utilizada. No existe, por tanto, un valor único e indiscutible, el cual solemos expresar en forma de rango razonable. A pesar de que nuestras conclusiones serán, en nuestra opinión, razonables y defendibles, otras partes podrían defender una conclusión diferente
20. Nuestra Carta no pretende ser la única fuente para su toma de decisiones y cualquier acción que Ustedes tomen debe seguir siendo una decisión suya, teniendo en cuenta cuestiones fuera del alcance de nuestro trabajo de las cuales Ustedes puedan tener conocimiento. No expresamos ninguna opinión sobre la idoneidad de la transacción propuesta ni de ninguna otra alternativa, ni una recomendación para llevar a cabo o no una acción.
21. Nuestra Carta hace referencia al alcance, entregables y términos que acordamos con Ustedes en la Carta de Encargo y podría no cubrir todas las áreas de su interés.
22. PwC no ha actuado como asesor financiero de Quadpack en la transacción propuesta, sino únicamente como experto independiente. Nuestros honorarios son fijos y no dependen de los resultados de ningún evento, conclusión o resultado de la transacción.
23. Esta Carta está sujeta a los términos y condiciones establecidos en nuestra Carta de Encargo y las leyes españolas.

Atentamente,

A large, stylized handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Carlos Lara Castro
Socio
PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L.



Apéndice 1 – Resumen análisis de valoración



Proyecto Parfum

Resumen ejecutivo

20 septiembre 2024



Índice

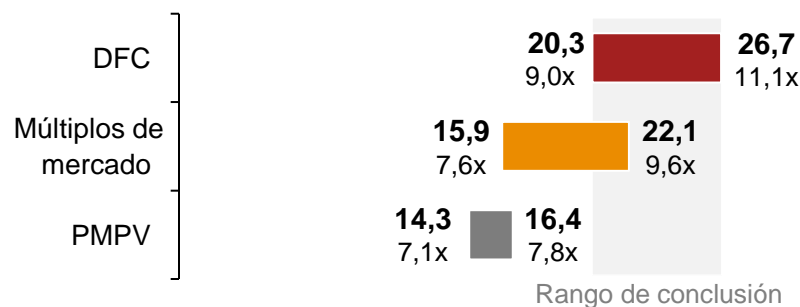
Índice	2
1 Resumen Ejecutivo	3
2 Plan de Negocio	4
3 Escenarios de Valoración - DFC	5
4 Ajustes al Equity	6
5 Empresas Cotizadas Comparables	7
6 Referencias de Transacciones	8

Resumen ejecutivo

Hemos estimado el valor de mercado de las acciones de Quadpack de forma independiente en un rango entre **20,3€ y 26,7€ por acción** a la Fecha de Valoración según el DFC, cuyo extremo superior sugiere resultados más altos que el enfoque de mercado y PMPV (considerando sus limitaciones). Dado que el precio en efectivo ofrecido de 32 € a los accionistas minoritarios es incluso superior a nuestro rango de mercado estimado, consideramos que este precio ofrecido es razonable para ellos desde una valoración *standalone*. Deben tener en cuenta que nuestro alcance no consiste en analizar otras posibles alternativas que no sean la Reducción de Capital en cuyo contexto hemos sido contratados.

Rango de valor para las acciones de Quadpack (€/acción)

En [x] múltiplo implícito¹



DFC

- Los escenarios considerados en el DFC sensibilizan los flujos de efectivo del Plan de Negocio de la Dirección (el "PN") para ponderar sus riesgos específicos considerando los resultados a junio de 2024 ("YTD24"), el desempeño histórico y las perspectivas de mercado:
 - Aunque las previsiones del mercado sugieren un crecimiento del 3-4% para los próximos años, el PN asume un aumento de los ingresos del 7%, compuesto por un crecimiento de mercado del 5% más un crecimiento orgánico del 2%. Los escenarios sensibilizados asumen un menor crecimiento de los ingresos, especialmente para FY25, y más cercano a dichas perspectivas de mercado.
 - El PN asume que el margen bruto del FY23 se recuperará a partir del FY25 después de una normalización experimentada en el FY24. Consideramos que los márgenes del FY23 fueron altos y difíciles de sostener como promedio a largo plazo. Los datos de YTD24 ya indican una disminución general de los márgenes brutos.

Notas:

- El múltiplo EV/EBITDA implícito considera un EBITDA normalizado del FY23 de 13,6 millones de euros. Para más detalles, véase el Anexo 2.

- Por lo tanto, los márgenes brutos a largo plazo se han normalizado en línea con el YTD24 y promedios históricos representativos.
- Los gastos de Opex y el Capex se han ajustado ligeramente, en consonancia con las sensibilidades en ingresos.

