



Fairness Opinion Aluflexpack AG

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition par Constantia Flexibles GmbH portant sur les actions en circulation d'Aluflexpack AG

Zurich, le 27 mars 2024



Contenu

| | | |
|---|--|---------|
| 1 | Introduction | Page 4 |
| 2 | Description de l'entreprise et analyse de marché | Page 9 |
| 3 | Évaluation | Page 24 |
| 4 | Appréciation | Page 44 |
| 5 | Annexe | Page 48 |



1 Introduction

1.1 Contexte

Page 4

1.2 Notre mission

Page 5

1.3 Approche

Page 6

1.4 Sources

Page 7

1 Introduction

1.1 Contexte

ALUFLEXPACK

Aluflexpack est un groupe industriel mondial, coté à la SIX Swiss Exchange et actif principalement dans le domaine des emballages en aluminium

Aluflexpack AG (ci-après également «Aluflexpack», «AFP», «groupe» ou «société cible») compte parmi les principaux fabricants européens de solutions d'emballages souples de haute qualité. Aluflexpack dispose de compétences de développement à la pointe du secteur, d'une longue expérience dans le traitement des emballages ainsi que d'un savoir-faire solide en matière de matériaux et de processus. Le siège principal du groupe se trouve à Reinach/AG (CH). Au 31 décembre 2023, le groupe employait au total environ 1'600 collaborateurs répartis sur 14 sites en Europe et en Turquie. Au cours de l'exercice 2022, le groupe a généré un chiffre d'affaires net de EUR 357.0 millions et un EBITDA de EUR 48.6 millions.¹

Aluflexpack se concentre sur certains produits de niche et marchés finaux de l'industrie de l'emballage. Le groupe propose quatre types de produits: «films & feuilles», «couvercles», «conteneurs» et «sachets». En outre, des emballages sur mesure sont développés et fabriqués en étroite collaboration avec les clients, ce qui engendre un élargissement constant du portefeuille de produits. Les solutions d'Aluflexpack sont notamment utilisées pour l'emballage de différents produits alimentaires, produits pharmaceutiques et aliments pour animaux.

Les actions Aluflexpack sont cotées à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis juin 2019. Au 15 février 2024, la capitalisation boursière de l'entreprise s'élevait à CHF 150.7 millions. Le capital-actions d'Aluflexpack se compose de 17'300'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune.²

Le 15 février 2024, Aluflexpack et Constantia Flexibles GmbH («l'offrante» ou «Constantia») ont conclu une convention de transaction aux termes de laquelle Constantia s'est déclarée prête à soumettre une offre publique d'acquisition volontaire («l'offre») portant sur toutes les actions nominatives d'Aluflexpack en mains du public. L'offre a été préalablement annoncée par Constantia le 16 février 2024 après la signature de la convention de transaction et avant l'ouverture du négoce à la SIX.

¹ Aluflexpack établit ses comptes consolidés en EUR conformément aux International Financial Reporting Standards («IFRS»).

² Source: SIX Swiss Exchange.

Le prix de l'offre se situe entre CHF 15.00 (prix minimum de l'offre) et CHF 18.75 (prix maximum de l'offre) en espèces par action d'Aluflexpack («fourchette du prix de l'offre»)³

1.2 Notre mission

La présente *Fairness Opinion* contient une analyse d'évaluation indépendante d'Aluflexpack

En date du 26 septembre 2023, IFBC AG («IFBC») a été mandatée par le Conseil d'administration («CA») d'Aluflexpack pour établir une *Fairness Opinion* indépendante destinée à évaluer l'adéquation financière de la fourchette du prix de l'offre. Le présent rapport a été préparé exclusivement pour assister le CA d'Aluflexpack dans son évaluation financière de l'offre. La présente *Fairness Opinion* ne peut être utilisée qu'aux fins de l'évaluation financière de l'offre par le CA d'Aluflexpack. Toute utilisation à d'autres fins est exclue. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et ne reçoit aucune rémunération en fonction des résultats de l'évaluation ni du succès de la transaction

IFBC a établi la présente *Fairness Opinion* en qualité de *corporate finance advisor* indépendant et est rémunérée pour cela par des honoraires conformes au marché. IFBC ne reçoit aucune rémunération qui dépende des déclarations effectuées dans le rapport ou du succès de la transaction. IFBC confirme qu'en sa qualité d'évaluateur, elle est particulièrement qualifiée pour établir une *Fairness Opinion* au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et est indépendante de l'offrant, de la société cible et des personnes agissant de concert avec eux.

En établissant la *Fairness Opinion*, IFBC a présumé que les informations fournies par la Direction d'Aluflexpack étaient exactes et complètes. En outre, IFBC part du principe que les informations reçues ont été préparées de manière professionnelle et de bonne foi, et qu'elles reflètent ainsi la meilleure estimation actuelle disponible de la part de la Direction d'Aluflexpack. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité. IFBC n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence.

³ Dans le cadre de la transaction, des restrictions potentielles du droit des cartels ont été identifiées, qui peuvent entraîner la perte de EUR 58.9 millions de chiffre d'affaires net (valeur maximale définie) ainsi que des dépenses d'investissement supplémentaires pouvant atteindre EUR 18.5 millions. Afin de tenir compte de manière appropriée de l'influence de ces éventuelles restrictions du droit des cartels, un prix de vente de base par action de CHF 15.00 (prix maximum de l'offre) et un ajustement du prix de vente en fonction de la perte de chiffre d'affaires net de CHF 2.75 max. par action et des dépenses d'investissement supplémentaires de CHF 1.00 max. par action ont été proposés. Le prix maximum de l'offre s'élève ainsi à CHF 18.75. D'un point de vue économique, on se base ainsi sur l'hypothèse qu'une «vente forcée» d'actifs spécifiques (notamment des filiales), nécessaire en vertu du droit des cartels, a lieu à un prix inférieur à la juste valeur, ce qui a une influence négative sur la valeur de l'entreprise.

La date de l'évaluation est le 15 février 2024

Les résultats de notre évaluation indépendante ont été remis au CA d'Aluflexpack le 15 février 2024, avant la signature de la convention de transaction et avant l'annonce préalable de l'offre par Constantia le 16 février 2024. L'évaluation se base sur les prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2023 et sur le *business plan* actuel (approuvé par le CA d'Aluflexpack le 15 décembre 2023), sur les informations et hypothèses actuelles de la Direction ainsi que sur les comptes trimestriels d'Aluflexpack au 30 septembre 2023. La Direction d'Aluflexpack confirme en outre que, jusqu'à la date de publication du présent rapport d'évaluation, il n'y a pas eu d'événements ou de transactions importants qui n'aient été pris en compte dans la base d'informations susmentionnée.⁴

1.3 Approche

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Constantia aux actionnaires d'Aluflexpack se fonde sur des considérations d'évaluation d'IFBC. Celles-ci se basent sur les analyses suivantes, qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyse du modèle d'affaires de l'entreprise et de l'environnement de marché actuel
- Analyse des chiffres financiers historiques
- Évaluation des prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2023 et du *business plan* approuvé par le CA d'Aluflexpack pour les exercices 2024 à 2028
- Évaluation de l'entreprise et calcul de la valeur par action sur la base des méthodes d'évaluation suivantes:
 - Méthode du *discounted cash flow*
 - Méthode des *trading multiples*
 - Méthode des *transaction multiples*
- Analyse du cours de l'action et analyse des objectifs de cours des analystes

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Constantia aux actionnaires d'Aluflexpack ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres, propres à chaque actionnaire. Par conséquent, seules des réflexions de portée

⁴ L'acquisition prévue d'Helioflex, qui ne figure pas dans les données de planification d'Aluflexpack, constitue une exception (cf. explications à ce sujet à la section 2.2.2). En outre, Aluflexpack a acquis, le 15 janvier 2024, des capacités de stockage louées jusqu'alors, au prix du marché auprès d'un fournisseur tiers; elle a également annoncé fin janvier l'extension de ses activités aux États-Unis. Tant l'acquisition des capacités de stockage que l'expansion des activités aux États-Unis n'ont pas d'influence significative sur l'évaluation et ne sont pas prises en compte dans le *business plan* actuel.

générale sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue de tous les actionnaires publics sont possibles dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*.

1.4 Sources

L'évaluation d'IFBC se fonde sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports de gestion révisés d'Aluflexpack (consolidés) pour les exercices 2020 à 2022
- Comptes trimestriels d'Aluflexpack (consolidés) au 30 septembre 2023 (non audités)
- Prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2023
- *Business plan* pour les exercices 2024 à 2028 approuvé par le CA d'Aluflexpack le 15 décembre 2023
- Informations et hypothèses actuelles issues des entretiens avec la Direction d'Aluflexpack
- Données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: LSEG Eikon)
- Données relatives à une sélection de transactions, fondées sur des informations accessibles au public (source: LSEG Eikon)
- Autres informations accessibles au public



2 Description de l'entreprise et analyse de marché

- | | | |
|-----|---|---------|
| 2.1 | Présentation d'Aluflexpack | Page 9 |
| 2.2 | Modèle d'affaires d'Aluflexpack | Page 10 |
| 2.3 | Données financières historiques d'Aluflexpack | Page 15 |
| 2.4 | Analyse de marché | Page 20 |

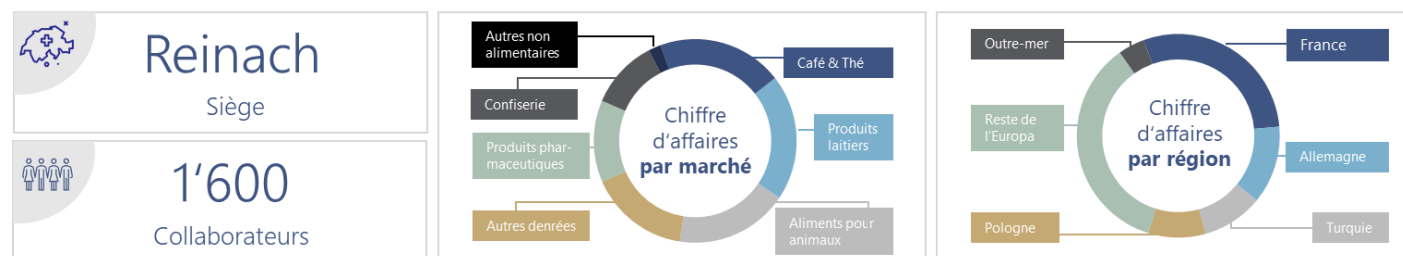
2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Présentation d'Aluflexpack

Aluflexpack, dont le siège est à Reinach AG (CH), est un fabricant de premier plan de solutions d'emballages et de conditionnement barrière souples de haute qualité en aluminium en Europe et dans la région MENA⁵. Au 31 décembre 2023, le groupe employait près de 1'600 collaborateurs répartis sur 14 sites en Europe et en Turquie.

Aluflexpack transforme les feuilles d'aluminium, de papier et les films plastiques en emballages souples et solutions de barrière de haute qualité pour les entreprises leaders au niveau international, majoritairement européennes. Quatre types de produits sont proposés: «films & feuilles», «couvercles», «conteneurs» et «sachets». En outre, Aluflexpack développe des solutions d'emballage sur mesure pour répondre à des besoins spécifiques des clients.

Au cours de l'exercice 2022, les marchés finaux du secteur agroalimentaire (café & thé, produits laitiers, confiserie, autres denrées alimentaires) ont contribué à hauteur de 67% environ au chiffre d'affaires net d'Aluflexpack et les aliments pour animaux à raison de 18% environ. Les 15% restants du chiffre d'affaires du groupe proviennent du marché des produits pharmaceutiques (13%) et d'autres applications non alimentaires (2%). La répartition géographique montre qu'au cours de l'exercice 2022, environ 96% du chiffre d'affaires a été réalisé en Europe.



Montana Tech Components AG, qui détenait une participation de 53.6% au 15 février 2024, est le principal actionnaire. D'autres actionnaires importants sont The capital Group Companies, Inc. avec 5.2% et FIL Limited avec 4.7%.⁶

⁵ Région MENA = Middle East and Northern Africa.

⁶ Source: SIX Swiss Exchange.

2.2 Modèle d'affaires d'Aluflexpack

2.2.1 Aperçu du modèle d'affaires d'Aluflexpack

Produits d'Aluflexpack

Aluflexpack développe et produit des solutions d'emballage de haute qualité alliant la technologie, la technique et l'innovation les plus modernes, et qui sont adaptées aux segments de marché concernés. L'accent est mis sur les produits à forte valeur ajoutée, Aluflexpack proposant quatre types de produits spécifiques ainsi que des emballages «tailor-made».

Films & Feuilles

Aluflexpack propose une large gamme de laminés et de films combinant l'aluminium pour une grande part recyclé, le papier et le plastique destinés à des emballages de haute qualité.

Ces produits sont utilisés sur tous les marchés finaux, par exemple pour les pralines au chocolat, les films blister et les capsules de café.



Couvercles

Aluflexpack produit des couvercles et des films d'opercule de haute qualité pour le café, les confiseries, les produits laitiers, les autres denrées alimentaires et les aliments pour animaux.

La diversité des tailles, des formes et des caractéristiques telles que l'estampage, la perforation et les options d'impression permet de répondre aux besoins individuels des clients.



Conteneurs

Aluflexpack produit et distribue des conteneurs en aluminium et des couvercles correspondants dans différents matériaux, tailles, épaisseurs et finitions comme emballages de denrées alimentaires, d'aliments pour animaux et de produits pharmaceutiques.



Sachets

Aluflexpack fabrique des sachets de diverses tailles, formes et matériaux, dont la finition est obtenue à l'aide de différentes techniques d'impression. Le sachet recyclable, composé de polypropylène, constitue une innovation particulière dans le domaine de l'emballage de produits durables.



Valeur ajoutée d'Aluflexpack

La chaîne de valeur entièrement intégrée assiste les clients d'Aluflexpack, de l'idée jusqu'au produit final, et garantit des contrôles continus des processus et des matériaux tout en respectant les normes de qualité les plus élevées. L'entreprise dispose en outre de solides compétences en matière de développement et vise une innovation continue. Le groupe dispose des compétences suivantes:

Transformation de films

Aluflexpack transforme les matières plastiques fondues au moyen d'un revêtement et d'un doublage par extrusion. En outre, le matériau de base est peint pour un traitement ultérieur facilité et les laminés sont fabriqués à l'aide de plusieurs adhésifs.



Impression

Selon l'impression souhaitée et le support à imprimer, différents procédés d'impression sont utilisés, comme l'impression rotative, l'impression flexographique et l'impression numérique.



