

Athris AG

Fairness Opinion

25. September 2024

Inhaltsverzeichnis

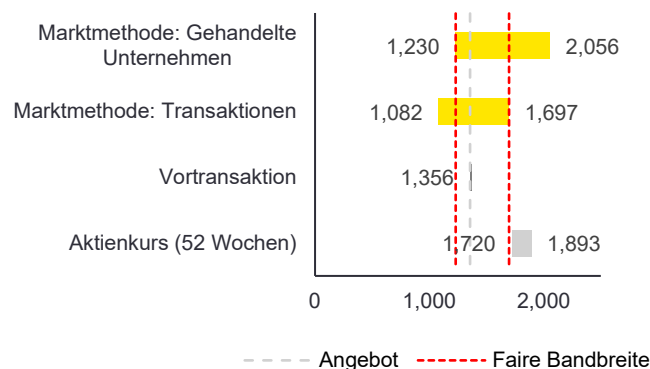
1	Gesamtbeurteilung	3
2	Einleitung	5
3	Vorstellung von Athris	9
4	Bewertungsüberlegungen	15
5	Beurteilung von Alternativen	25
	Anhang	27

1

Gesamtbeurteilung

Aus Sicht aller Publikumsaktionäre ist das öffentliche Kaufangebot pro Stammaktie von CHF 1,355.70 resp. von CHF 267.13 pro Stimmrechtsaktie als finanziell fair anzusehen

Wertübersicht in CHF (Stammaktie)



Bandbreite für den fairen Wert für eine
Stammaktie: CHF 1,230 bis CHF 1,697
Stimmrechtsaktie: CHF 246 bis CHF 339

Bandbreite beobachtbarer, vergleichbarer
Abschläge zum Buchwert (Net Asset Value, NAV):

-54% bis -37%

Angepasster NAV per 30. Juni 2024 von CHF 2,703 pro Stammaktie und CHF 541 pro Stimmrechtsaktie

Gesamtbeurteilung

Unter Anwendung der Marktmethode auf Basis von gehandelten Vergleichsunternehmen sowie auf Vergleichstransaktionen resultiert eine Wertbandbreite der Stammaktie von CHF 1,230 bis CHF 1,697 (entsprechend einem Abschlag zum adjustierten Buchwert von -54% bis -37%). Für die Stimmrechtsaktie resultiert eine Wertbandbreite von CHF 246 bis CHF 339. Dies wird durch eine kürzlich stattgefundene Markttransaktion zwischen der Athris und der Pelham und zwei unabhängigen Drittparteien zu einem Preis einer Stammaktie von CHF 1,356 (implizierter Abschlag von 50%), resp. einem Preis von CHF 267 pro Stimmrechtsaktie (implizierter Abschlag von 51%) gestützt.

Die Ergebnisse der Marktmethode reflektieren die hohe Illiquidität der Stammaktie selbst (ausgedrückt durch fehlende Handelsvolumen und einer hohen Geld-Brief-Spanne), eine fehlende Portfolio-Diversifikation mit mangelnder Transparenz der Anlagen und inhärenter Illiquidität, eine grosse Exponierung gegenüber nahestehenden Unternehmen, eine relativ betrachtet hohe Kostenstruktur für die Verwaltung der Vermögenswerte, sowie eine fehlende Kapitalrückführung an die Aktionäre (z.B. durch Dividenden oder Aktienrückkäufe).

Die Grafik auf der linken Seite zeigt zusätzlich zu unseren eigenen Überlegungen die zwölf-monatige Bandbreite des Aktienkurses (CHF 1,720 bis CHF 1,893) per Angebotsankündigung (21. August 2024). Aufgrund der fehlenden Liquidität des Titels und das geringe gehandelte Volumen (dies im Gegensatz zur oben erwähnten Transaktion mit zwei unabhängigen Drittparteien) besitzt dieser Wert allerdings nur eine äusserst eingeschränkte Aussagekraft und wird daher bei der Ermittlung des Wertes einer Stammaktie nicht berücksichtigt. Die Grafik stellt nur die Wertüberlegungen für die Stammaktie dar; die Wertüberlegungen für die Stimmrechtsaktie sind analog.

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot der Pelham Investments AG an die Publikumsaktionäre der Athris AG von CHF 1,355.70 pro Stammaktie resp. von CHF 267.13 pro Stimmrechtsaktie als finanziell angemessen anzusehen.

Die Fairness Opinion wurde am 25. September 2024 fertiggestellt.