Enfoque de múltiplos de mercado

- Debe tenerse en cuenta que las empresas comparables, tanto cotizadas como involucradas en transacciones, pertenecen a la industria del embalaje pero no son totalmente comparables a Quadpack en términos de productos, sectores de destino final, perfil financiero y de crecimiento, etc. Por esta razón, su uso se considera únicamente como contraste.
- El extremo inferior del rango del enfoque de mercado se basa en el múltiplo EV/EBITDA estimado con la tendencia lineal observada en transacciones privadas del sector.
- El rango superior se estima utilizando el múltiplo EV/EBITDA promedio de empresas comparables que cotizan en bolsa.
- Los múltiplos EV/EBITDA implícitos tanto de las empresas comparables cotizadas como de las transacciones privadas muestran una relación directa positiva con el margen EBITDA y el tamaño. El enfoque de mercado indica que, teniendo en cuenta el tamaño y el margen EBITDA de Quadpack, su múltiplo EV/EBITDA difícilmente superaría un múltiplo de 9,6x.

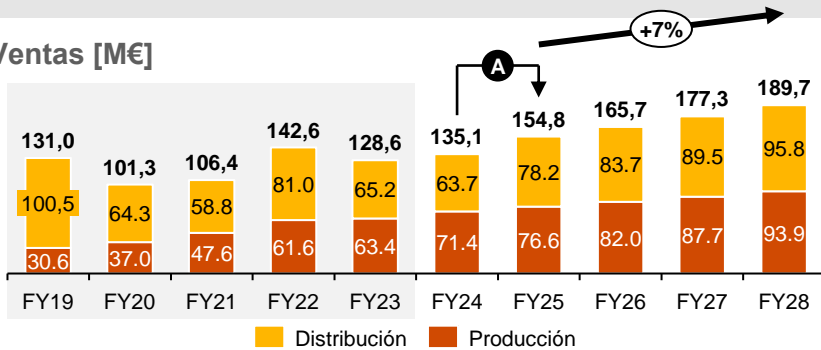
Precio Medio Ponderado por Volumen ("PMPV")

- El método PMPV se basa en el precio de mercado de las acciones de la Compañía. El rango inferior se estima utilizando el precio promedio de las acciones durante los últimos tres meses previos al anuncio de combinación con PSB, mientras que el rango superior se basa en el promedio de cotización de seis meses. Sin embargo, este rango de valoración es menos significativo debido a la baja liquidez y volumen de negociación de la acción.

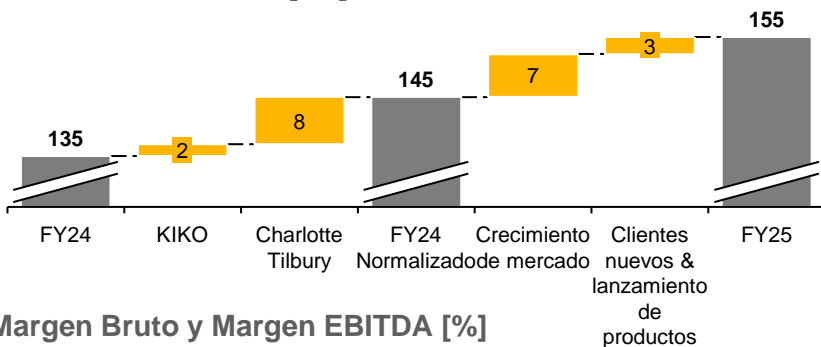
Plan de Negocio de la Dirección

El PN standalone de la Dirección proyecta una recuperación de las ventas a niveles de 2022 para algunos clientes clave en 2025 y un crecimiento anual del 7% compuesto por un crecimiento del mercado del 5% más un 2% adicional proveniente de nuevos clientes y lanzamientos de nuevos productos. Tras una tendencia de normalización a la baja en el margen bruto en el FY24, el PN asume que se recuperará para superar incluso los niveles más altos alcanzados en el FY23.

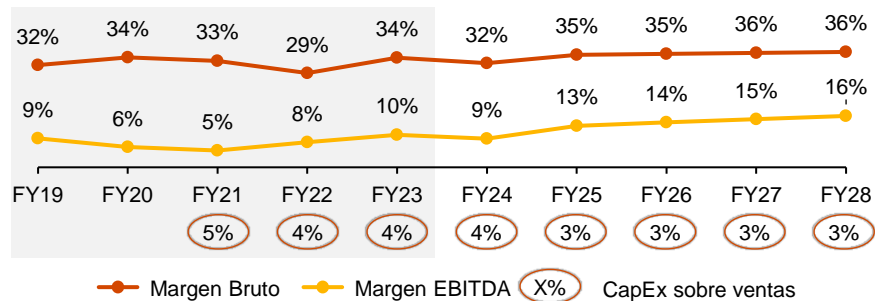
Ventas [M€]



A Ventas FY24 - FY25 [M€]



Margen Bruto y Margen EBITDA [%]



Ventas

- Las cifras históricas de ventas muestran un cambio en las ventas de producción tras la adquisición de la fábrica de Kierspe en 2019. Debido a la recuperación de los efectos del covid-19, las ventas incrementaron en 2022 impulsadas por el aumento del inventario de clientes como medida contra la crisis de escasez de suministros. Esto fue seguido por una disminución en el FY23 debido al exceso general de inventarios de los clientes.
- En el YTD24, la compañía está un 8% por debajo de lo presupuestado, pero espera una recuperación en la segunda mitad del año, con el objetivo de alcanzar los 135 M€.
 - El exceso de inventarios de dos clientes relevantes, Kiko y Charlotte Tilbury, ("CT") ha provocado una desviación negativa en ventas de 5,8 millones de euros en el YTD24. Se espera que los ingresos de Kiko reduzcan la diferencia a finales de año.
 - Se espera una recuperación de las ventas en EE.UU, dada la ya observada en pedidos que se servirán en el segundo semestre de 2024.
- El PN asume la recuperación de las ventas de Kiko y CT hasta los niveles de 2022 más un crecimiento del mercado del 5% y otro adicional del 2% impulsado por nuevos clientes y el lanzamiento de nuevos productos, alcanzando los 155M€ en el FY25.
- A partir de 2025, se prevé que el crecimiento anual de las ventas sea del 7%.