Finition

Au terme du processus de fabrication, les produits sont découpés ou estampés avec précision à l'aide de machines de découpe à rouleaux afin d'adapter la largeur des matériaux aux besoins des clients. Les conteneurs, couvercles et sachets peuvent être formés ou emboutis de diverses manières. En outre, Aluflexpack dispose d'une expérience dans l'estampage de la surface des produits d'emballage afin d'améliorer leur transformation et d'optimiser leur conception.



Services

Aluflexpack propose des services de développement de produits, de conception et de pré-impression. En collaboration avec les clients, des experts en recherche et développement élaborent des solutions d'emballage sur mesure (emballages «tailor made») répondant à des besoins spécifiques des consommateurs et visant à une différenciation de la marque. Grâce à des solutions innovantes et au progrès technologique, Aluflexpack assiste les clients de l'idée de départ jusqu'à la production en série.



Réseau Aluflexpack

Le groupe, dont le siège principal est en Suisse, dispose d'une organisation internationale diversifiée comprenant neuf usines de production. Les usines de production situées en Croatie, en France, en Pologne, en Suisse et en Turquie sont spécialisées dans certaines étapes de transformation pour la finition des produits finis et assistent les clients sur leurs marchés respectifs.

Marchés finaux
d'Aluflexpack

Aluflexpack se concentre sur des solutions destinées aux marchés finaux défensifs tels que les denrées alimentaires (thé & au café, confiserie, produits laitiers, autres denrées alimentaires), les aliments pour animaux, les produits pharmaceutiques et d'autres produits non alimentaires.

Café & thé

Une offre variée de solutions d'emballage de qualité préserve les arômes de qualité des produits pour les consommateurs finaux.



Confiserie

En tant que premier fournisseur d'emballages souples dans l'industrie européenne de la confiserie, Aluflexpack est un partenaire de développement important.



Produits laitiers

Les sachets, rouleaux ou couvercles estampés de haute qualité protègent les aliments facilement périssables tels que lait ou le yogourt.



le

Autres denrées alimentaires

Le large portefeuille de solutions d'emballage d'Aluflexpack répond aux exigences croissantes du secteur alimentaire.



Aliments pour animaux

Les solutions d'emballage pour aliments humides et secs sont disponibles sous forme de conteneurs, de couvercles, de sachets prêts à l'emploi ou de rouleaux.



Produits pharmaceutiques

Les solutions d'emballage pour différents types de capsules, de pilules et de produits liquides et en poudre sont fabriquées au plus haut niveau dans des environnements de production ISO 7.



Autres produits non alimentaires

Aluflexpack fournit des feuilles d'aluminium et des films multicouches, des couvercles et des sachets prêts à l'emploi pour l'emballage de produits cosmétiques, de produits à lessive et de produits techniques.



2.2.2 Stratégie et durabilité

Stratégie d'Aluflexpack

En se concentrant sur des segments en forte croissance sur des marchés finaux attractifs et en investissant de manière ciblée dans des projets générateurs de croissance, Aluflexpack a atteint ces dernières années une croissance supérieure à la moyenne du secteur⁷. Afin de poursuivre cette croissance à moyen terme et de se différencier des concurrents, Aluflexpack poursuit la stratégie suivante:

- **Positionnement sur le marché:** Aluflexpack entend renforcer sa position de leader mondial dans la fabrication d'emballages souples transformés et de solutions de barrière à base d'aluminium. Pour ce faire, Aluflexpack met l'accent sur les marchés finaux en croissance rapide, prévoit de répliquer son modèle d'affaires prospère sur de nouveaux sites et d'élargir son portefeuille de produits.
- **Durabilité:** des mesures visant à réduire l'empreinte carbone, à améliorer la recyclabilité des produits et à promouvoir l'économie circulaire font partie des initiatives de développement durable d'Aluflexpack.
- **Innovatrice et fournisseuse de solutions:** Aluflexpack développe, en collaboration avec des partenaires et des fournisseurs, des solutions d'emballage intelligentes et durables pour des marques de produits internationales de premier plan.
- **Excellence opérationnelle:** Aluflexpack s'est fixée pour objectif d'établir des standards d'excellence opérationnelle dans la branche, en investissant dans des collaborateurs engagés, des machines modernes, l'automatisation et la numérisation.
- **Structure organisationnelle solide:** Aluflexpack attache une grande importance à une culture d'entreprise prospère pour attirer, retenir et former continuellement des collaborateurs talentueux.

⁷ Pour plus de détails sur l'évolution attendue de l'industrie de l'emballage, cf. 2.4 Analyse de marché.

Acquisition d'Helioflex

Début octobre 2023, Aluflexpack a annoncé la reprise de 68% d'Helioflex comme nouvelle étape de sa stratégie d'internationalisation et de croissance.⁸ Au cours de l'exercice 2022, le spécialiste tunisien de l'emballage pharmaceutique a réalisé un chiffre d'affaires net d'environ EUR 6.1 millions. L'acquisition prévue permettra d'accroître l'empreinte du groupe sur un marché pharmaceutique attrayant ainsi que sur des marchés géographiques en forte croissance structurelle.

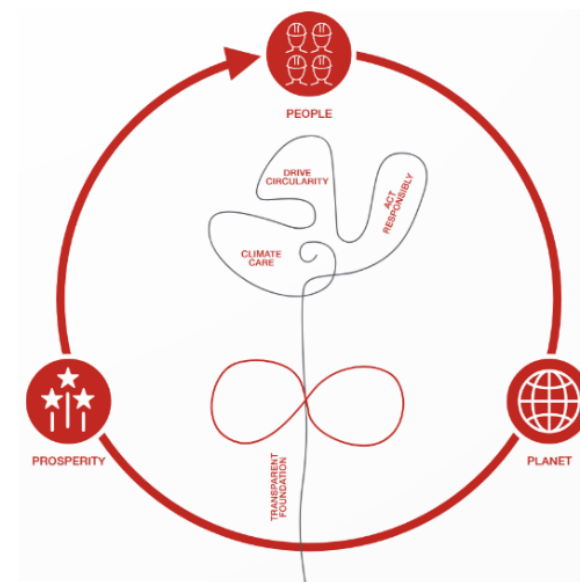
L'acquisition prévue d'Helioflex n'est pas encore prise en compte dans le *business plan* actuel d'Aluflexpack. Selon les informations fournies par la Direction, on peut présumer, dans le cadre de l'évaluation, un achat à la juste valeur du marché.

Durabilité chez Aluflexpack

Aluflexpack vise à transformer l'industrie de l'emballage en créant une expérience en matière d'emballage durable qui réponde à la fois aux exigences économiques, sociales et environnementales. Les innovations axées sur le développement durable et la réduction de l'empreinte environnementale des produits sont considérées comme des facteurs de croissance décisifs sur le marché dynamique de l'industrie de l'emballage.

La «fleur d'aluminium» représentée à droite, qui met en évidence les caractéristiques spécifiques de l'aluminium pour une croissance durable, est au centre de la stratégie de développement durable d'Aluflexpack. La fleur comprend les quatre principaux champs d'action de la stratégie de développement durable:

- **Protection du climat:** Aluflexpack prévoit de mettre en place des mesures de réduction des émissions et de promouvoir le processus d'efficacité énergétique afin de parvenir à un bilan net d'émissions nul pour les émissions des Scopes 1, 2 et 3.⁹



⁸ Source: <https://www.aluflexpack.com/de/aluflexpack-ag-gibt-uebernahme-eines-tunesischen-pharma-verpackungsspezialisten-bekannt/>.

⁹ Le GHG Protocol Corporate Standard classe les émissions de gaz à effet de serre liées au Corporate Carbon Footprint d'une entreprise parmi les émissions des Scopes 1, 2 et 3. Le Scope 1 comprend les émissions de gaz à effet de serre provenant de sources dont l'entreprise est directement responsables ou qui sont contrôlées par celle-ci. Le Scope 2 comprend les émissions indirectes provenant de l'énergie achetée, et le Scope 3 les émissions indirectes au sein de la chaîne de valeur ajoutée.

- **Économie circulaire:** Aluflexpack vise à rendre toutes les solutions d'emballage recyclables et réutilisables et à accroître l'utilisation des matières premières recyclées. Pour ce faire, Aluflexpack s'engage auprès d'organisations intersectorielles ainsi que pour le recyclage de ses propres déchets techniques sans perte de qualité.
- **Bonne gouvernance:** Aluflexpack s'engage en faveur de conditions de travail sûres et équitables ainsi que pour un engagement social au sein de la communauté locale. La diversité et l'inclusion sont en outre encouragées.
- **Base transparente:** Aluflexpack affiche un degré élevé de transparence grâce à des publications régulières et à des rapports annuels sur la durabilité et les finances. De même, Aluflexpack mène une politique de tolérance zéro à l'égard de la corruption.

2.3 Données financières historiques d'Aluflexpack

Événements clés récents

L'histoire récente d'Aluflexpack a été marquée par une stratégie d'expansion comportant à la fois une croissance organique et des acquisitions. Ces dernières années ont en outre connu une hausse des prix des matériaux:

- Afin de répondre à la forte croissance de la demande sur les marchés finaux définis, Aluflexpack a lancé fin 2020 un vaste programme d'investissement visant à accroître les capacités des usines croates à Omiš et en Drniš. Les investissements dans les installations de production et les infrastructures visaient à consolider à long terme la position de leader de l'entreprise sur ces marchés en forte croissance.
- En complément de la croissance organique, Aluflexpack a acquis durant l'exercice 2020 une participation de 80% dans Top-System, un producteur bien établi d'emballages souples en Pologne, générant un chiffre d'affaires annuel net d'environ EUR 10 millions.
- Dans le cadre de sa stratégie d'expansion, Aluflexpack a acquis en 2022 une participation de 80% dans Teko, leader du marché des emballages souples dans l'industrie laitière et des boissons en Turquie et dans les régions voisines, qui réalise un chiffre d'affaires annuel d'environ EUR 16 millions.
- Depuis le deuxième semestre 2021, la hausse des prix des matières premières pour les liquides, les matières plastiques et les emballages de transport pèse sur le résultat d'Aluflexpack, car ces coûts n'ont pu être répercutés que partiellement sur les clients.

Chiffres-clés historiques
d'Aluflexpack

Chiffres-clés historiques d'Aluflexpack¹⁰

| en TEUR | EA 2020 | EA 2021 | EA 2022 | 30.09.2023 |
|--|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Chiffre d'affaires net | 239'441 | 266'135 | 357'031 | 289'641 |
| Croissance du chiffre d'affaires net en % | 15.2% | 11.1% | 34.2% | 10.8% |
| EBITDA as reported (IFRS 16 comprise) * | 37'404 | 41'848 | 46'572 | 35'600 |
| Marge EBITDA (IFRS 16 comprise) | 15.6% | 15.7% | 13.0% | 12.3% |
| EBITDA (hors IFRS 16) * | 33'295 | 37'076 | 41'339 | 31'599 |
| Marge EBITDA (hors IFRS 16) | 13.9% | 13.9% | 11.6% | 10.9% |
| CAPEX (hors acquisitions) | 20'500 | 60'411 | 53'212 | 25'118 |
| CAPEX en % du chiffre d'affaires net | 8.6% | 22.7% | 14.9% | 8.7% |
| Liquidités nettes | 7'236 | -8'514 | -100'815 | -136'038 |
| Fonds propres (valeur comptable) | 173'246 | 182'811 | 193'292 | 185'379 |

* L'EBITDA a été corrigé des effets exceptionnels déclarés par Aluflexpack.¹¹

Sources: rapports de gestion et comptes trimestriels au 30.09.2023 d'Aluflexpack.

Évolution historique du
chiffre d'affaires net

Au cours de l'exercice 2020, le chiffre d'affaires net a augmenté de 15.2% par rapport à l'année précédente, pour atteindre EUR 239.4 millions, soit une hausse organique de 13.7%.¹² Cette augmentation du chiffre d'affaires s'explique par la diversification du portefeuille de produits et de clients ainsi que par la forte demande générale sur les marchés finaux des denrées alimentaires, des aliments pour animaux et des produits pharmaceutiques. A l'exception d'une baisse du chiffre d'affaires de 7% dans le secteur de la confiserie, due à la fermeture temporaire de certains canaux de distribution en raison

¹⁰ Comme l'évaluation DCF a été réalisée dans le cadre de la présente *Fairness Opinion* sans les effets de l'application de l'IFRS 16, et afin d'assurer une comparabilité cohérente avec les entreprises pairs, les valeurs et les marges d'EBITDA publiées ont été corrigées des effets de l'application de l'IFRS 16 et présentées comme une référence supplémentaire dans les chiffres-clés historiques.

¹¹ Les effets exceptionnels déclarés par Aluflexpack se rapportent aux effets de l'application de la norme IAS 29, aux effets exceptionnels résultant de plans de participation des collaborateurs, aux coûts de transaction, aux assurances et à la vente d'actifs immobilisés.

¹² Le chiffre d'affaires net organique correspond au chiffre d'affaires net déclaré par le groupe, déduction faite du chiffre d'affaires net de la filiale polonaise Top-System ayant fait l'objet d'une acquisition.

de la pandémie de COVID-19, tels que les magasins hors taxes ou les boutiques de spécialités de chocolat, Aluflexpack a enregistré une croissance positive du chiffre d'affaires net sur tous les marchés finaux par rapport à l'année précédente.

Durant l'exercice 2021, l'entreprise a enregistré une hausse de son chiffre d'affaires de 11.1% pour atteindre EUR 266.1 millions. Corrigée des effets de consolidation résultant de l'acquisition de Top-System, la croissance organique s'est élevée à 8.6%. Cette croissance a été soutenue principalement par l'expansion des marchés finaux des aliments pour animaux et du thé & café ainsi que par la reprise dans les activités de confiserie. En revanche, le chiffre d'affaires dans le domaine des emballages pharmaceutiques a diminué, en raison des mesures d'hygiène plus strictes imposées par la pandémie de COVID-19, qui ont entraîné une diminution de la propagation de la grippe et d'autres maladies.

Grâce à une forte demande sur des marchés finaux diversifiés et défensifs ainsi qu'à de nouvelles expansions, le chiffre d'affaires net a augmenté de 34.2% pour atteindre EUR 357.0 millions au cours de l'exercice 2022¹³ soit une hausse organique de 27.9%.¹⁴ La croissance du chiffre d'affaires net a été particulièrement marquée sur les marchés finaux des produits pharmaceutiques (+59.0%), des autres denrées alimentaires (+58.3%) et des produits laitiers (+51.3%). Cette croissance robuste résulte notamment de l'augmentation des parts de marché dans les régions existantes, de l'introduction de nouveaux produits et des activités de *cross-selling*.

Malgré un environnement de marché exigeant, Aluflexpack est parvenue, au 30 septembre 2023, à augmenter son chiffre d'affaires net de 10.8%¹⁵ par rapport à la même période de l'année précédente, pour atteindre EUR 289.6 millions,¹⁶ respectivement à augmenter le chiffre d'affaires organique (corrigé des effets de consolidation de l'acquisition de TEKO) de 7.8%.