Ernst & Young AG

M. Filleux

Marc Filleux, CFA
Partner

Hannes Schobinger

Hannes Schobinger, CFA
Partner

2

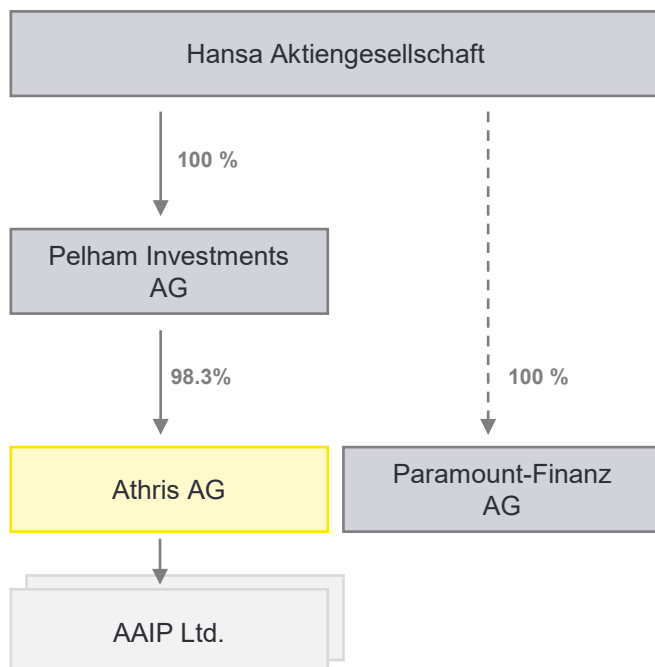
Einleitung

Am 26. September 2024 hat die Pelham ein Übernahmeangebot für sämtliche sich im Publikum befindenden Stammaktien und Stimmrechtsaktien der Athris abgegeben



Item	ISIN	Nennwert	Börsenplatz
Stammaktien (ATH)	CH0365501979	CHF 5.00	BX Swiss
Stimmrechtsaktien	CH0049864843	CHF 1.00	n/a

Quelle: Athris



Quelle: Athris

Ausgangslage

Die Athris AG («Athris» oder «Zielgesellschaft») ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Investmentgesellschaft mit Sitz in St. Moritz, Schweiz. Die Gesellschaft ist 2009 aus der Umstrukturierung der Jelmoli Gruppe entstanden. Die Gesellschaft investiert ihre Vermögenswerte am Kapitalmarkt und unterhält selber keine operativen Tätigkeiten.

Die Mehrheit der Namensaktien der Athris wird durch die Pelham Investments AG («Pelham» oder «Anbieterin») mit Sitz in St. Moritz, Schweiz gehalten. Die Pelham ist zu 100% im Besitz der Hansa Aktiengesellschaft («Hansa») mit Sitz in St. Moritz, Schweiz. Die Stammaktien der Zielgesellschaft sind an der BX Swiss («BX») kotiert. Die Athris hat eine Ausnahmegewilligung der BX Swiss, da der öffentlich gehaltene Aktienanteil (Streubesitz) den von der BX festgesetzten Schwellenwert von 15% unterschreitet.

Das Angebot

Am 26. September 2024 hat die Pelham ein öffentliches Kaufangebot («Angebot») für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 5.00 («Stammaktien»; ISIN: CH0365501979) und für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00 («Stimmrechtsaktien»; ISIN: CH0049864843) der Athris abgegeben.

Vor der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots und vor den im nächsten Satz erwähnten Aktienkäufen hielt die Anbieterin 180,326 Stammaktien und 1,139,199 Stimmrechtsaktien. Die Anbieterin hat vor der Voranmeldung am 21. August 2024 8,000 weitere Stammaktien und 16,250 Stimmrechtsaktien erworben. Die Athris selber hat gleichzeitig 3,928 Stammaktien erworben (zusammen die «Vortransaktion») und hält somit insgesamt 3,970 eigene Aktien. Der Erwerb der Aktien im Rahmen der Vortransaktion erfolgte zu CHF 1,355.70 pro Stammaktie und CHF 267.13 pro Stimmrechtsaktie.

Am Tag der Voranmeldung beliefen sich die von der Anbieterin und der Zielgesellschaft gehaltenen Aktien zusammen auf 192,296 Stammaktien und 1,155,449 Stimmrechtsaktien. Bei 203,436 ausgegebenen Stammaktien und 1,167,199 ausgegebenen Stimmrechtsaktien und unter Berücksichtigung eigener Aktien von Athris entsprechen die von der Anbieterin und den mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehaltenen Aktien einem Stimmenanteil von 98.3%.

Das Angebot bezieht sich somit auf 11,140 Stammaktien und auf 11,750 Stimmrechtsaktien. Der Angebotspreis beläuft sich auf: (i) pro Stammaktie CHF 1'355.70 netto in bar und (ii) pro Stimmrechtsaktie CHF 267.13 netto in bar, was einer bei Investmentgesellschaften üblichen Kennzahl «Abschlag auf den angepassten Nettobuchwert (Net Asset Value, «NAV»)» von 50% bzw. 51% entspricht.