Margen Bruto y Margen EBITDA

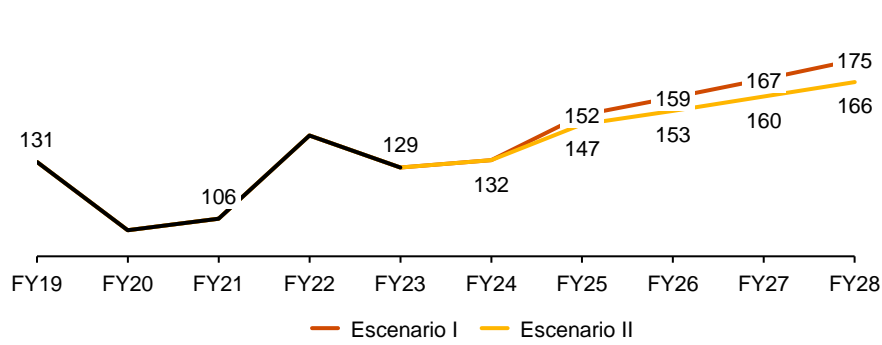
- La Dirección espera mejorar los márgenes brutos históricos, principalmente debido a las mejoras de eficiencia en las fábricas y alcanzar a largo plazo los márgenes brutos del FY23.
- Se prevé que los márgenes EBITDA experimenten una mejora gradual a lo largo de los años proyectados, impulsados por el impacto del plan Olympia, un plan de reestructuración que se espera que reduzca los costes de personal en un 5% en 2025. Para el resto de costes fijos, se asume una tasa de crecimiento del 3%.
- Las inversiones en CapEx proyectadas son consistentes con los niveles históricos e incluyen una asignación para el desarrollo de nuevos productos.

Fuente: PN de la Dirección, información proporcionada por la Compañía y análisis de PwC.

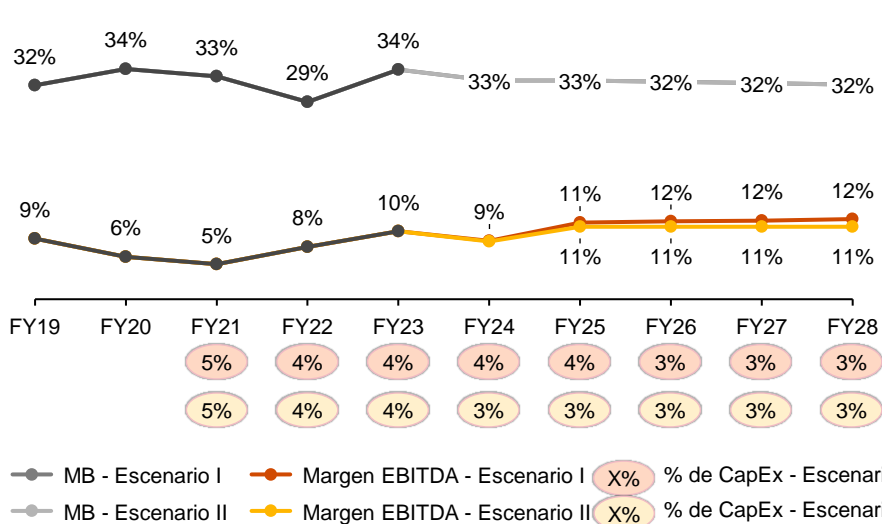
Escenarios de valoración - DFC

Hemos considerado dos escenarios sensibilizados para el DFC basados en el desempeño actual YTD24, el rendimiento histórico y las perspectivas del mercado. En términos generales, ambos asumen un crecimiento de ventas más acorde con las previsiones del mercado y una normalización de los márgenes brutos en línea con el promedio histórico representativo y la tendencia ya observada en YTD24. Este ha sido nuestro enfoque con el fin de incorporar en la valoración los riesgos específicos inherentes al PN *standalone* proporcionado por la dirección, mientras que los riesgos generales macroeconómicos y del sector se han incorporado a través del CMPC utilizado para descontar los flujos de efectivo proyectados de los escenarios sensibilizados.