¹³ Depuis le 30.06.2022, Aluflexpack est tenue d'ajuster ses activités en Turquie pour tenir compte des effets de la comptabilisation de l'hyperinflation en Turquie (IAS 29). Par conséquent, les informations financières au 31.12.2022 et au 30.09.2023 tiennent compte des effets de la norme IAS 29 et de la norme IAS 21 («Effets des variations des taux de change»). L'effet de l'application de la norme IAS 29 sur le chiffre d'affaires net de l'exercice 2022 s'élève à EUR 0.6 millions (chiffre d'affaires net de l'exercice 2022 corrigé de la norme IAS 29: EUR 357.6 millions).

¹⁴ Le chiffre d'affaires net organique correspond au chiffre d'affaires net déclaré par le groupe, déduction faite du chiffre d'affaires net de la filiale turque TEKO, reprise le 12 mai 2022.

¹⁵ Au 30.09.2022, le chiffre d'affaires net s'élevait à EUR 261.4 millions.

¹⁶ Au 30 septembre 2023, le chiffre d'affaires net s'élevait à EUR 289.0 millions sans tenir compte des effets résultant de la norme IAS 29.

Évolution historique de la marge EBITDA

Des améliorations continues dans l'organisation et un redimensionnement réussi du modèle d'affaires ont conduit à un accroissement de la productivité, ce qui s'est traduit par une marge EBITDA corrigée¹⁷ de 15.6% (IFRS 16 comprise), respectivement 13.9% (hors IFRS 16) pour l'exercice 2020.

Au cours de l'exercice 2021, une marge EBITDA corrigée de 15.7% (IFRS 16 comprise), respectivement 13.9% (hors IFRS 16) a pu être maintenue malgré la hausse des prix des matériaux, qui n'a pas pu être intégralement répercutée sur les clients.¹⁸ Cela a pu être atteint grâce à des redimensionnements et à des gains d'efficacité.

L'exercice 2022 a été marqué par une nouvelle hausse des prix des matières premières et une hausse disproportionnée de la base de coûts. Par la suite, la marge EBITDA d'Aluflexpack a diminué au cours de l'année. Durant l'exercice 2022, Aluflexpack a réalisé une marge EBITDA corrigée¹⁹ de 13.0% (IFRS 16 comprise), respectivement de 11.6% (hors IFRS 16).

Le léger recul de la marge EBITDA²⁰ corrigée au 30 septembre 2023 à 12.3% (IFRS 16 comprise), respectivement 10.9% (hors IFRS 16), reflète l'impact de l'augmentation de la base de coûts, sans qu'il ait déjà été possible de profiter de la réduction des prix de l'aluminium.

Évolution historique des CAPEX (hors acquisitions)

Les investissements (CAPEX) hors acquisitions se situaient entre 8.6% et 22.7% par rapport au chiffre d'affaires net entre l'exercice 2020 et le 30 septembre 2023. Au cours de ces années, le développement stratégique du groupe a été favorisé par un programme d'investissement ciblé dans le renforcement des capacités, en particulier en Croatie.

¹⁷ Au cours de l'exercice 2020, Aluflexpack a augmenté l'EBITDA déclaré selon les états financiers IFRS des effets exceptionnels d'un montant de EUR 1.0 million (net). Les effets exceptionnels comprennent les effets du plan de participation des collaborateurs, les coûts de transaction dans le cadre de l'acquisition de Top-System ainsi que les remboursements d'assurance à la suite d'un incendie chez Eliopack en juin 2019.

¹⁸ Au cours de l'exercice 2021, Aluflexpack a réduit l'EBITDA déclaré selon les états financiers IFRS d'effets exceptionnels d'un montant de EUR 0.5 million (net). Les effets exceptionnels comprennent un bénéfice provenant de la vente d'immobilisations corporelles, des effets du plan de participation des collaborateurs ainsi que des frais de transaction.

¹⁹ Au cours de l'exercice 2022, Aluflexpack a réduit l'EBITDA déclaré selon les états financiers IFRS d'effets exceptionnels d'un montant de EUR 2.0 million (net). Les effets exceptionnels comprennent les effets de la comptabilisation de l'hyperinflation en Turquie (IAS 29), qui s'élève à EUR 2.3 millions, ainsi que les effets du plan de participation des collaborateurs et les coûts de transaction.

²⁰ Au cours de l'exercice 2023 (jusqu'au 30.9.2023), Aluflexpack a augmenté l'EBITDA déclaré selon les états financiers IFRS des effets exceptionnels d'un montant de EUR 0.5 million (net). Les effets exceptionnels comprennent les effets résultant de la norme IAS 29 et du plan de participation du personnel ainsi que les coûts de transaction.

Évolution historique des liquidités nettes et des fonds propres

Les liquidités nettes (liquidités moins dettes financières portant intérêt) ont diminué de EUR 143.3 millions entre l'exercice 2020 et le 30 septembre 2023 en raison des investissements élevés. Au 30 septembre 2023, Aluflexpack affichait des dettes financières (hors IFRS 16) de EUR 162.2 millions, ce qui, avec des liquidités de EUR 26.2 millions, a engendré une dette financière nette de EUR 136.0 millions.

Au cours de la même période, la valeur comptable des capitaux propres a augmenté de EUR 12.1 millions pour atteindre EUR 185.4 millions. Malgré des investissements élevés et la réalisation d'acquisitions, Aluflexpack dispose au 30 septembre 2023 d'un bilan solide avec un ratio de fonds propres de 42.6%.

2.4 Analyse de marché

Aluflexpack développe et produit un grand nombre d'emballages souples en aluminium, notamment pour les denrées alimentaires, les aliments pour animaux et les produits pharmaceutiques. L'analyse de marché qui suit se concentre sur l'évolution récente de l'industrie de l'emballage, en mettant l'accent sur les marchés finaux pertinents d'Aluflexpack.

Volume de marché et perspectives de croissance pour les emballages alimentaires

Les emballages alimentaires représentent la plus grande part de marché des emballages souples, avec une part mondiale de 75.8%. Les prévisions indiquent que la demande mondiale continuera d'augmenter en raison de la croissance démographique continue et de la tendance aux emballages plus petits, sous l'effet de l'évolution des habitudes d'achat et de l'augmentation de la consommation à l'emporter («to go»).

²¹

En 2022, le volume mondial du marché des emballages alimentaires s'élevait à environ 2'071 milliards d'unités et affichait depuis 2017 un taux de croissance annuel (Compound annual growth rate, «CAGR») de 2.3%. D'ici à 2027, ce chiffre devrait passer à environ 2'338 milliards d'unités, ce qui correspond à un CAGR 2022-2027 de 2.4%. Une forte croissance est attendue notamment dans les domaines des plats cuisinés, des aliments déshydratés et des pâtes. La région la plus importante en termes de volume d'emballages alimentaires en 2022 était l'Asie-Pacifique avec 47.9%, suivie de l'Amérique avec 25.4%.

Volume de marché et perspectives de croissance pour les emballages alimentaires souples

Les emballages souples représentaient en 2022 une part de marché de 53.1%, soit environ 1.1 milliard d'unités constituant le matériau d'emballage le plus répandu au monde, suivis du plastique dur (25.1%), du papier et du carton (13.2%), du métal dur (4.7%) et du verre (3.9%).

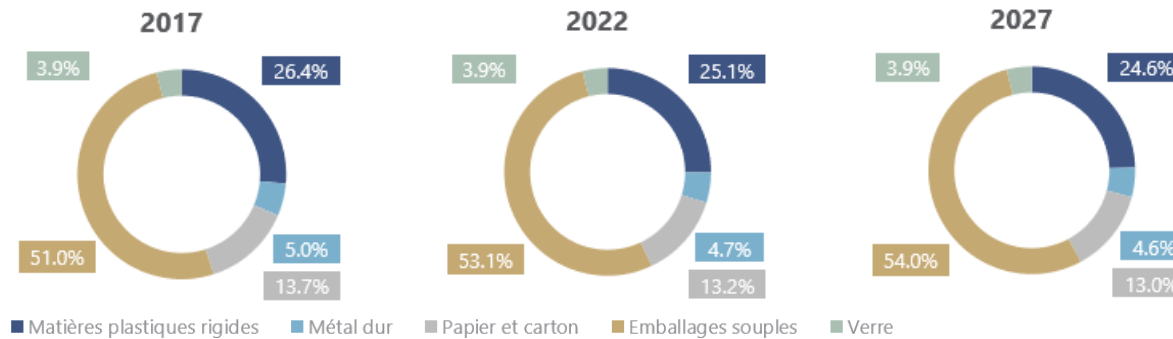
Entre 2017 et 2022, les emballages souples ont connu une croissance annuelle moyenne de 3.2% supérieure à la moyenne par rapport à l'ensemble de l'industrie de l'emballage. D'ici 2027, on prévoit une hausse atteignant 1.3 milliard d'unités d'emballage souples (CAGR 2022-2027: 2.8%). Cette croissance des emballages souples est soutenue par des coûts de production comparativement faibles, un stockage simple, un poids faible et une diversité des produits en termes de forme et de taille. Les progrès réalisés dans le développement de plastiques souples durables et efficaces constitueront un élément essentiel du développement futur des emballages souples.

²²

²¹ Cameron, G., *The Future of Global Flexible Packaging to 2026*, p. 27-28.

²² GlobalData, *Packaging Report – 2023*, juin 2023, p. 9, p. 11-13, p. 17.

Évolution de la part mondiale des matériaux d'emballage



Source: GlobalData, Packaging Report – 2023, juin 2023, p. 11.

Les tendances des emballages alimentaires sont principalement déterminées par la durabilité et la personnalisation

La demande en emballages de petite taille et en solutions d'emballage sur mesure ne cesse d'augmenter, car les marques souhaitent accroître leur attractivité grâce à des solutions d'emballage innovantes. En outre, la prise de conscience en matière d'emballages recyclables et durables ne cesse de croître. Il en résulte que les fabricants utilisent de plus en plus de matériaux d'emballage recyclés en raison de l'attention accrue que portent les consommateurs sur la durabilité.²³

La réduction des déchets d'emballages demandée par les consommateurs et l'utilisation souhaitée de matériaux recyclés font pression sur les fournisseurs d'emballages pour qu'ils développent des alternatives durables et attrayantes en termes de prix. Le recyclage est particulièrement problématique pour les emballages souples composés de différents matériaux. De plus, en raison de leur faible poids, le recyclage des emballages souples est économiquement moins rentable. L'avenir des emballages souples dépend largement de l'introduction de monomatériaux et d'une meilleure recyclabilité.²⁴

L'inflation entraîne des pressions supplémentaires dans la branche

Un autre défi pour l'industrie de l'emballage des biens de consommation est la baisse des dépenses des consommateurs et l'augmentation des coûts de l'énergie, des matériaux et du travail, notamment sous l'effet de la hausse des taux d'inflation. Ces effets pèsent sur les marges bénéficiaires. Pour préserver leur compétitivité, les fournisseurs réagissent par des mesures

²³ GlobalData, Packaging Report – 2023, juin 2023, p. 14.

²⁴ GlobalData Global Packaging Material Substitution Trends, 2023, p. 2, p. 8-10.

visant à accroître l'efficacité et à réduire les coûts. Ils misent en outre sur les nouvelles technologies et la numérisation pour développer des produits plus attrayants.²⁵

Emballages pour
aliments pour animaux

En 2021, les emballages souples pour les aliments pour animaux représentaient environ 2.1% du marché mondial. Au cours de la période 2021 à 2026, on s'attend à une croissance annuelle moyenne de 3.6%, les emballages suivant les mêmes tendances que pour les denrées alimentaires humaines.²⁶

Emballages pour produits
pharmaceutiques et
médicaux

Entre 2016 et 2021, les emballages pour produits pharmaceutiques et médicaux ont enregistré un CAGR de 3.6%, en raison de l'augmentation de la demande dans le secteur de la santé. En 2021, la part de marché des produits pharmaceutiques et médicaux sur le marché des emballages de consommation était de 6.8%. Les emballages thermoformés (*blisters*) représentaient le format d'emballage le plus utilisé et le plus propice à la croissance. Pour la période 2021-2026, on prévoit un taux de croissance annuel moyen de 4.2%, avec une croissance particulièrement forte dans la région Asie-Pacifique.²⁷

²⁵ GlobalData Global Packaging Material Substitution Trends, 2023, p. 8.

²⁶ Cameron, G., The Future of Global Flexible Packaging to 2026, p. 27, p. 39.

²⁷ Cameron, G., The Future of Global Flexible Packaging to 2026, p. 27, p. 41-42.



3 Évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Page 24

3.2 Évaluation *discounted cash flow*

Page 25

3.3 Évaluation à l'aide de multiples

Page 36

3.4 Analyse de l'action

Page 39

3 Évaluation

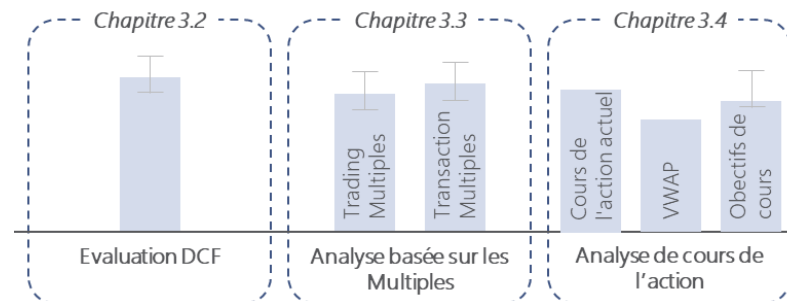
3.1 Méthode d'évaluation

Pour l'évaluation d'Aluflexpack, nous nous basons en premier lieu sur la méthode du *discounted cash flow* («méthode DCF»), conformément aux bonnes pratiques actuelles («Best Practice»). Nous appliquons en outre les *trading multiples* ainsi que les *transaction multiples*, et tenons compte des résultats issus de l'analyse du cours de l'action.

L'évaluation d'Aluflexpack aux fins de l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Constantia est effectuée conformément au principe *stand-alone*, en appliquant différentes méthodes d'évaluation. Conformément à l'annonce préalable de l'offre publique d'acquisition du 16 février 2024, la valeur par action d'Aluflexpack est calculée à la date de référence de l'évaluation du 15 février 2024.

Dans notre cadre d'évaluation, la méthode DCF revêt la plus grande importance. Les réflexions en matière d'évaluation sont complétées par l'application de méthodes axées sur le marché et basées sur l'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse (*trading multiples*) et des prix payés lors de transactions comparables dans le passé (*transaction multiples*). La valeur par action résultant de la méthode DCF ainsi que de l'évaluation à l'aide de *trading multiples* et *transaction multiples* est en outre comparée avec le cours actuel de l'action d'Aluflexpack, avec le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse (Volume weighted average price, «VWAP») d'Aluflexpack, ainsi qu'avec les objectifs de cours publiés par les analystes.