EY wurde vom Verwaltungsrat der Athris mit der Erstellung der Fairness Opinion beauftragt

Hauptdokumente

Gesellschaftsdokumente

- Organisationsreglement
- Anlagereglement
- Statuten

Berichte

- Geprüfter konsolidierter Geschäftsbericht vom 31.12.2022
- Geprüfter konsolidierter Geschäftsbericht vom 31.12.2023
- Halbjahresbericht vom 30.6.2024 (Review durch Revisionsstelle)
- NAV-Quartalsberichte

Finanzmarktdaten

- S&P Capital IQ, LSEG Refinitiv, SIX, BX Swiss, Oxford Economics

Weitere Informationen

- AAIP Limited Fund Bericht
- Darlehensverträge
- Dokumentation der Vortransaktion
- Hansa Aktiengesellschaft Benchmarking Analyse
- Management-Diskussionen
- Öffentlich zugängliche Informationen

Beauftragung

Die Ernst & Young AG, Schweiz («EY» oder «wir») wurde am 22. August 2024 vom Verwaltungsrat der Athris mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots aus Sicht sämtlicher Publikumsaktionäre.

Die Fairness Opinion darf lediglich durch den Verwaltungsrat der Athris als Teil des Berichts des Verwaltungsrats (in Übereinstimmung mit der Verordnung der UEK über öffentliche Kaufangebote) genutzt werden.

Die Fairness Opinion darf in Verbindung mit und als Teil des Berichts des Verwaltungsrats publiziert werden. Zudem kann die Anbieterin in ihrem Schweizer Angebotsprospekt auf die Fairness Opinion verweisen. Die Verwendung zu einem anderen Zweck ist nicht vorgesehen.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Die Fairness Opinion enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann, und macht keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Stammaktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Stammaktien zukünftig gehandelt werden können.

Da die vorliegende Fairness Opinion weitgehend auf den Angaben der Athris beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte finanzielle Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Wir haben weder eine Revision gemäss Schweizer Recht noch eine Due Diligence Prüfung durchgeführt. Weiter wurde uns von der Athris bestätigt, dass sich die Athris keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die uns zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.

EY hat sich auf die schriftliche Zusicherung von Athris verlassen, dass Athris keine Fakten oder Umstände bekannt sind, die in der Fairness Opinion nicht offengelegt und dargelegt sind und die für das Verständnis der Aktionäre bei der Lektüre der Fairness Opinion von Bedeutung sein könnten oder deren Nichtoffenlegung ein ungenaues, unvollständiges oder irreführendes Bild von Athris vermitteln würde.

Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden und ist auf Deutsch und Französisch erhältlich.

Unabhängigkeit

EY erstellte diese Fairness Opinion als unabhängiger Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. EY erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. EY bestätigt, dass sie von der Zielgesellschaft, der Anbieterin sowie den mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Die Fairness Opinion wurde aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt

Beurteilungsvorgehen

Aufgrund des sehr geringen Handelsvolumens der Stammaktie (siehe Seite [17](#)) haben wir dem Aktienkurs bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises keine Bedeutung beigemessen.

Deshalb haben wir den im Angebotspreis impliziten Abschlag vom NAV anhand vergleichbarer gehandelter Unternehmen sowie Transaktionen beurteilt. Der Abschlag auf dem NAV ist eine für Investmentgesellschaften oder Fonds übliche Schlüsselgrösse. Dies beinhaltet zusätzlich die qualitative Beurteilung der Zielgesellschaft sowie deren Vermögenswerte und Schulden.

Für die Bewertung der Stammaktie (dies gilt gleichermassen auch für die Bewertung der Stimmrechtsaktie) sind im Wesentlichen folgende Schritte Bestandteil unserer Arbeiten:

- ▶ Beschaffung und Analyse relevanter Informationen
- ▶ Durchführung von Interviews mit dem Management
- ▶ Analyse des nach Swiss GAAP FER erstellten, geprüften Net Asset Values sowie der Zwischenabschlüsse
- ▶ Marktrecherche (Vergleichsgruppen- und Marktanalyse, Prämien und Abschläge)
- ▶ Bewertung der Athris anhand von Vergleichsanalysen
- ▶ Gesamtbeurteilung durch EY

Die vorliegende Analyse wurde aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Publikumsaktionäre nicht möglich.

Gegenstand unserer Bewertung

Zum Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts besteht das Aktienkapital der Athris AG aus 203,436 Stammaktien sowie aus 1,167,199 Stimmrechtsaktien. Die Athris hält aktuell 3,970 eigene Stammaktien. Adjustiert um den Bestand eigener Aktien wurden folglich für die Berechnung des NAVs pro Athris Aktie 199,466 Stammaktien und 1,167,199 Stimmrechtsaktien berücksichtigt.