Ventas [M€]



Margen Bruto ("MB") y Margen EBITDA [%]



Ventas

- Los ingresos del FY24 se han ajustado en ambos escenarios basados en las cifras YTD24, y se asume que los ingresos de compra-venta en EE.UU se recuperarán durante el segundo semestre de 2024, así como las ventas de Kiko.
- Ambos escenarios asumen la recuperación en ventas de Kiko y CT en 2025.
- El Escenario I proyecta un crecimiento de mercado del 7% en 2025, impulsado por una expansión del mercado del 5% y un 2% de nuevos clientes y lanzamiento de nuevos productos. A la Fecha de Valoración, la Compañía ha lanzado 20 nuevos productos. Para los años siguientes, prevé un crecimiento del mercado del 5%.
- El Escenario II asume un crecimiento del mercado del 5% en el FY25, además de la recuperación de las ventas de clientes clave. Durante el resto del período de proyección, proyecta un crecimiento del 4%, que está más alineado con las perspectivas del mercado.

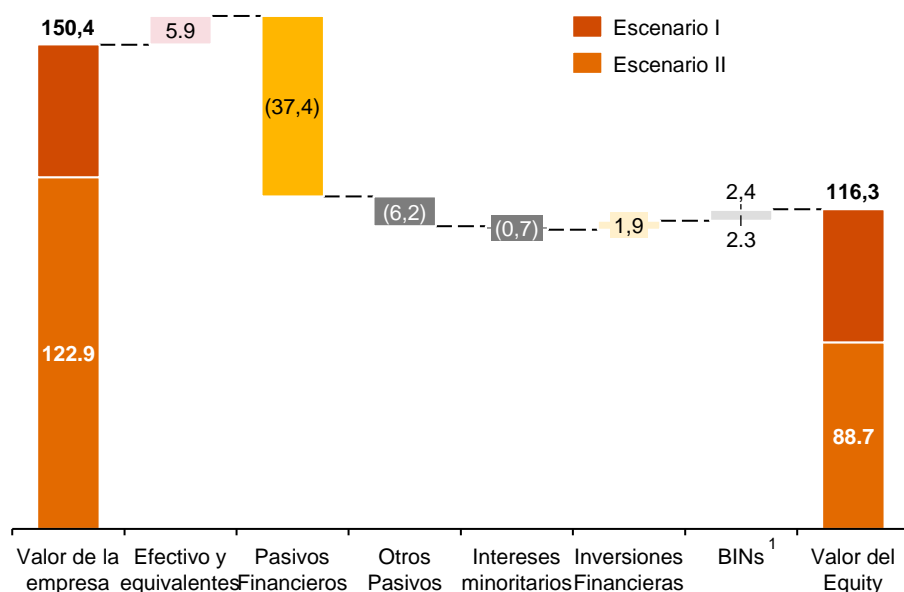
Margen Bruto y Margen EBITDA

- Ambos escenarios sensibilizados asumen que el margen bruto del FY23 fue alto y es poco probable que se mantenga como promedio a largo plazo. El YTD24 ya muestra una normalización en el margen bruto y el pronóstico de la Dirección para el FY24 se ha ajustado en esta línea. Por este motivo, el margen bruto se ha normalizado basado en las cifras de YTD24 y los datos históricos.
- Ciertos costes de estructura se han ajustado ligeramente a la baja en el Escenario II, de acuerdo con menores incrementos en ventas.
- El Escenario I incluye inversiones en el desarrollo de nuevos productos, lo que conlleva un mayor crecimiento de las ventas en comparación con las perspectivas del mercado. En el Escenario II, las proyecciones no incluyen CapEx de desarrollo de nuevos productos, para estar alineado con el crecimiento proyectado del mercado.
- El capital circulante supone la utilización de las líneas de *factoring*. Como consecuencia, los intereses del *factoring* se han incluido como parte de los costes operativos recurrentes de la Compañía (dentro del EBITDA) en ambos escenarios.

Fuente: Análisis de PwC-

Ajustes al Equity

Valor del negocio y valor del Equity de Quadpack (M€)



	Escenario I	Escenario II
Valor del Equity	116,3	88,7
Número de acciones²	4,4	4,4
Valor por acción (€)	26,7	20,3

Notas:

1) Valor Presente de las Bases Imponibles Negativas ("BINs").

2) Número total de acciones neto de autocartera (en millones).

Fuente: Estados financieros consolidados no auditados a 30 de junio de 2024, información proporcionada por la Compañía y análisis de PwC.

- El EV se ha ajustado por la Deuda Financiera Neta ("DFN"), excluyendo los pasivos por arrendamiento financiero, dado que el análisis del DFC se ha realizado bajo el enfoque pre-NIIF 16, es decir, considerando los gastos de alquiler operativos dentro del EBITDA y del flujo de caja descontado.
- La deuda financiera está compuesta por préstamos bancarios (36,6M€) y otros pasivos financieros (0,8M€). El 25 de julio de 2023, la Compañía refinanció sus préstamos bancarios con un acuerdo de financiación sindicado con 5 bancos por un importe total de 38 millones de euros (36,6 millones de euros a la fecha de valoración). Dicho acuerdo de financiación está compuesto por:
 - Un préstamo comercial a pagar en los próximos seis años;
 - Préstamo no *revolving* por un máximo de 7M€ para financiar parcialmente necesidades de capex; y
 - Préstamo *revolving* por un máximo de 5M€.
- Las inversiones financieras incluyen instrumentos financieros derivados, garantías de *factoring* e inversiones en empresas del grupo y asociadas.
- Debido a la limitación de información a Fecha de Valoración, los intereses minoritarios se han considerado a 31 de enero de 2024, incluyendo únicamente aquellas empresas que generan un resultado neto positivo.
- La compañía posee BINs en España y Alemania por importe de 2,1M€ y 0,8M€, respectivamente. En la estimación del VAN de las BINs reconocidas en España se han aplicado límites de deducibilidad. Las BINs en Alemania han sido consideradas por su VNC dada su menor relevancia.