Méthode d'évaluation



3.2 Évaluation *discounted cash flow*

3.2.1 Introduction aux processus d'évaluation et au coût moyen du capital

L'application de la méthode DCF correspond à la théorie reconnue de la «Corporate Finance», ainsi qu'à la «Best Practice» actuelles en matière d'évaluation d'entreprise. De manière générale, la valeur d'une entreprise est obtenue en actualisant les futurs Free Cash Flows attendus («FCF») avec le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») à la date de référence de l'évaluation qui a été définie.

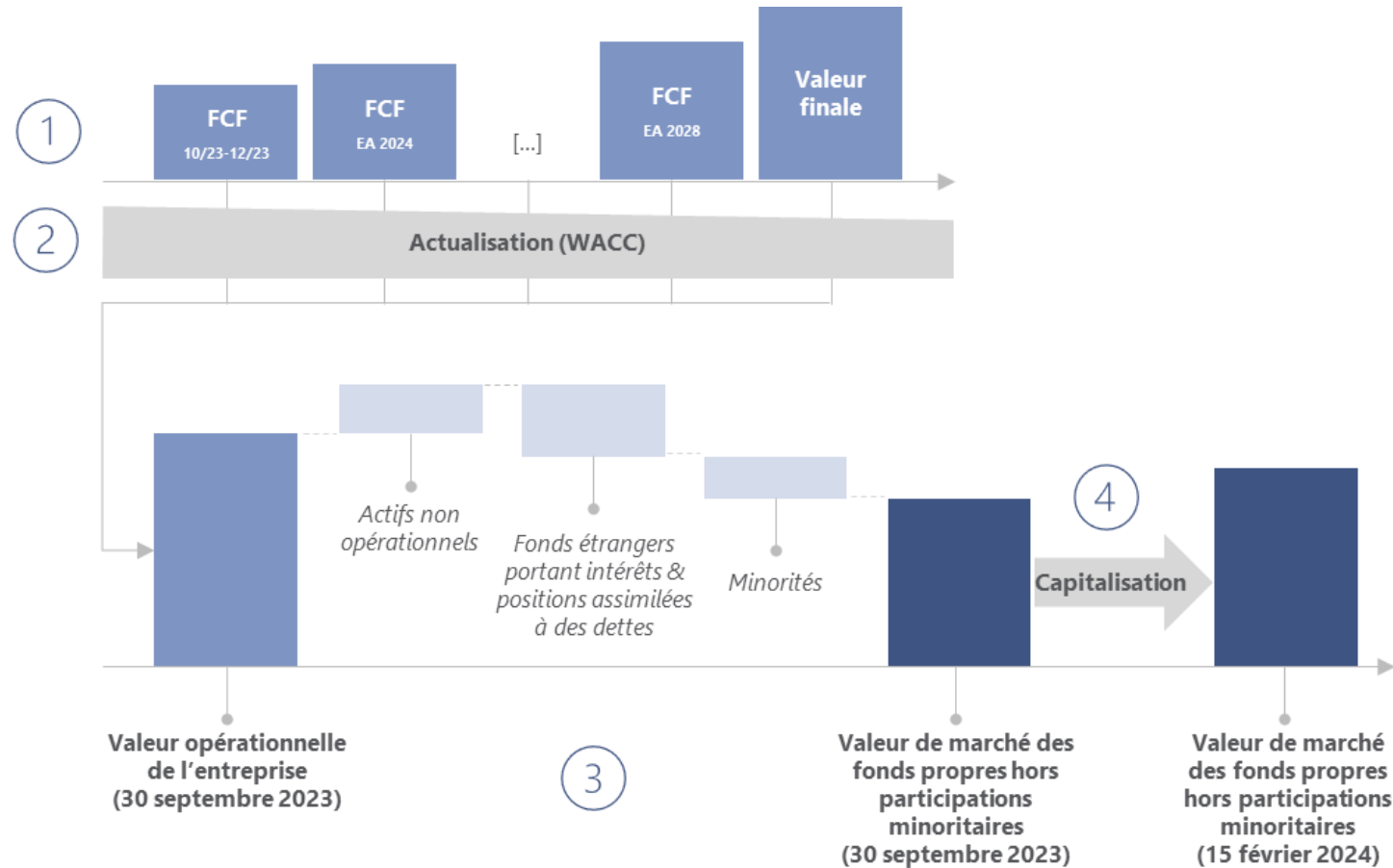
Sur la base de la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires d'Aluflexpack au 15 février 2024 peut être déterminée comme suit:

Détermination de la valeur des fonds propres

- ① Dans un premier temps, les FCF attendus à l'avenir sont déterminés sur la base des prévisions (*forecast*) 2023, du *business plan* approuvé par le CA d'Aluflexpack et des informations correspondantes de la Direction, en tenant compte d'une période de planification détaillée allant d'octobre 2023 à la fin de l'exercice 2028. La part de valeur afférente à la phase postérieure à l'exercice 2028 est exprimée en une valeur finale («VF»).
- ② Les FCF attendus pour les périodes de planification ainsi que la valeur finale déterminée sont ensuite actualisés avec le WACC approprié pour Aluflexpack au 30 septembre 2023. La valeur d'entreprise opérationnelle au 30 septembre 2023 résulte des valeurs actuelles ainsi calculées.
- ③ Sur la base des comptes trimestriels d'Aluflexpack au 30 septembre 2023, les actifs non nécessaires sur le plan opérationnel sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les fonds étrangers portant intérêts, les positions assimilées à des dettes ainsi que les participations minoritaires sont déduits. On obtient ainsi la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 septembre 2023.
- ④ La valeur des fonds propres obtenue est capitalisée à la date de l'évaluation du 15 février 2024, puis divisée par le nombre d'actions en circulation, afin de déterminer la valeur par action au 15 février 2024.

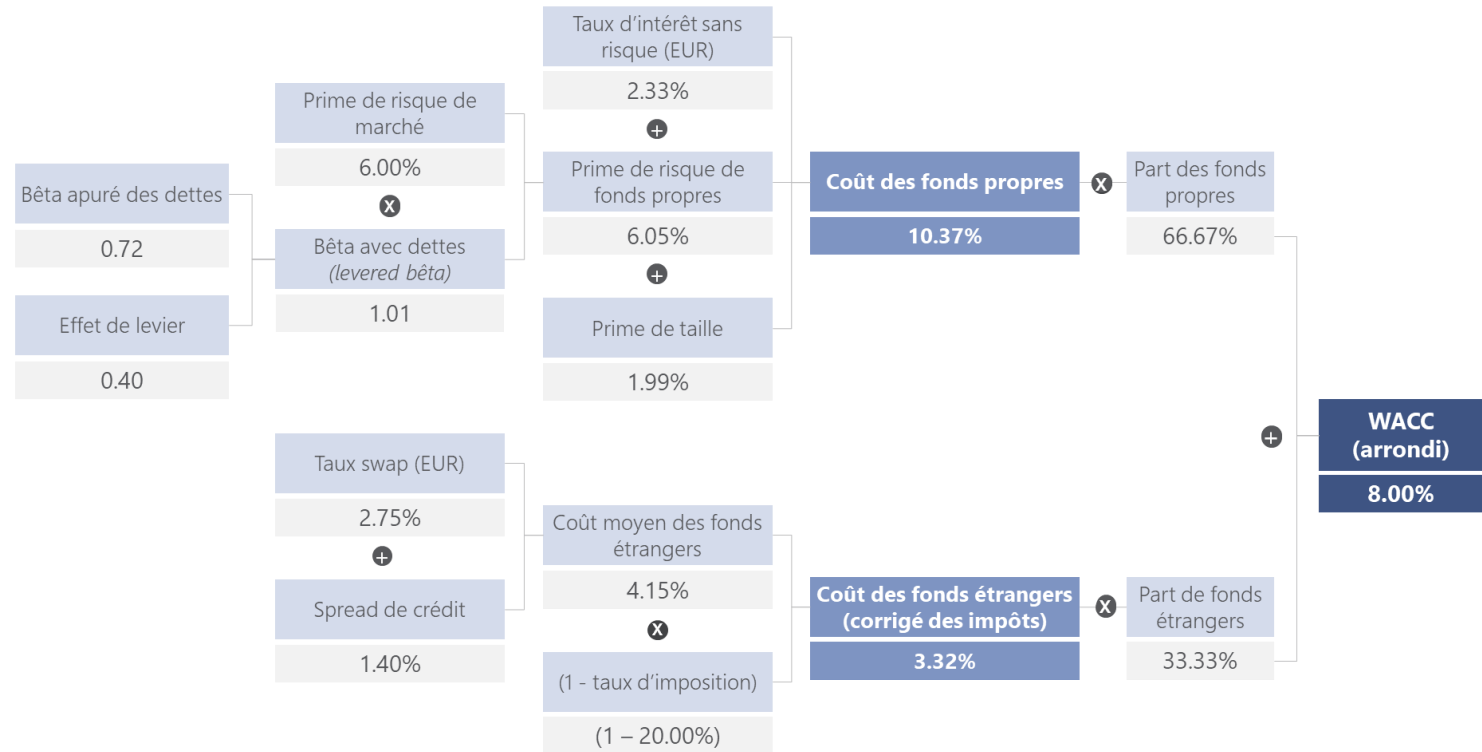
Présentation illustrative de la méthode d'évaluation utilisée pour déterminer la valeur des fonds propres d'Aluflexpack

Le schéma ci-dessous illustre la détermination de la valeur de marché des fonds propres d'Aluflexpack au 15 février 2024:



Détermination du WACC pour Aluflexpack

Le schéma ci-dessous illustre la détermination du WACC pour Aluflexpack:²⁸



²⁸ Pour plus d'informations, cf. annexe 5.1.

3.2.2 Business plan

Les *free cash flows* estimés pour l'avenir se basent sur les prévisions (*forecast*) pour l'exercice 2023 et le *business plan* pour les exercices 2024 à 2028, ainsi que sur des informations et hypothèses supplémentaires de la Direction

Les FCF pronostiqués d'Aluflexpack pour les exercices 2023 à 2028 se basent sur les prévisions actuelles (*forecast*), le *business plan* pour les exercices 2024 à 2028, approuvé par le CA d'Aluflexpack le 15 décembre 2023, ainsi que sur des informations et hypothèses supplémentaires de la Direction. Les hypothèses relatives aux valeurs durables comme base pour la détermination de la valeur finale ont été confirmées par la Direction. Les valeurs moyennes des principaux facteurs de valeur et hypothèses qui en résultent sont résumés dans le tableau ci-dessous. L'évaluation DCF a été réalisée sans tenir compte des effets découlant de l'application de la norme IFRS 16. Par conséquent, la marge EBITDA hors IFRS 16 est présentée dans les hypothèses de planification principales.

Aperçu des hypothèses principales pour la période de planification et la valeur finale par rapport au passé

| Moyenne | EA 2020 - EA 2022 | EA 2023 - EA 2028 | Valeur finale |
|--|----------------------|----------------------|------------------|
| Croissance du chiffre d'affaires net (CAGR) | 19.7% | 5.8% | 1.9% |
| Marge EBITDA hors IFRS 16 * | 13.1% | 12.5% | 13.9% |
| CAPEX (hors acquisitions) en % du chiffre d'affaires net | 15.4% | 6.6% | 5.8% |
| ACN opérationnel en % du chiffre d'affaires net | 17.4% | 19.4% | 19.2% |

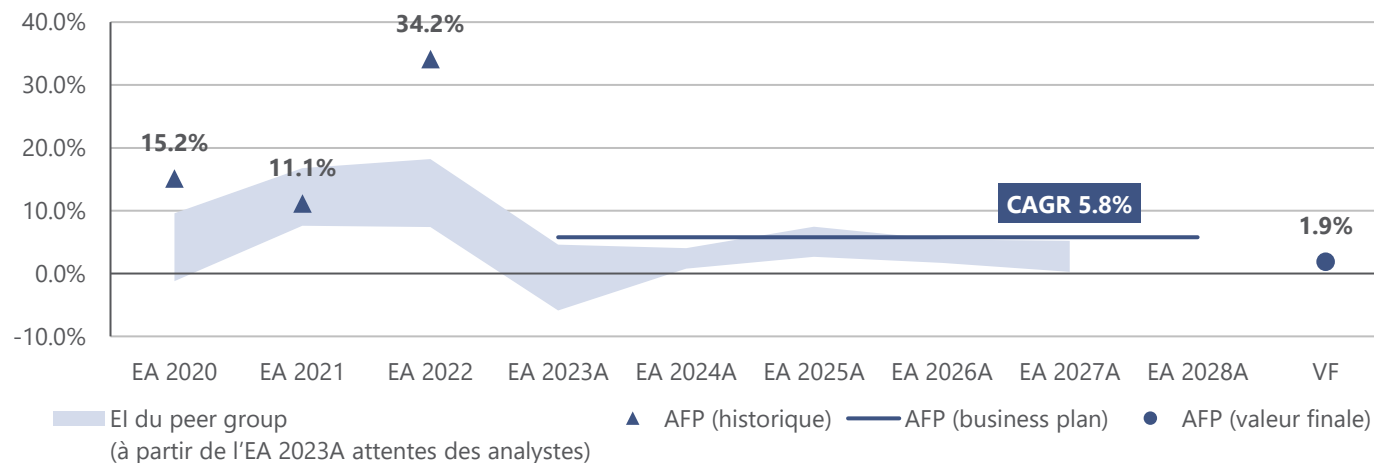
* Les marges EBITDA historiques ont été corrigées des effets exceptionnels déclarés par Aluflexpack.
Sources: rapports de gestion, données de planification et informations de la Direction d'Aluflexpack.

Nous avons évalué et vérifié la plausibilité des informations et hypothèses de la Direction d'Aluflexpack d'un point de vue indépendant. À cet effet, les principales hypothèses du *business plan* ont été comparées, entre autres, aux estimations des analystes pour les sociétés comparables identifiées. Aux fins de cette analyse, les entreprises comparables qui fabriquent des emballages, principalement des emballages en aluminium, ont été rassemblées au sein d'un groupe de pairs (*peer group*).²⁹ Les principales hypothèses sont décrites ci-après.

²⁹ Un aperçu des entreprises comparables figure à l'annexe 5.3.

Hypothèses relatives à l'évolution du chiffre d'affaires net

Comparaison des taux de croissance historiques et prévisionnels du chiffre d'affaires net d'Aluflexpack et des entreprises comparables



Sources: LSEG Eikon, *business plan* et informations de la Direction d'Aluflexpack.