Empresas Cotizadas Comparables

Hemos observado un múltiplo medio de 9,6x a Fecha de Valoración para las empresas comparables europeas de envases y una relación positiva entre el múltiplo EV/EBITDA y el margen EBITDA. Los múltiplos EV/EBITDA tienden a superar la media observada en aquellas empresas con un margen EBITDA superior al 20% (con la excepción de Augros Cosmetic Packaging).

Teniendo en cuenta el margen EBITDA normalizado de Quadpack para FY23 de aproximadamente el 11%, este análisis sugiere que el múltiplo EV/EBITDA aplicable a Quadpack *standalone* no debería superar 9,6 x.

Compañía	País	Capitalización (M€)	Capex sobre ventas ¹	Margen EBITDA %			EV/EBITDA		
				Dic-22	Dic-23	Jun-24	Dic-22	Dic-23	Jun-24
Huhtamäki Oyj	Finlandia	3.924	7%	12%	13%	14%	8,9x	9,7x	9,2x
Robinson plc	UK	22	7%	12%	7%	9%	2,8x	4,8x	5,5x
Augros Cosmetic Packaging SA	Francia	9	6%	8%	5%	5%	5,8x	12,9x	12,8x
Zignago Vetro S.p.A.	Italia	1.044	10%	20%	29%	24%	15,3x	9,5x	10,8x
AptarGroup, Inc.	EEUU	8.708	9%	18%	20%	21%	13,5x	12,9x	13,8x
Richards Packaging Income Fund	Canada	217	0%	14%	14%	14%	8,9x	6,8x	5,6x
Silgan Holdings Inc.	EEUU	4.218	4%	15%	14%	15%	8,8x	8,7x	9,5x
Gerresheimer	Alemania	3.464	17%	20%	19%	19%	8,6x	10,8x	11,7x
Berry Global Group, Inc.	EEUU	6.283	5%	15%	16%	16%	7,9x	8,2x	7,6x
Media			7%	15%	15%	15%	8,9x	9,4x	9,6x

- Las empresas comparables cotizadas de la industria del embalaje tienen un nivel de comparabilidad limitado debido a su tamaño, oferta de productos y a la amplia gama de sectores distintos a los cosméticos, como la industria farmacéutica o alimentaria.
- Se observa un rango muy amplio de múltiplos de mercado de 5,5x a 13,8x.
- El margen EBITDA también varía significativamente, oscilando entre el 5% y el 29%, mostrando una tendencia positiva entre el margen EBITDA y el múltiplo EV/EBITDA.
- 3 de cada 4 múltiplos que superan la media de 9,6x tienen un margen EBITDA superior al 20%.
- Teniendo en cuenta el margen EBITDA normalizado de Quadpack del 11% para FY23, su múltiplo EV/EBITDA no debería superar la media de 9,6x. Por lo tanto, hemos establecido 9,6x como el extremo superior del rango de aproximación al mercado.

Notas:

1) Media para los periodos de Dic-22, Dic-23 y Jun-24.

Fuentes: Capital IQ, Información pública y análisis PwC.

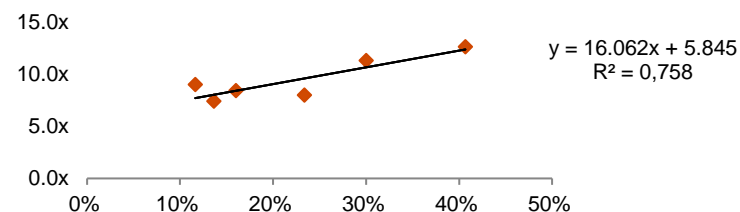
Referencias de Transacciones

La comparabilidad de las transacciones en la industria del embalaje también es limitada debido a que los targets operan en sectores finales como el farmacéutico o el alimentario. El promedio en las transacciones de EV/EBITDA es de 9,6x, con una fuerte correlación positiva con el margen EBITDA %. Las empresas de mayor tamaño también tienden a tener un múltiplo mayor (por encima del promedio).

Considerando el margen EBITDA normalizado de Quadpack en FY23 de aproximadamente 11%, la regresión sugiere un múltiplo EV/EBITDA aplicable a Quadpack standalone de **7,6x**, lo que representa el rango inferior.