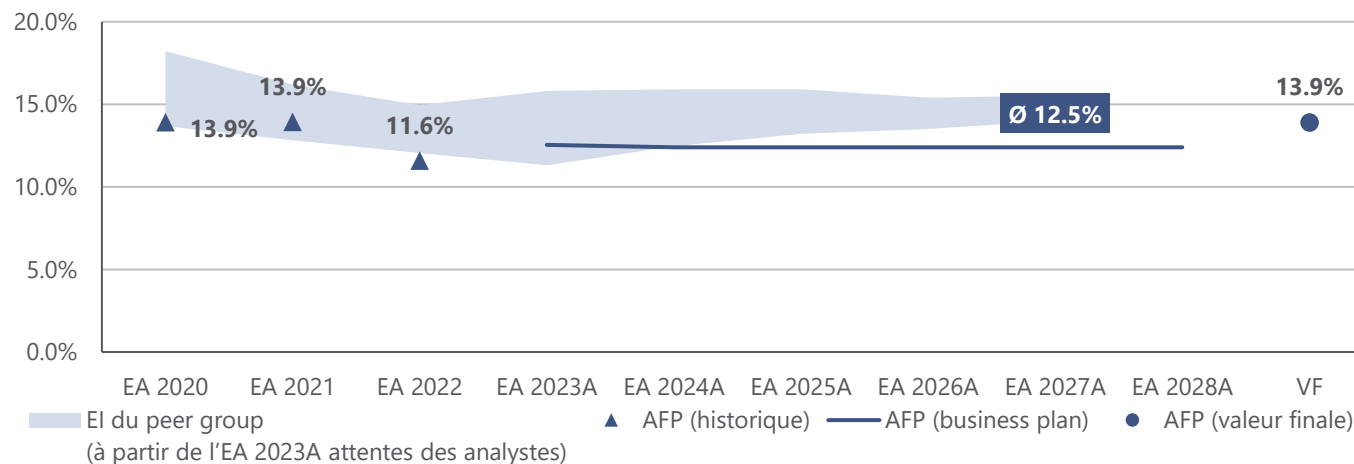
La croissance du chiffre d'affaires d'Aluflexpack au cours des exercices 2020 (15.2%) et 2022 (34.2%) est nettement supérieure à l'écart interquartile (quartile de 25% à 75%, «EI») des entreprises comparables. Outre la croissance générée par le développement de nouveaux produits et l'ouverture de marchés supplémentaires, la croissance supérieure à la moyenne est due aux acquisitions réalisées. La croissance du chiffre d'affaires de l'année 2021, soit 11.1%, se situe dans l'EI.

Pour les exercices 2023 à 2027, la Direction s'attend à un taux de croissance annuel moyen («CAGR») de 5.8%. L'augmentation du chiffre d'affaires visée doit être réalisée notamment par une croissance organique, et elle se situe à la limite supérieure de l'EI des prévisions des analystes pour les entreprises comparables. La croissance supposée par Aluflexpack dans son *business plan* est soutenue par la croissance mondiale attendue des emballages souples sur les marchés finaux ciblés par Aluflexpack.

Étant donné qu'Aluflexpack génère la majeure partie de ses flux de trésorerie (*cashflows*) en euros, la valeur finale tient compte d'une croissance annuelle durable du chiffre d'affaires de 1.9%, qui correspond à l'anticipation à long terme de l'inflation dans la zone euro.³⁰

Hypothèses relatives à la marge EBITDA hors IFRS 16

Comparaison des marges EBITDA historiques et prévisionnelles hors IFRS 16 d'Aluflexpack et des entreprises comparables³¹



Sources: LSEG Eikon, *business plan* et informations de la Direction d'Aluflexpack.

La marge EBITDA hors IFRS 16 de 13.9% réalisée au cours des exercices 2020 et 2021 d'Aluflexpack se situe à la limite inférieure de l'EI des entreprises comparables. Durant l'exercice 2022, la marge EBITDA hors IFRS 16 d'Aluflexpack a été affectée négativement par une base de coûts plus élevée et des hausses de prix des matériaux; elle se situe, avec 11.6%, en dessous de l'EI pour le groupe de pairs.

³⁰ Source: FMI World Economic Outlook, octobre 2023.

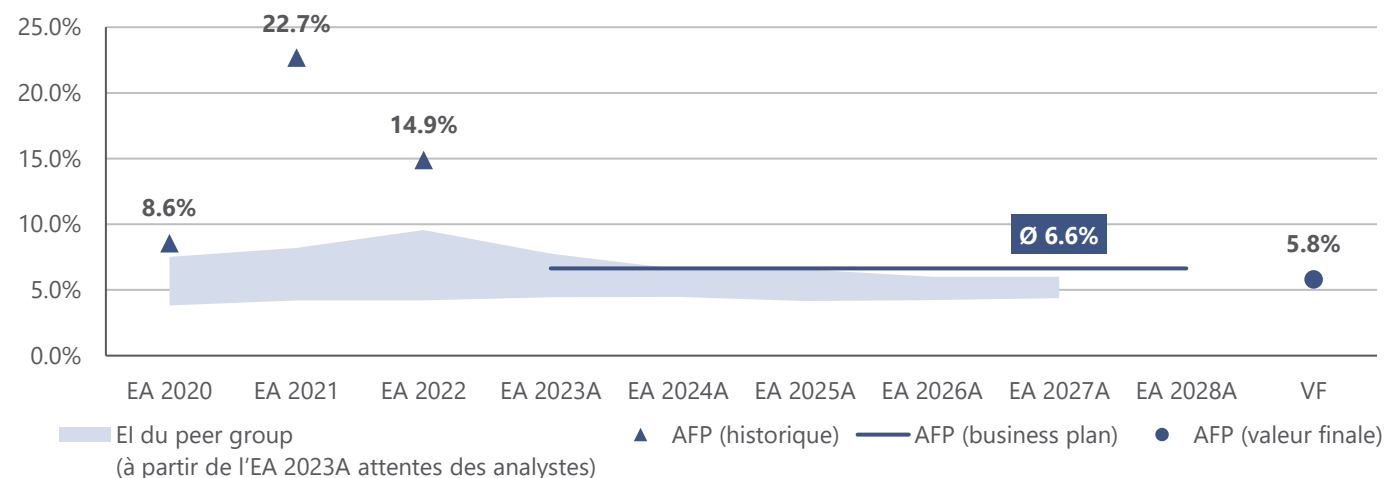
³¹ Les effets liés aux normes IFRS 16 et ASC 842 ont été éliminés dans les EBITDA historiques et futurs attendus d'Aluflexpack et des sociétés comparables afin de garantir une comparabilité cohérente entre les sociétés analysées. Les marges EBITDA d'Aluflexpack ont en outre été corrigées des effets exceptionnels déclarés par Aluflexpack (pour plus de détails, cf.2.3Données financières historiques d'Aluflexpack).

L'EI des marges EBITDA hors IFRS 16 pronostiquées par les analystes pour les entreprises comparables oscille entre 11.3% et 15.8% pour les exercices 2023 à 2027. Les marges EBITDA hors IFRS 16 attendues par la Direction d'Aluflexpack se situent, avec une moyenne de 12.5% pour les exercices 2023 à 2028, à la limite inférieure de cette fourchette.

À long terme, la Direction d'Aluflexpack considère une marge EBITDA hors IFRS 16 allant jusqu'à 13.9% comme durable. Cela correspond à une marge EBITDA, IFRS 16 comprise, de 15.0%, ce qui se situe au milieu de la fourchette cible de marge EBITDA à moyen terme communiquée, comprise entre 14.0% et 16.0%.³²

Hypothèses relatives aux CAPEX

Comparaison des investissements historiques et prévisionnels d'Aluflexpack et des entreprises comparables



Sources: LSEG Eikon, *business plan* et informations de la Direction d'Aluflexpack.

Au cours des exercices 2020 à 2022, Aluflexpack a investi chaque année entre EUR 20.5 millions et EUR 60.4 millions, ce qui correspond à un taux d'investissement (CAPEX hors acquisitions en % des produits nets) de 8.6% à 22.7%. Avec ces valeurs, Aluflexpack a dépassé l'EI des entreprises comparables en raison des investissements importants en faveur de la croissance (notamment l'expansion à Umag et à Drniš) et de l'internationalisation du groupe.

³² Aluflexpack, communication ad hoc «Aluflexpack AG mit neuem Ausblick für 2023» du 11 octobre 2023 (<https://www.aluflexpack.com/de/ad-hoc-announcement-pursuant-to-article-53-of-the-listing-rules-of-six-swiss-exchange/>).

Pour les exercices 2023 à 2027, la Direction d'Aluflexpack table sur un taux d'investissement moyen de 6.6%, ce qui correspond à la partie supérieure de l'EI des analystes pour les entreprises comparables.

À long terme, la Direction d'Aluflexpack s'attend à un niveau de CAPEX de 5.8% par rapport aux produits nets. Pour le calcul de la valeur finale, on suppose en outre que les amortissements correspondent durablement au niveau CAPEX prévu.

Actif circulant net («ACN»)

L'actif circulant net («ACN») opérationnel d'Aluflexpack s'est élevé en moyenne à 17.4% par rapport au chiffre d'affaires net pour les exercices 2020 à 2022. Pour la période planifiée des exercices 2023 à 2028, Aluflexpack table sur une augmentation de l'ACN par rapport au chiffre d'affaires net à 19.4% en moyenne. Pour le calcul de la valeur finale, un niveau durable de 19.2%, analogue à celui de l'exercice 2028, est appliqué.

Impôts

Sur la base des estimations de la Direction d'Aluflexpack un taux d'imposition calculé de 20.0% est appliqué pour les exercices 2023 à 2028 ainsi que pour la valeur finale.

Comptes trimestriels au 30 septembre 2023 et perspectives 2023

À fin septembre 2023, Aluflexpack a réalisé un chiffre d'affaires de EUR 289.6 millions pour un EBITDA, corrigé des effets exceptionnels, de EUR 35.6 millions (IFRS 16 comprise), respectivement de EUR 31.6 millions (hors IFRS 16). Le chiffre d'affaires correspond à peu près aux prévisions (*forecast*) pour l'exercice 2023 et l'EBITDA corrigé est légèrement supérieur aux prévisions (*forecast*). En raison de la grande visibilité quant à l'évolution financière au 4e trimestre 2023, la Direction estime que les prévisions 2023 (*forecast*) sont réalistes.

Détermination de la valeur des fonds propres

L'actualisation des *free cash flows* attendus pour les périodes de planification ainsi que de la valeur finale avec le WACC de 8.00%³³ aboutit à une valeur d'entreprise opérationnelle de EUR 440.6 millions au 30 septembre 2023.

Afin de déterminer la valeur des fonds propres, les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 septembre 2023, et les dettes financières ainsi que les positions assimilées à des dettes sont déduites.

Les actifs non opérationnels au 30 septembre 2023, d'un montant total de EUR 3.7 millions, sont constitués essentiellement d'actifs d'impôts différés (nets)³⁴, d'autres créances et actifs à long terme ainsi que de l'excédent de liquidités calculé à EUR 1.2 millions. Cette somme résulte des réflexions de la Direction sur le montant des liquidités nécessaires à l'exploitation, dont la plausibilité a été vérifiée par IFBC.

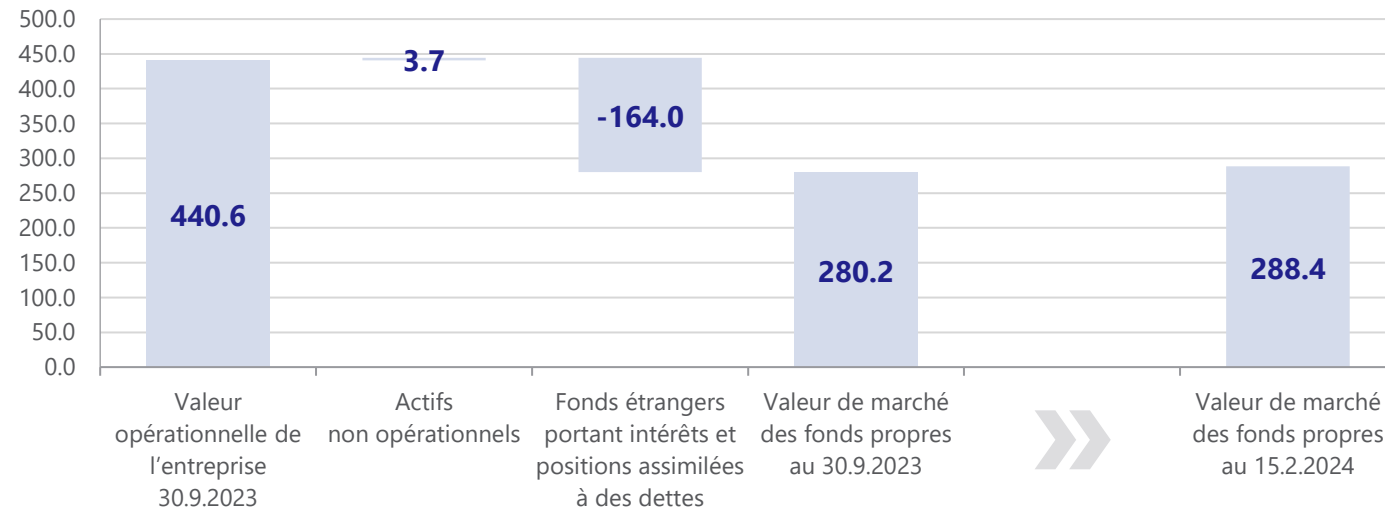
Les fonds étrangers portant intérêts et les positions assimilées à des dettes d'un montant de EUR 164.0 millions sont déduits de la valeur opérationnelle de l'entreprise (dettes financières à court et à long terme, dettes liées aux instruments financiers dérivés, dettes résultant du règlement des plans de participation des collaborateurs et provisions³⁵). Au 30 septembre 2023, il n'y a pas de participations minoritaires.

La valeur des fonds propres d'Aluflexpack au 30 septembre 2023 qui en résulte, d'un montant de EUR 280.2 millions, est finalement capitalisée à la date de référence de l'évaluation. Il en résulte une valeur des fonds propres au 15 février 2024 de EUR 288.4 millions.

³³ Pour plus d'informations sur le calcul du WACC, cf. la section 5.1 de l'annexe.

³⁴ Les passifs d'impôts différés résultant des Purchase Price allocations («AAE») selon la norme IFRS 3 n'ont pas été pris en compte en tant que position assimilée à des dettes. Par conséquent, dans le cadre du calcul du *free cash flow*, les amortissements des immobilisations incorporelles comptabilisées à l'actif selon les normes IFRS sont considérés comme n'ayant pas d'incidence fiscale.

³⁵ Les autres dettes à long terme d'un montant de EUR 6.6 millions n'ont pas été prises en compte lors du passage de la valeur d'entreprise opérationnelle aux fonds propres. Il s'agit de subventions reçues et donc inscrites au passif, qui ne seront pas dissoutes avec effet sur les liquidités à l'avenir.