Target	País	Sector Principal	Material	Comprador	Fecha de cierre	Participación (%)	EV 100% (M€)	Ventas (M€)	EBITDA (M€) ¹	Margen EBITDA (%)	EV / EBITDA
Constantia Flexibles Group	Austria	Alimentos Farma	Plástico	One Rock Capital Partners	Ene-24	61%	1.416	1.973	133	7%	10,6x
Aarts Packaging	Países Bajos	Cosméticos Farma	Plástico, vidrio	TriMas Corporation	Feb-23	100%	35	23	3	12%	9,0x
Unicep Packaging	EEUU	Cosméticos Farma	Plástico, vidrio	Silgan Holdings	Sep-21	100%	204	40	16	41%	12,7x
Paperpack Tsoukaridis J	Grecia	Farma Cuidado personal	Plástico	CEE Equity Partners	Dic-20	100%	34	18	4	23%	8,0x
GCL Pharma	Italia	Cosméticos Farma	Goma, Aluminio	Bormioli Pharma Bidco	Abr-20	100%	9	9	1	14%	7,4x
NEKICESA Packaging	España	Farma Cosméticos Alimentación	Cartón	Essentra	Sep-19	100%	30	22	4	16%	8,4x
Lameplast	Italia	Cosméticos Farma	Plástico	Tekni-Plex	Jul-19	100%	88	26	8	30%	11,3x

- Hemos observado una fuerte correlación positiva entre el múltiplo EV/EBITDA y el margen EBITDA, lo que indica que las empresas con un mayor margen EBITDA tienden a tener múltiplos más altos.



Notas:

1) EBITDA para el año de cierre de la transacción.

Fuentes: Capital IQ, Mergermarket, Información Pública y Análisis PwC.

El gráfico excluye la transacción que involucra a Constantia Flexibles Group, ya que su múltiplo se considera un valor atípico debido a su tamaño.



Información adicional

Anexos	9
1 Fuentes de Información	10
2 Perspectiva del mercado de envases cosméticos	11
3 EBITDA Normalizado FY23	12
4 Coste Medio Ponderado de Capital	13
5 Glosario	14

Fuentes de información

Hemos considerado la información financiera, proporcionada por la Dirección, junto con la información obtenida de otras fuentes públicas, especializadas en el mercado y fuentes financieras. Nuestra conclusión depende de la validez, exactitud y veracidad de esta información. Las principales fuentes de información son las siguientes:

Información proporcionada por la Compañía

- Memorándum de entendimiento de los principales términos económicos de la transacción a fecha de 4 de junio de 2024 y términos anunciados a de fecha 15 de julio de 2024;
- Estados financieros consolidados auditados para los años 2019-2023, cuenta de pérdidas y ganancias proforma consolidadas no auditadas y balance de situación a 30 de junio de 2024;
- Presupuesto de 2024 aprobado por la Dirección y la comparación entre la cuenta de pérdidas y ganancias presupuestada para 2024 y el YTD;
- Último PN disponible del grupo para los años 2024-2028, principales KPIs comerciales y discusiones de hipótesis principales;
- P&G consolidado actualizado para el pronóstico del FY24;
- Presentaciones corporativas recientes de Quadpack (por ejemplo, Plan Estratégico 2023-2028 de septiembre de 2023, Presupuesto 2024 de enero de 2024 y revisión del Plan de Negocio de 31 de marzo de 2023 elaborado por KPMG);
- Estimaciones de perspectivas de mercado para la industria de la belleza y el cuidado personal;
- Informe de analista sobre Quadpack de 30 de mayo de 2024;
- Detalle de los ingresos históricos de los clientes, de 2019 a 2023;

- Detalles contables tales como:
 - Detalles de los activos y pasivos por impuestos diferidos y la recuperabilidad de los BINs; y
 - Detalle de la deuda pendiente hasta la fecha.

Información pública

- Cuentas anuales auditadas y resultados trimestrales de empresas cotizadas y privadas comparables;
- Bloomberg, S&P Capital IQ, Mergermarket e informes de analistas; e
- Informes de mercado:
 - Mercado global de envases cosméticos 2023 – 2027 realizado por Technavio de junio de 2023; y
 - Mercado europeo de envases cosméticos realizado por The Insight Partners de julio de 2023.

Personal clave

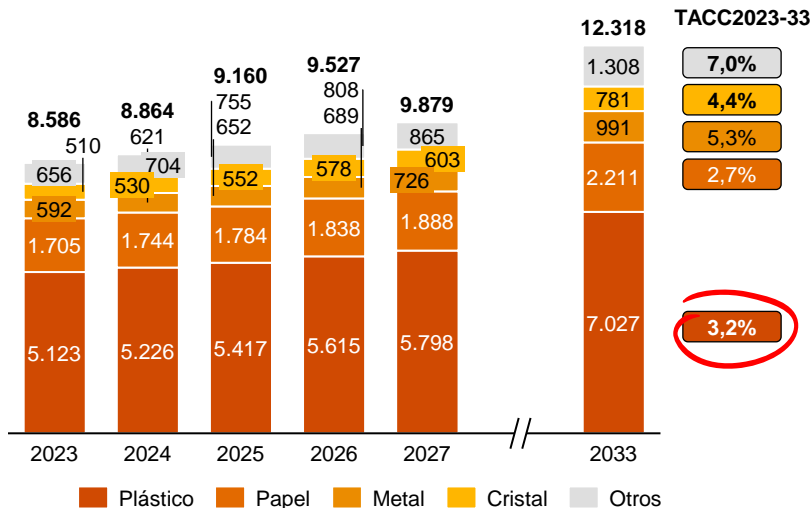
- Para nuestro análisis de valoración, nos hemos basado en conversaciones con las siguientes personas clave de Quadpack:
 - Secretario del Consejo de Administración;
 - Miembro del Consejo de Administración;
 - *Chief of Staff*;
 - Gerente de Estrategia; y
 - Gerente de Finanzas.

Perspectiva del mercado de envases cosméticos

El mercado muestra una perspectiva de crecimiento constante en Europa y España con ligeros cambios en el uso de materiales. El alto nivel de fragmentación crea presión sobre los participantes para que compitan en precios o innoven. La rentabilidad de la industria se verá muy afectada por la volatilidad en los precios.

El principal reto que tienen por delante los competidores europeos consistirá en adaptarse a la nueva legislación ("PPWR") que establece estándares medioambientales y sanitarios estrictos.

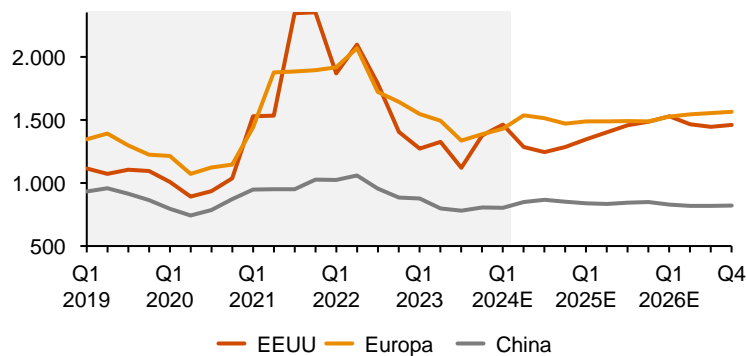
Mercado europeo de envases para cosméticos [M\$]



Impulsores y dinámicas del mercado

- El mercado está compuesto por productos para el cuidado de la piel (22%), cuidado del cabello (41%), cuidado de las uñas (36%) y maquillaje (2%).
- Alemania es la geografía más dominante en el mercado europeo con un 20% de cuota de mercado, seguida del Reino Unido con un 17,5%, mientras que España ostenta el 8,3% tras Francia e Italia.
- En términos de materiales, el mercado está dominado principalmente por envases de plástico, papel, metal y vidrio.
- El plástico sigue siendo el material más utilizado en la industria y se espera que mantenga su dominio a largo plazo a pesar de las preocupaciones ambientales. Sin embargo, hay un cambio hacia otros materiales, en particular hacia el metal y el vidrio, y se espera que las tasas de crecimiento superen el promedio del mercado.
- El Reglamento Europeo de Envases y Residuos de Envases (PPWR) fue establecido y adoptado por el Parlamento Europeo en abril de 2024, estableciendo un camino hacia la reducción de envases innecesarios y el aumento de la reciclabilidad para 2030.
- La industria del embalaje está influenciada por los precios de materias primas clave como los metales, el petróleo y la arena. A principios de 2021, la industria se vio significativamente afectada por el aumento de precio en las materias primas.
- Una de las principales materias primas de Quadpack es el polipropileno, cuyos precios también aumentaron durante 2021 y que, al ser un derivado del refinado de petróleo, reflejó un aumento más alto del precio a nivel mundial. A finales de 2022, los precios habían vuelto a niveles históricos y se espera que se mantengan estables sin fluctuaciones significativas hasta finales de 2026.
- El mercado está muy fragmentado. compuesto por competidores establecidos que ofrecen productos innovadores y de alta calidad, y muchos pequeños actores que ofrecen alternativas a menor coste.

Precio del polipropileno [Euro/tonelada]



Fuentes: Technavio, The Insight Partners y S&P Global.

EBITDA normalizado FY23

EBITDA normalizado ['000€]	FY23
Resultado de explotación post-NIIF 16	1.167
Depreciación y amortización	9.557
Resultados no recurrentes	
Deterioro por enajenación de activos fijos	4.416
① Otras pérdidas no recurrentes - Coste de reestructuración	1.173
EBITDA ajustado post-NIIF 16	16.313
② Ajuste NIIF-16	(3.200)
① Ajuste de normalización de Olympia	1.000
③ Costes de factoring	(501)
EBITDA normalizado pre NIIF-16	13.613

① Plan de reestructuración de Olympia

- La compañía está llevando a cabo un plan de optimización que generará ahorros en un 5% de sus costes estructurales de personal.
- El ajuste propuesto incluye los costes de reestructuración (principalmente indemnizaciones) pagados durante FY23, así como los ahorros anualizados que se espera que se vean reflejados en su totalidad en FY25.

② Ajuste NIIF-16

- La Compañía reporta sus costes bajo NIIF-16. Para el análisis del DFC, hemos excluido el efecto de dicha norma contable, es decir, hemos incluido los costes de arrendamiento operativo dentro del EBITDA, ya que representa de manera más adecuada el impacto en el flujo de caja, del mismo modo que los pasivos por *leasing* no se deducen del valor.
- El EBITDA de FY23 se ha ajustado en consecuencia para mantener la consistencia.

③ Costes de factoring

- Los costes de *factoring* se han ajustado, ya que se asume esta fuente de financiación en el cálculo de la variación del capital circulante para la valoración. Para mantener la coherencia, estos costes se tratan como gastos operativos y, en consecuencia, se incluyen en el EBITDA normalizado.