Détermination de la valeur des fonds propres d'Aluflexpack au 15 février 2024 (en millions d'euros)

Source: IFBC.

Valeur par action en CHF

Au 15 février 2024, 17'300'000 actions au total ont été émises. Selon les informations fournies par la Direction, Aluflexpack ne détient actuellement aucune action propre. Le nombre d'actions en circulation s'élève ainsi à 17'300'000. Si l'on divise la valeur des fonds propres de EUR 288.4 millions au 15 février 2024 par ce nombre d'actions, on obtient une valeur par action de EUR 16.67. Sur la base d'un taux de change EUR/CHF de 0.9480 au 15 février 2024³⁶, il en résulte une valeur par action de CHF 15.81.

³⁶ Source: LSEG Eikon.

Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action d'Aluflexpack au 15 février 2024 (en CHF)

| | | WACC | | | | | | | WACC | | | | |
|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 8.70% | 8.45% | 8.20% | 7.95% | 7.70% | | | 8.70% | 8.45% | 8.20% | 7.95% | 7.70% |
| Marge EBITDA durable (hors IFRS 16) | 14.90% | 16.20 | 17.27 | 18.42 | 19.67 | 21.03 | CAPEX durables en % des produits nets | 5.30% | 15.02 | 16.02 | 17.11 | 18.29 | 19.58 |
| | 14.40% | 15.02 | 16.02 | 17.11 | 18.29 | 19.58 | | 5.55% | 14.43 | 15.40 | 16.46 | 17.61 | 18.85 |
| | 13.90% | 13.84 | 14.78 | 15.81 | 16.92 | 18.13 | | 5.80% | 13.84 | 14.78 | 15.81 | 16.92 | 18.13 |
| | 13.40% | 12.65 | 13.54 | 14.50 | 15.54 | 16.68 | | 6.05% | 13.24 | 14.16 | 15.15 | 16.23 | 17.40 |
| | 12.90% | 11.47 | 12.30 | 13.19 | 14.16 | 15.22 | | 6.30% | 12.65 | 13.54 | 14.50 | 15.54 | 16.68 |

Source: IFBC

Les tableaux ci-dessus illustrent les analyses de sensibilité relatives à la valeur par action d'Aluflexpack en CHF au 15 février 2024. Une variation du WACC présumé de 8.00% de \pm 50 points de base et de la marge EBITDA durable (hors IFRS) induite dans la valeur finale de \pm 100 points de base³⁷ conduit à une fourchette de valeur comprise entre CHF 11.47 et CHF 21.03 par action. Une variation identique du WACC avec un ajustement simultané des CAPEX durables en % du chiffre d'affaires net de \pm 50 points de base aboutit à une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 12.65 et CHF 19.58.

Résumé

- L'utilisation de la méthode DCF pour déterminer la valeur de l'entreprise constitue une «Best Practice» reconnue.
- Les hypothèses relatives aux *free cash flows* se basent sur les prévisions (*forecast*) pour l'exercice 2023 et le *business plan* pour l'exercice 2024 à 2028, approuvés par le Conseil d'administration d'Aluflexpack le 15 décembre 2023, sur les comptes trimestriels au 30 septembre 2023 ainsi que sur les informations et hypothèses de la Direction.
- Pour déterminer la valeur des fonds propres, un WACC de 8.00% a été appliqué.
- La valeur par action au 15 février 2024 obtenue s'élève à CHF 15.81.
- Les analyses de sensibilité aboutissent à une fourchette de valeur par action de CHF 11.47 à CHF 21.03.
- Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF, car l'application de la méthode DCF correspond à la théorie reconnue du «Corporate Finance» ainsi qu'à la «Best Practice» actuelle et permet de prendre en compte de manière adéquate dans l'évaluation les caractéristiques spécifiques d'Aluflexpack.

³⁷ La marge de fluctuation supposée de la marge EBITDA durable (hors IFRS 16) allant de 12.90% à 14.90%, respectivement de 14.00% à 16.00% (IFRS 16 comprise) correspond à la fourchette cible de marge EBITDA à moyen terme d'Aluflexpack communiquée. Cf. communication ad hoc «Aluflexpack AG mit neuem Ausblick für 2023» du 11 octobre 2023 (<https://www.aluflexpack.com/de/ad-hoc-announcement-pursuant-to-article-53-of-the-listing-rules-of-six-swiss-exchange/>).

3.3 Évaluation à l'aide de multiples

L'évaluation à l'aide des *trading multiples* et des *transaction multiples* est effectuée pour vérifier la plausibilité des valeurs par action déterminées dans le cadre de l'analyse DCF.

Évaluation sur la base de *trading multiples*

Pour l'évaluation sur la base de *trading multiples*, un *peer group* d'entreprises comparables a été constitué pour Aluflexpack.³⁸ Pour chaque entreprise comparable sélectionnée, le multiple EBITDA est calculé en comparant la valeur totale de l'entreprise au 31 janvier 2024³⁹ (valeur des fonds propres plus endettement net) avec l'EBITDA respectif (01/2024 (*last twelve months*, «LTM»), 12/2024A resp. 12/2025A attendu («A»)).⁴⁰ Les écarts entre la capitalisation boursière d'Aluflexpack et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent sont pris en compte dans l'évaluation sur la base de *trading multiples*.

La valeur médiane obtenue pour les multiples du *peer group* est appliquée à l'EBITDA estimé d'Aluflexpack. L'on obtient ainsi la valeur opérationnelle de l'entreprise. Les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les dettes financières portant intérêt ainsi que les positions assimilées à des dettes sont déduites au 30 septembre 2023. La valeur des fonds propres qui en résulte est capitalisée après la date de référence de l'évaluation du 15 février 2024 et divisée par le nombre d'actions en circulation afin de calculer la valeur respective par action. Il en résulte une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 6.66 et CHF 16.81. La valeur médiane par action s'élève à CHF 11.82.

Par rapport à l'évaluation DCF, l'application de *trading multiples* conduit à une évaluation plus basse d'Aluflexpack. Il faut toutefois tenir compte du fait que les *trading multiples* moyens ont baissé ces dernières années en raison du recul de la capitalisation boursière de plusieurs entreprises comparables.

³⁸ Pour plus d'informations sur les entreprises comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *trading multiples*, cf. la section 5.3 de l'annexe.

³⁹ Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

⁴⁰ Afin de garantir un calcul cohérent et comparable des multiples, les éventuels effets liés à l'IFRS 16 et à l'ASC 842 ont été pris en compte et éliminés, le cas échéant, en relation avec la détermination de l'Enterprise Value et de l'EBITDA.

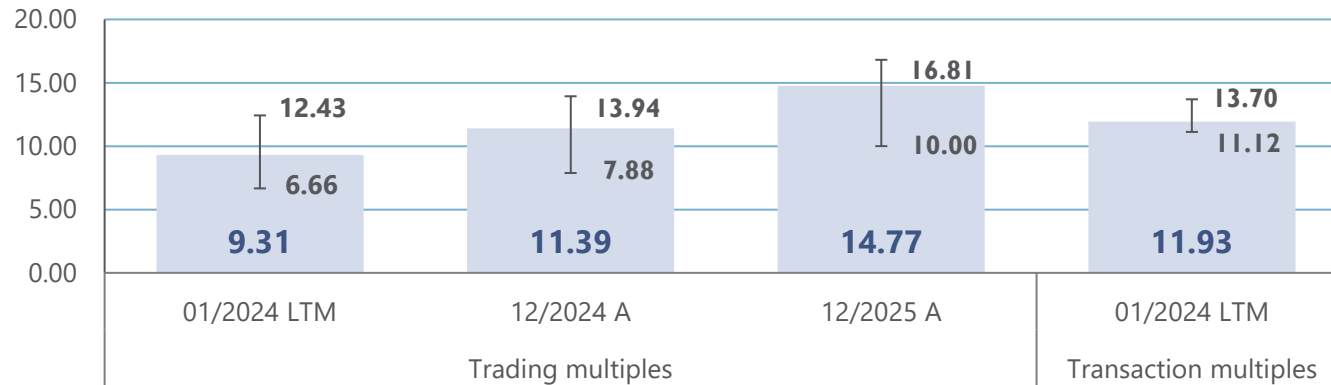
Evaluation sur la base de
transaction multiples

Dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, la valeur de l'entreprise est déterminée sur la base de transactions observables d'entreprises comparables. Les transactions d'entreprises entre janvier 2010 et janvier 2024, dans le cadre desquelles une participation majoritaire a été acquise, ont été analysées. Les valeurs d'entreprise des entreprises cibles sont calculées sur la base du prix d'achat payé dans le cadre de chaque transaction (100%) augmenté de l'endettement net, et comparées avec l'EBITDA indiqué au cours des douze derniers mois («LTM) précédant la transaction.⁴¹ Comme pour l'analyse des *trading multiples*, la différence entre la taille de chaque transaction comparative et la capitalisation boursière d'Aluflexpack est prise en considération en tenant compte des premiums/décotes implicites liés à la taille.

En raison de données limitées sur des transactions comparables et de l'écart parfois important dans le temps par rapport au moment de l'évaluation, il convient d'accorder une importance mineure à cette analyse. Entre 2010 et 2023, huit transactions ont pu être identifiées, dans le cadre desquelles l'entreprise cible présentait un modèle d'affaires comparable à Aluflexpack et dont les données financières nécessaires étaient accessibles au public. Dans un petit nombre de transactions comparables, des effets spécifiques aux transactions peuvent en outre avoir une forte influence.

Pour déterminer la valeur d'entreprise, les *transaction multiples* qui en résultent sont multipliés par l'EBITDA d'Aluflexpack au 31 janvier 2024 (LTM). La valeur par action est calculée de la même manière, comme expliqué ci-dessus en relation avec les *trading multiples*. Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, il en résulte une valeur médiane par action de CHF 11.93 avec une fourchette de valeur (EI) comprise entre CHF 11.12 et CHF 13.70.

⁴¹ Pour plus d'informations sur les transactions comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, cf. la section 5.4 de l'annexe.

Valeur par action d'Aluflexpack au 15 février 2024 sur la base des évaluations à l'aide de multiples (en CHF)

Sources: LSEG Eikon, analyse IFBC.

Résumé

- Pour vérifier la plausibilité de la valeur DCF, des évaluations sont réalisées sur la base de *trading multiples* et de *transaction multiples*.
- L'évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit à une valeur par action comprise entre CHF 6.66 et CHF 16.81 (valeur médiane moyenne: CHF 11.82). L'évaluation plus basse d'Aluflexpack au moyen de *trading multiples* par rapport à l'évaluation DCF s'explique notamment par la croissance attendue dans le *business plan* d'Aluflexpack, qui n'est pas reflétée de cette manière dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables. En outre, les *trading multiples* moyens observés actuellement sur le marché doivent être considérés comme bas en comparaison historique.
- Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, on obtient une valeur par action de CHF 11.93 avec une fourchette de valeur comprise entre CHF 11.12 et CHF 13.70. La pertinence de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples* est moindre en raison du faible nombre de transactions comparables et de l'écart temporel.
- IFBC estime que la pertinence des évaluations à l'aide de multiples est limitée. D'une manière générale, il faut tenir compte du fait que tant les modèles d'affaires que la situation spécifique des entreprises comparables peuvent différer de ceux d'Aluflexpack. Il convient d'accorder une faible importance aux transactions du fait de l'écart temporel important ainsi que des éventuels effets spécifiques à l'entreprise et à la transaction en raison du petit nombre de transactions disponibles.

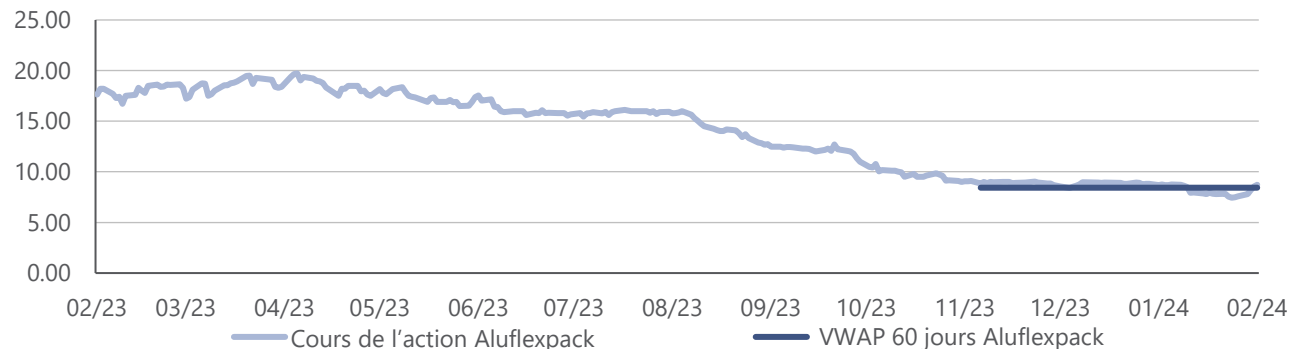
3.4 Analyse de l'action et estimations des analystes

Evolution du cours de l'action

Le cours de l'action d'Aluflexpack a baissé de 52.1% au cours des 12 derniers mois. Durant cette période, le cours a oscillé entre CHF 7.44 (7 février 2024) et CHF 19.72 (19 avril 2023).

Le 15 février 2024, soit le jour précédant l'annonce préalable de la transaction, l'action d'Aluflexpack a été négociée à un cours de clôture de CHF 8.71. Le prix moyen pondéré par le volume (VWAP) des 60 derniers jours de bourse s'élevait au 15 février 2024 à CHF 8.43.

Évolution du cours de l'action d'Aluflexpack au cours des douze derniers mois (en CHF)



Sources: LSEG Eikon, SIX Swiss Exchange.

Primes sur le cours de l'action et le VWAP incluses dans le prix de l'offre

Le prix de l'offre se situe entre CHF 15.00 («prix minimum de l'offre») et CHF 18.75 («prix maximum de l'offre»). La prime du prix de l'offre par rapport au cours de clôture avant l'annonce publique préalable (15 février 2024) se situe ainsi entre 72.2% (prix minimum de l'offre) et 115.3% (prix maximum de l'offre). Par rapport au VWAP (60 jours de bourse) au 15 février 2024, l'offre comprend une prime comprise entre 77.9% et 122.4%. La prime de l'offre est nettement supérieure à la médiane historique des primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse (21.1%).⁴²

Analyse de la liquidité

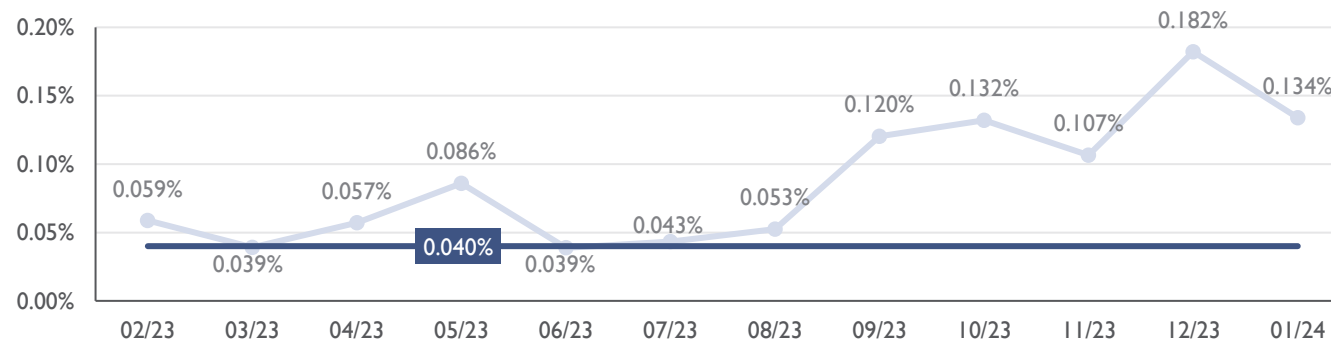
Conformément au droit des OPA en vigueur, les actions d'entreprises qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides. En outre, les titres de participation qui ne font pas partie du SLI doivent être considérés comme

⁴² Pour plus d'informations sur les primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse, cf. chapitre 5.5 de l'annexe.

liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (*Free Float*).»⁴³ Comme les actions d'Aluflexpack ne font pas partie du SLI, l'examen de la liquidité de l'action se fait sur la base de l'analyse du volume des transactions.

En tenant compte des volumes de transactions sur les bourses suisses SIX Swiss Exchange et BX Swiss, la médiane du volume des transactions de l'action d'Aluflexpack durant la période de douze mois précédant la publication de l'offre est supérieure au seuil actuel de 0.04% 9 mois sur 12. Dans cette considération, les actions d'Aluflexpack doivent être considérées comme illiquides. En tenant également compte des volumes de transactions de l'action d'Aluflexpack sur d'autres bourses à l'étranger, la médiane du volume des transactions sur une période de douze mois précédant l'annonce préalable de la transaction dépasse le seuil de référence de 0.04% 10 mois sur 12. Le cours de l'action d'Aluflexpack (cours boursier actuel et VWAP) doit être considéré comme liquide, compte tenu des volumes de transactions supplémentaires sur les bourses à l'étranger. Le cours de l'action Aluflexpack est par conséquent une référence valable pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

Valeur médiane mensuelle du nombre d'actions Aluflexpack négociées en % du *Free Float* (en tenant compte des bourses nationales et étrangères)



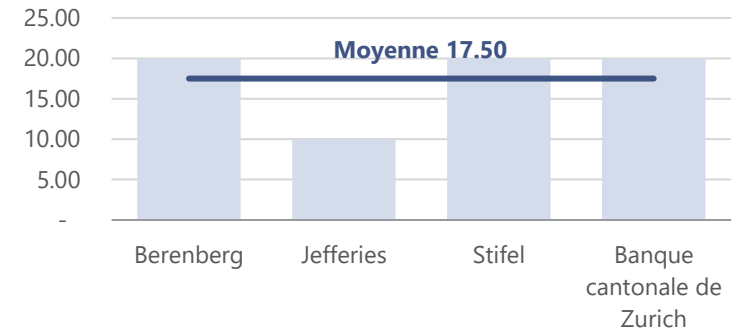
Sources: LSEG Eikon, analyse IFBC. *Free Float* selon le registre des actions d'Aluflexpack au 31 janvier 2024.

⁴³ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

Objectifs de cours des analystes

Actuellement, quatre analystes publient des rapports avec des objectifs de cours correspondants pour Aluflexpack.⁴⁴ Les objectifs de cours ont été actualisés pour la dernière fois entre octobre 2023 et janvier 2024 et se situent entre CHF 10.00 et CHF 20.00. La valeur moyenne des objectifs de cours est de CHF 17.50. Avec un prix minimum de l'offre de CHF 15.00, l'offre de Constantia est inférieure de 14.3% à la valeur moyenne des objectifs de cours des analystes, respectivement de 7.1% avec un prix maximum de l'offre de CHF 18.75. Par rapport au *business plan* d'Aluflexpack, les analystes tablent sur une croissance plus élevée après l'exercice 2028 avec un objectif de cours de CHF 20 dans les planifications financières, raison pour laquelle l'objectif de cours qui en résulte est légèrement supérieur à la valeur par action selon l'évaluation DCF. Une autre différence de valeur pourrait provenir du traitement comptable de la norme IFRS 16.⁴⁵

Objectifs de cours des analystes (en CHF)



⁴⁴ Sources: LSEG Eikon, rapports d'analystes sur Aluflexpack.

⁴⁵ Après avoir consulté Aluflexpack et analysé les valeurs prévisionnelles présentées dans les rapports des analystes, on peut supposer que les évaluations effectuées par les analystes ne reflètent pas de manière adéquate les effets de la norme IFRS 16 du point de vue comptable et que la valeur d'entreprise d'Aluflexpack tend par conséquent à être surestimée.

Résumé

- Compte tenu des volumes de transactions sur les bourses nationales et étrangères, les actions d'Aluflexpack doivent être considérées comme liquides. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse peuvent être utilisés comme référence valable pour évaluer l'adéquation financière de l'offre de Constantia.
- Le dernier jour de négoce précédant l'annonce préalable publique (15 février 2024), le cours de l'action d'Aluflexpack a clôturé à CHF 8.71. Le VWAP s'élevait alors à CHF 8.43. La prime implicite par rapport au cours de l'action se situe, sur la base du prix minimum de l'offre de CHF 15.00, à 72.2%, respectivement sur la base du prix maximum de l'offre de CHF 18.75, à 115.3%. Par rapport au VWAP, la prime implicite se situe entre 77.9% et 122.4%.
- La prime de l'offre de Constantia par rapport au cours de l'action, respectivement au VWAP, est ainsi nettement supérieure à la médiane historique des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse.
- Les objectifs de cours des analystes publiés entre octobre 2023 et janvier 2024 se situent dans une fourchette comprise entre CHF 10.00 et CHF 20.00, avec un objectif médian de CHF 17.50 par action. L'évaluation plus élevée par les analystes avec un objectif de cours de CHF 20.00 par rapport à l'évaluation DCF s'explique notamment par les attentes de croissance plus élevées après l'exercice 2028 et par le traitement de la norme IFRS 16 dans l'évaluation. En outre, il n'existe que peu d'estimations d'analystes. Dans ce contexte, les objectifs de cours publiés ne revêtent qu'une importance secondaire dans l'évaluation financière de l'offre.



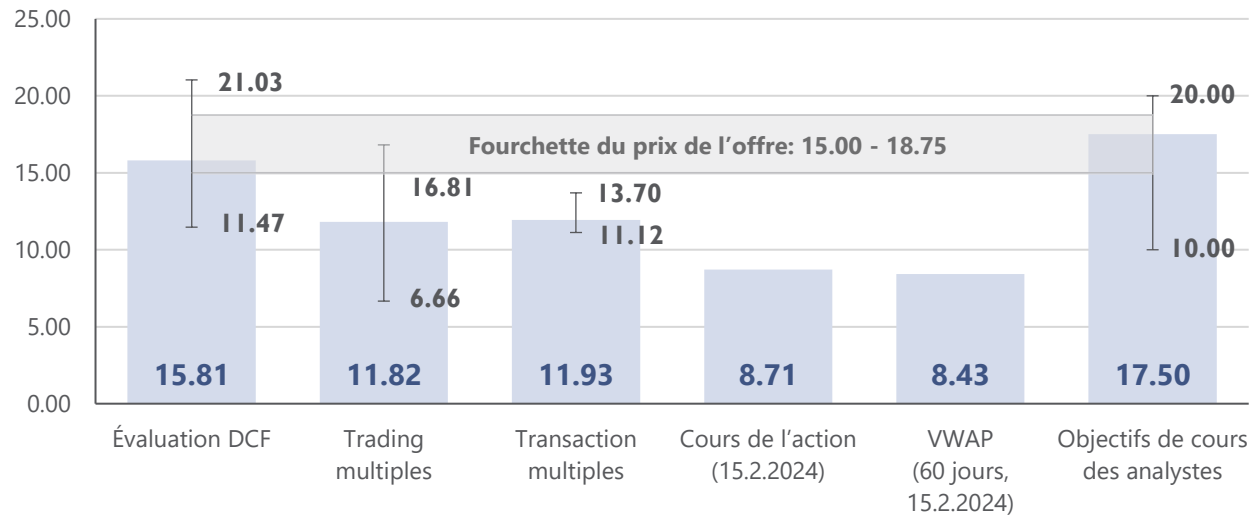
| 4 Appréciation

4 Appréciation

Sur la base des analyses décrites ci-dessus et après examen et évaluation de toutes les informations mises à sa disposition, IFBC parvient à l'appréciation suivante concernant l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition par Constantia pour les actions en circulation d'Aluflexpack:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation d'Aluflexpack au 15 février 2024 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément à la «Best Practice», nous avons appliqué plusieurs méthodes d'évaluation pour déterminer la valeur par action d'Aluflexpack.
- L'évaluation à l'aide de la méthode DCF aboutit au 15 février 2024 à une valeur par action de CHF 15.81 avec une fourchette de valeur oscillant entre CHF 11.47 et CHF 21.03. Le résultat de l'évaluation est surtout sensible en ce qui concerne la marge EBITDA estimée comme durable, ainsi que le coût moyen du capital supposé. Dans le cadre de la

présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF, car cette méthode suit la théorie reconnue du «Corporate Finance» ainsi que la «Best Practice» actuelle et tient le mieux compte des caractéristiques spécifiques d'Aluflexpack.

- Une évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit au 15 février 2024 à une fourchette de valeur comprise entre CHF 6.66 et CHF 16.81 par action (valeur médiane moyenne à CHF 11.82). L'application de *transaction multiples* conduit, au 15 février 2024, à une fourchette de valeur comprise entre CHF 11.12 et CHF 13.70 par action (médiane à CHF 11.93). Malgré la sélection soignée d'entreprises comparables, nous estimons que la pertinence de l'évaluation à l'aide de multiples est limitée. La situation spécifique et l'évolution attendue d'Aluflexpack ne sont pas entièrement reflétées dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables. En outre, les entreprises cibles identifiées comme base pour la détermination des *transaction multiples* ne sont comparables à Aluflexpack qu'au sens large.
- Les actions d'Aluflexpack doivent être considérées comme liquides compte tenu des volumes de transactions sur les bourses nationales et étrangères. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse peuvent être utilisés comme référence valable pour évaluer l'adéquation financière de l'offre de Constantia.
- Par rapport au cours de clôture de CHF 8.71 le 15 février 2024, jour précédant l'annonce préalable de l'offre, la fourchette du prix de l'offre allant de CHF 15.00 à CHF 18.75 correspond à une prime entre 72.2% et 115.3%. La comparaison entre la fourchette du prix de l'offre et le VWAP (60 jours) de CHF 8.43 au 15 février 2024 aboutit à une prime comprise entre 77.9% et 122.4%.

Appréciation finale de l'offre

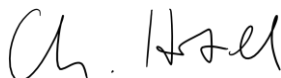
Sur la base de nos analyses et considérations ainsi que des résultats présentés, IFBC estime que la fourchette du prix de l'offre allant de CHF 15.00 à CHF 18.75 par action d'Aluflexpack est équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion repose sur les considérations suivantes:

- L'offre est corroborée par l'évaluation DCF.
- Le prix minimum de l'offre se situe à la limite supérieure et le prix maximum de l'offre au-dessus de la fourchette de valeurs résultant de l'application de *trading multiples*. En outre, l'intégralité de la fourchette du prix de l'offre se situe nettement au-dessus de la fourchette de valeurs de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*.
- Au 15 février 2024, tant le prix minimum de l'offre que le prix maximum de l'offre se situent nettement au-dessus du cours de clôture et du VWAP des 60 jours de négoce précédents.

Zurich, le 27 mars 2024



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner



5 Annexe

| | | |
|-----|---|---------|
| 5.1 | Coût moyen pondéré du capital (WACC) | Page 48 |
| 5.2 | Analyse bêta au 31 janvier 2024 | Page 50 |
| 5.3 | Trading multiples au 31 janvier 2024 | Page 51 |
| 5.4 | Transaction multiples au 31 janvier 2024 | Page 52 |
| 5.5 | Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011 | Page 53 |
| 5.6 | Table des abréviations | Page 54 |

5 Annexe

5.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC)

| Paramètre | Valeur | Description |
|---|---------------|--|
| Taux d'intérêt sans risque (EUR) | 2.33% | <ul style="list-style-type: none"> La majeure partie des flux de trésorerie (<i>cash flows</i>) d'Aluflexpack est générée et planifiée en euros. Par conséquent, le taux d'intérêt sans risque est basé sur le rendement des obligations d'État à dix ans en euros. Source: LSEG Eikon. |
| Prime de risque de marché | 6.00% | <ul style="list-style-type: none"> La prime de risque du marché correspond à la différence à long terme entre le rendement du portefeuille de marché et le taux d'intérêt sans risque et correspond à la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à recevoir pour un investissement en actions par rapport à un investissement sans risque. Conformément à la «Best Practice», une prime implicite de risque de marché durable de 6.00% est prise en compte. Source: IFBC. |
| Facteur bêta apuré des dettes | 0.72 | <ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta apuré des dettes mesure le risque systématique non diversifiable d'une entreprise comparable financée exclusivement par des fonds propres. Afin d'augmenter la pertinence statistique de l'analyse bêta, outre le bêta d'Aluflexpack, des bêtas statistiquement significatifs d'entreprises du <i>peer group</i> sont également analysés. La médiane du facteur bêta apuré des dettes du <i>peer group</i> au 31 janvier 2024 (dernier mois avant la date d'évaluation) est basée sur des rendements hebdomadaires sur une période de 2 ans. Source: LSEG Eikon. |
| Facteur d'endettement | 0.40 | <ul style="list-style-type: none"> Le calcul du facteur d'endettement est effectué en tenant compte de la structure du capital cible et du taux d'imposition pertinent d'Aluflexpack (approche Hamada). |
| Facteur bêta avec dettes | 1.01 | <ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète tant le risque opérationnel que le risque financier d'une entreprise. |
| Prime de risque | 6.05% | |
| Size Premium | 1.99% | <ul style="list-style-type: none"> L'expérience empirique et la pratique montrent que les petites entreprises présentent des coûts de fonds propres significativement plus élevés que les entreprises à forte capitalisation boursière. C'est pourquoi une <i>size premium</i> est prise en compte dans le cadre du Capital Asset Pricing Model. La <i>size premium</i> est calculée à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. Compte tenu de la capitalisation boursière d'Aluflexpack et de nos réflexions en matière d'évaluation, une <i>size premium</i> de 1.99% (9^e décile du <i>size premium</i> selon Kroll) est appliquée. Sources: LSEG Eikon, Kroll, au 31 décembre 2023. |
| Coût moyen des fonds propres | 10.37% | |

| Paramètre | Valeur | Description |
|---|--------------|---|
| Taux de swap (EUR) | 2.75% | <ul style="list-style-type: none"> La majeure partie des flux de trésorerie (<i>cash flows</i>) d'Aluflexpack est générée et planifiée en euros. Par conséquent, le taux de swap à cinq ans se base sur l'euro. Source: LSEG Eikon. |
| Spread de crédit | 140bp | <ul style="list-style-type: none"> Sur la base des données actuelles du marché et des conditions d'emprunt d'Aluflexpack, nous appliquons une majoration de 140bp sur le taux d'intérêt de base. Sources: LSEG Eikon, informations de la Direction d'Aluflexpack. |
| Coût moyen des fonds étrangers | 4.15% | |
| Taux d'imposition | 20.00% | <ul style="list-style-type: none"> Taux d'imposition à long terme attendu d'Aluflexpack. Source: informations de la Direction d'Aluflexpack. |
| Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts | 3.32% | |
| Part de fonds étrangers (Net Debt) | 33.3% | <ul style="list-style-type: none"> Définition d'une structure du capital cible d'Aluflexpack en accord avec la structure du capital des entreprises du <i>peer group</i>. Source: LSEG Eikon. |
| Part de fonds propres | 66.6% | |
| WACC (arrondi) | 8.00% | |