Fuentes: cuentas anuales consolidadas auditadas, información proporcionada por la Compañía y análisis de PwC.

Coste Medio Ponderado de Capital

Se ha estimado un CMPC de un 7,9% calculado como la media ponderada de los países donde vende Quadpack, según las ventas de FY23.

CMPC de Quadpack a 30 de junio de 2024

	España	Alemania	Francia	Italia	UK	EEUU	Australia	Total
Tasa libre de riesgo	3,5%	2,3%	2,8%	4,6%	3,0%	2,6%	2,4%	3,2%
Coefficiente beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	86,0%
Prima de riesgo de mercado	6,5%	6,5%	6,5%	6,3%	6,8%	6,5%	6,5%	6,5%
Coste de los Fondos Propios	9,1%	7,9%	8,4%	10,0%	8,8%	8,2%	8,0%	8,7%
Diferencial medio aproximado	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Coste bruto de la deuda	5,9%	4,7%	5,2%	7,0%	5,4%	5,0%	4,8%	5,6%
Impuesto sobre Sociedades	25%	30%	25%	24%	25%	21%	30%	25,8%
Coste neto de la deuda	4,4%	3,3%	3,9%	5,3%	4,0%	3,9%	3,3%	4,1%
% Fondos propios	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82,0%
% Recursos ajenos (deuda)	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18,0%
CMPC	8,3%	7,1%	7,6%	9,1%	7,9%	7,4%	7,1%	7,9%
<i>Peso⁽¹⁾</i>	<i>15%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>100%</i>

Fuente: Bloomberg, S&P Capital IQ. EEFF de empresas comparables y análisis de PwC.

Tasa libre de riesgo

- Se considera una tasa libre de riesgo aplicable a la Fecha de Valoración, resultado de nuestro análisis de las rentabilidades de emisiones de deuda soberana a 10 años de países con calificación crediticia similar y en consistencia con las expectativas de inflación a largo plazo de cada geografía según fuentes disponibles.

Coefficiente beta

- El coeficiente Beta refleja el riesgo sistemático del sector a partir de un análisis de las betas de compañías cotizadas comparables durante un período de 5 años. Se han descartado las betas con un R2 inferior al 15%, ya que no son representativas del riesgo sistemático real del sector.
- Además, las compañías comparables con niveles de apalancamiento anormales también se han excluido del grupo comparable.

Notas:

1) La ponderación de los países se basa en los ingresos de FY23.

Prima de Riesgo de Mercado (PRM)

- La PRM refleja el exceso de la rentabilidad esperada del mercado de renta variable sobre la tasa libre de riesgo.
- Se basa en el exceso con respecto a Alemania (para todos los países europeos) o Estados Unidos (para EE. UU. y Australia).

Coste de la deuda – diferencial medio aproximado

- El coste de la deuda se ha estimado a partir el exceso medio de la rentabilidad esperada de bonos corporativos a largo plazo de compañías del sector respecto a la de sus respectivos bonos soberanos con mismo vencimiento y en línea con la calidad crediticia que implica el apalancamiento óptimo asumido. El diferencial de la deuda se aplica a una tasa libre de riesgo normalizada.

Tipo impositivo

- Hemos considerado el tipo de impuesto sobre beneficios aplicable para cada una de las geografías a largo plazo.

Apalancamiento óptimo

- El apalancamiento óptimo se ha estimado en base al apalancamiento a largo plazo objetivo del sector, teniendo en cuenta compañías comparables del sector durante los últimos 5 años.

Glosario

Término	Definición
%	Porcentaje
€	Euro(s)
CapEx	Gastos de capital
CMPC	Coste medio ponderado de capital
CT	Charlotte Tilbury
DFC	Descuento de Flujos de Caja
DFN	Deuda Financiera Neta
EBITDA	Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización
EEFF	Estados Financieros
EV	<i>Enterprise Value</i> o Valor del Negocio
Fecha de Valoración	30 de junio de 2024
FY	Ejercicio Fiscal
H2	Segunda mitad del año (semestre)
KPIs	Indicadores clave de rendimiento
La Compañía	Quadpack Industries, S.A.
M	Millón
MB	Margen bruto
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera

Glosario

Término	Definición
Ø	Promedio
OpEx	Gastos de explotación
P&G	Pérdidas y ganancias
PN	Plan de Negocio
PMPV	Precio Medio Ponderado por Volumen
PPWR	El Reglamento Europeo de Envases y Residuos de Envases
PRM	Prima de Riesgo de Mercado
PwC	PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios. S.L.
Quadpack	Quadpack Industries. S.A.
R2	Coefficiente de determinación. R-cuadrado
Rf	Tasa libre de riesgo
S.p.A.	Sociedad anónima
Sep	Septiembre
SG	Société Générale (Empresa)
TACC	Tasa anual de crecimiento compuesto
UK	Reino Unido
USA	Estados Unidos de América
VAN	Valor Actual Neto

Glosario

Término	Definición
VNC	Valor neto contable
x	Múltiplo
YTD	En lo que va de año