5.2 Analyse bêta au 31 janvier 2024

| Entreprise | Pays | Monnaie locale | Endettement ¹⁾ | Bêta avec dettes aj. ²⁾ | Bêta apuré des dettes aj. |
|-----------------------------|-----------------|----------------|---------------------------|------------------------------------|---------------------------|
| | | | 01/2024 | 01/2024 | 01/2024 |
| Aluflexpack AG | Suisse | EUR | 0.33 | 0.97 | 0.73 |
| Amcors PLC | Grande-Bretagne | USD | 0.29 | 0.83 | 0.64 |
| Ardagh Metal Packaging SA | Luxembourg | USD | 0.70 | 1.16 | 0.68 |
| Ball Corp | États-Unis | USD | 0.26 | 1.11 | 0.88 |
| Huhtamaki Oyj | Finlande | EUR | 0.27 | 0.98 | 0.77 |
| Orora Ltd | Australie | AUD | 0.18 | 0.65 | 0.56 |
| Pact Group Holdings Ltd | Australie | AUD | 1.03 | 0.97 | 0.48 |
| Sealed Air Corp | États-Unis | USD | 0.41 | 1.17 | 0.83 |
| Silgan Holdings Inc | États-Unis | USD | 0.43 | 0.88 | 0.62 |
| Sonoco Products Co | États-Unis | USD | 0.31 | 0.95 | 0.72 |
| Wipak Ltd | Canada | USD | 0.00 | 0.41 | 0.41 |
| EPL Ltd | Inde | INR | 0.06 | 0.88 | 0.83 |
| Fuji Seal International Inc | Japon | JPY | 0.00 | 0.84 | 0.84 |
| Uflex Ltd | Inde | INR | 1.02 | 1.10 | 0.54 |
| Médiane | | | 0.30 | 0.97 | 0.72 |

1) Endettement: moyenne sur 2 ans (endettement net x (1 - taux d'imposition) / fonds propres)

2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 31 janvier 2024.

Les valeurs en gris sont exclues de l'analyse, faute de signification statistique.

Source: LSEG Eikon.

5.3 *Trading multiples* au 31 janvier 2024

| Entreprise | Pays | Norme comptable | Monnaie locale | Capitalisation boursière au 31 janvier 2024 | Valeur d'entreprise au 31 janvier 2024 ¹⁾ | Multiples EBITDA aj. ²⁾ | | |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|---|--|------------------------------------|-------------|-------------|
| | | | | en millions de CHF | en millions de CHF | 01/24 LTM | 12/24 A | 12/25 A |
| Aluflexpack AG | Suisse | IFRS | EUR | 137 | 247 | 5.9x | 4.9x | 4.2x |
| Amtcor PLC | Grande-Bretagne | US | USD | 11'688 | 17'406 | 8.8x | 8.5x | 8.1x |
| Ardagh Metal Packaging SA | Luxembourg | IFRS | USD | 1'899 | 4'675 | 9.1x | 8.2x | 7.5x |
| Ball Corp | États-Unis | US | USD | 15'154 | 22'325 | 10.3x | 9.9x | 9.7x |
| Huhtamaki Oyj | Finlande | IFRS | EUR | 3'541 | 4'730 | 8.1x | 7.6x | 7.2x |
| Orora Ltd | Australie | IFRS | AUD | 1'441 | 1'878 | 6.2x | 4.7x | 4.1x |
| Pact Group Holdings Ltd | Australie | IFRS | AUD | 172 | 503 | 6.4x | 6.2x | 6.5x |
| Sealed Air Corp | États-Unis | US | USD | 4'312 | 8'265 | 7.4x | 7.2x | 6.9x |
| Silgan Holdings Inc | États-Unis | US | USD | 4'303 | 7'665 | 8.7x | 8.3x | 8.0x |
| Sonoco Products Co | États-Unis | US | USD | 4'847 | 7'434 | 6.9x | 6.7x | 6.5x |
| Winpak Ltd | États-Unis | IFRS | USD | 1'758 | 1'336 | 6.1x | 5.9x | 5.4x |
| EPL Ltd | Inde | IFRS | INR | 670 | 729 | 9.6x | 8.2x | 7.3x |
| Fuji Seal International Inc | Japon | IFRS | JPY | 561 | 484 | 4.1x | 3.7x | 3.5x |
| Uflex Ltd | Inde | IFRS | INR | 347 | 1'031 | n/a | n/a | n/a |
| 3^e quartile | | | | 4'310 | 7'607 | 8.8x | 8.2x | 7.5x |
| Médiane | | | | 1'829 | 3'277 | 7.4x | 7.2x | 6.9x |
| 1^e quartile | | | | 588 | 805 | 6.2x | 5.9x | 5.4x |

1) Net Debt. pris en compte

2) Les données sous-jacentes ont été corrigées des effets liés à IFRS 16. Les écarts entre la capitalisation boursière d'Aluflexpack et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Source: LSEG Eikon.

5.4 *Transaction multiples* au 31 janvier 2024

| Date | Entreprise cible | Acheteur/investisseur | Valeur des fonds propres (100%) en millions de USD | Multiple EBITDA ¹⁾ |
|-------------------------------|---|-------------------------------|--|----------------------------------|
| 31.07.2023 | Constantia Flexibles Group GmbH | One Rock Capital Partners LLC | 2114 | 11.6x |
| 17.05.2021 | Schur Flexibles Holding GesmbH | B&C Industrieholding GmbH | 900 | 9.1x |
| 06.08.2018 | Bemis Co Inc | Arcor Ltd | 5217 | 10.2x |
| 23.07.2018 | Expera Specialty Solutions LLC | Ahlstrom-Munksjo Oyj | 615 | 7.9x |
| 30.04.2018 | Global Rigid Business of Coveris Holdings S.A. | Goldberg Lindsay & Co LLC | 700 | 7.9x |
| 02.04.2018 | Coveris Holdings S.A. (North American packaging business) | Transcontinental Inc | 1072 | 9.6x |
| 25.08.2016 | AEP Industries Inc | Berry Plastics Group Inc | 610 | 9.0x |
| 09.06.2016 | British Polythene Industries PLC | RPC Group PLC | 4086 | 6.0x |
| 01.10.2015 | Liqui-Box Corp | Olympus Partners | 267 | 8.6x |
| 05.02.2015 | Rexam PLC | Ball UK Acquisition Ltd | 6113 | 8.5x |
| 14.06.2011 | Graham Packaging Co Inc | Reynolds Group Holdings Ltd | 1729 | 8.5x |
| 3^e quartile | | | | 9.4x |
| Médiane | | | | 8.6x |
| 1^e quartile | | | | 8.2x |

1) Les écarts entre la capitalisation boursière d'Aluflexpack et la valeur des fonds propres des entreprises cibles et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Source: Mergermarket, LSEG Eikon.

5.5 Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011⁴⁶

| Année | Entreprise cible | Acheteur/investisseur | Prix de l'offre (en CHF) | VWAP 60 jours (en CHF) | Prime | Taux de réussite |
|-------------------------------|---------------------------------------|---|--------------------------|------------------------|--------------|------------------|
| 2011 | Newave Energy Holding SA | ABB Schweiz AG | 56.0 | 41.2 | 35.9% | 95.3% |
| 2011 | Escor Casinos & Entertainment AG | Highlight Communications AG | 17.5 | 17.4 | 0.4% | 39.2% |
| 2011 | Feintool International Holding AG | Artemis Beteiligungen II AG | 350.0 | 326.9 | 7.1% | 72.2% |
| 2011 | Edipresse SA | Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; actions au porteur | 450.0 | 324.7 | 38.6% | 37.6% |
| 2011 | EGL AG | Axpo Holding AG | 850.0 | 703.7 | 20.8% | 98.0% |
| 2013 | Acino Holding AG | Pharma Strategy Partners GmbH | 115.0 | 75.3 | 52.8% | 93.6% |
| 2013 | Fortimo Group AG | Forty Plus AG, Fortimo Group | 136.0 | 114.3 | 19.0% | 98.6% |
| 2013 | Tornos Holding AG | Walter Fust | 4.7 | 4.5 | 3.8% | 14.3% |
| 2014 | Swisslog Holding | KUKA Aktiengesellschaft | 1.4 | 1.2 | 14.4% | 92.2% |
| 2014 | Advanced Digital Broadcast Holding SA | 4T S.A. | 15.5 | 12.9 | 20.2% | 73.4% |
| 2014 | Nobel Biocare Holding AG | Danaher Corporation | 17.1 | 13.9 | 23.5% | 77.2% |
| 2015 | Micronas Semiconductor Holding AG | TDK Corporation | 7.5 | 4.4 | 70.5% | 90.5% |
| 2016 | Kuoni Reisen Holding AG | Kiwi Holding IV Sarl (EQT) | 370.0 | 275.9 | 34.1% | 87.2% |
| 2016 | Syngenta AG | CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina) ⁴⁷ | 490.3 | 374.0 | 31.1% | 94.7% |
| 2016 | gategroup Holding AG | HNA Aviation Air Catering Holding Co. | 53.0 | 38.7 | 37.0% | 96.1% |
| 2016 | Charles Vögele AG | Sempione Retail AG (OVS) | 6.4 | 6.4 | 0.0% | 94.1% |
| 2017 | Actelion Ltd | Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson) | 280.0 | 191.2 | 46.4% | 92.5% |
| 2018 | Goldbach Medien | Tamedia | 35.5 | 34.2 | 3.7% | 96.9% |
| 2018 | Hügli Holding AG | Bell Food Group AG | 915.0 | 800.0 | 14.4% | 97.6% |
| 2018 | Bank Cler AG | Basler Kantonalbank | 52.0 | 42.3 | 22.9% | 93.3% |
| 2019 | CEVA | CMA CGM S.A | 30.0 | 20.2 | 48.2% | 95.7% |
| 2019 | Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. | Edmond de Rothschild Holding SA ⁴⁷ | 17'945.0 | 15'169.1 | 18.3% | 93.3% |
| 2019 | Alpiq Holding AG | Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG | 70.0 | 72.5 | -3.4% | 13.1% |
| 2020 | Sunrise | Liberty Global plc | 110.0 | 83.2 | 32.3% | 96.6% |
| 2021 | Vifor Pharma AG | CSL Behring AG | 167.4 | 118.3 | 41.6% | 93.9% |
| 2022 | Spice Private Equity AG | GP Swiss AG | 15.6 | 14.5 | 7.6% | 81.8% |
| 2022 | Bobst Group SA | JBF Finance SA | 78.0 | 69.7 | 11.9% | 66.2% |
| 2022 | Valora Holding AG | Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. | 260.0 | 165.3 | 57.3% | 96.6% |
| 2023 | Datacolor SA | Werner Dubach | 760.0 | 660.5 | 15.1% | 93.5% |
| 2023 | Von Roll Holding SA | Elantas GmbH | 0.9 | 0.8 | 2.4% | 67.4% |
| 2023 | Schaffner Holdng AG | Tyco Electronics (Suisse) Holding II Sarl | 505.0 | 289.3 | 74.5% | 98.7% |
| 2023 | Crealogix Holding AG | Vencora UK Limited | 60.0 | 49.5 | 21.3% | 76.0% |
| 3^e quartile | | | | | 37.4% | 95.8% |
| Médiane | | | | | 21.1% | 93.3% |
| 1^e quartile | | | | | 10.8% | 75.3% |

⁴⁶ L'aperçu contient des offres publiques d'acquisition volontaires en espèces. Les offres publiques d'acquisition portant sur des sociétés d'investissement et des sociétés immobilières ont été exclues.

⁴⁷ Y compris dividende spécial versé avant la transaction.

5.6 Table des abréviations

| | | | |
|--|---|----------------------|--|
| A | Attendu | FCF | Free Cashflow |
| ACN | Actif circulant net | FMI | International Monetary Fund (Fonds monétaire international) |
| Aluflexpack, groupe, société cible, AFP | Aluflexpack AG | IFBC | IFBC AG |
| CA | Conseil d'administration | IFRS | International Financial Reporting Standards |
| CAGR | Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuel moyen) | KPIs | Key Performance Indicators (indicateurs de performance clés) |
| CAPEX | Capital expenditures (investissements nets) | LTM | Last twelve months |
| CAPM | Capital asset pricing model | Méthode DCF | Méthode du discounted cash flow |
| CH | Suisse | Offrante, l'offrante | Constantia Flexibles GmbH |
| CHF | Franc suisses | pb | points de base |
| COPA | Commission des OPA | Prix de l'offre | Le prix de l'offre se situe entre CHF 15.00 (prix minimum de l'offre) et CHF 18.75 (prix maximum de l'offre) en espèces par action d'Aluflexpack |
| DCF | Discounted cash flow | SIX | SIX Swiss Exchange |
| EBIT | Earnings before interest and taxes (résultat opérationnel avant intérêts et impôts) | SLI | Swiss Leader Index |
| EBITDA | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements) | VF | Valeur finale |
| EI | Écart intercartile | VWAP | Volume-weighted average price |
| EMEA | Europe, Moyen-Orient et Afrique | WACC | Weighted average cost of capital |
| EUR | Euro | | |