3

Vorstellung von Athris

Die Anlagestrategie der Athris umfasst ein breites Anlageuniversum, was zu einer langfristigen Wertsteigerung führen soll – Gewinne werden reinvestiert und nicht ausgeschüttet

Anlageziel und Anlagepolitik

Das Anlagereglement der Athris, festgelegt durch den Verwaltungsrat, definiert die Anlagepolitik und -ziele der Gesellschaft. Diese umfassen langfristige, wert- und wachstumsorientierte Investitionen mit dem Ziel überdurchschnittlicher Wertsteigerung. Athris verfolgt eine globale "Stock-and-Fund-Picking"-Strategie und investiert in ein globales Anlageuniversum, das insbesondere nicht-kotierte Unternehmen umfasst und bei Bedarf einen aktivistischen Ansatz wählt. Das Anlageuniversum erstreckt sich global über verschiedene Finanzanlagen, darunter Derivate, Darlehen, Obligationen sowie digitale Anlagen und Immobilien. Zur Umsetzung der Strategie kann die Gesellschaft Kredite bis zu 75% des NAV nutzen.

Die Gesellschaft darf Wertpapieranlagen, Repo- und Weiterverpfändungsgeschäfte tätigen sowie Darlehen zu marktüblichen Konditionen mit nahestehenden Unternehmen eingehen. Währungsrisiken gegenüber der Referenzwährung CHF dürfen, werden aber i.d.R. nicht abgesichert.

Es existieren keine geografischen oder sektoralen Beschränkungen, jedoch gelten Vorgaben für die Risikoverteilung und maximale Investitionsanteile pro Anlageklasse. Kurzfristige Abweichungen von diesen Anlagevorgaben sind gestattet, sofern sie vom Verwaltungsrat als vertretbar angesehen werden und eine baldige Rückkehr zum regelkonformen Zustand möglich ist.

Das vom Verwaltungsrat ernannte Anlagekomitee fällt Anlageentscheidungen und gewährleistet die Einhaltung des Anlagereglements. Bei Bedarf können externe Anlageberater hinzugezogen werden.

Der Verwaltungsrat überprüft und aktualisiert das Anlagereglement regelmässig, mindestens einmal pro Jahr.

Anlagebeschränkungen

Anlageklasse	Limiten in % des NAV	Ziel
Kotierte Gesellschaften	Max. 100%	0-40%
Nicht-kotierte Gesellschaften	Max. 50%	0-20%
Kollektive Kapitalanlagen	Max. 100%	50-100%
Festverzinsliche Finanzprodukte	Max. 40%	0-50%
Partiarische Darlehen	Max. 20%	0-20%
Barmittel	Max. 100%	0-10%
Derivative Finanzinstrumente	Max. 40%	0-30%
Digitale Wert- und sonstige Rechte	Max. 10%	0-10%
Immobilien (ohne kollektive Kapitalanlagen oder Fonds, die ihrerseits in Hypotheken, Immobilien und/oder Immobiliengesellschaften o.ä. investieren)	Max. 100%	0-20%

Quelle: Athris

Ausschüttungspolitik

Die Gesellschaft hat seit ihrem Bestehen keine Dividende ausbezahlt. Laut Management und dem Jahresbericht 2023 beabsichtigt die Gesellschaft denn auch nicht, zukünftig eine Dividende auszuschütten, sondern wird die erwirtschafteten Erträge, wie bisher, gemäss Ziffer 8 des Anlagereglements reinvestieren.

Anhand des Zwischenberichts per 30. Juni 2024 der Athris berechnen wir einen angepassten NAV pro Stammaktie von CHF 2,703.03 und CHF 540.61 pro Stimmrechtsaktie (1/3)

NAV Berechnung zum 30. Juni 2024		in CHF
Vor Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel	1	7,164,066
Gehandelte Aktien	2	9,066,057
Endowment Portfolio	3	418,994,135
Partiarisches Darlehen ggü. Paramount-Finanz AG		175,000,000
Forderungen ggü. Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)		560,937,339
Beteiligung ENR Russia Invest SA		4,990,210
Andere Finanzanlagen		-
Latente Steuern		849,818
Total Vermögenswerte (nicht-adjustiert)		1,177,001,625
abzüglich Verbindlichkeiten		(1,518,048)
Net asset value (nicht-adjustiert)		1,175,483,577

Nach Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel (adjustiert)	1	6,827,852
Veränderung aus Erwerb eigene Aktien		(336,214)
Beteiligung ENR Russia Invest SA (adjustiert)		-
Auflösung der Beteiligung		(4,990,210)
Total Vermögenswerte (adjustiert)		1,172,011,415
Net asset value (adjustiert)		1,170,157,153
	Nennwert	Stk.
nicht-kotierte Aktien (Stimmrechtsaktien)	CHF 1	1,167,199
davon im Besitz Athris		-
Kapitalanteil Stimmrechtsaktien am NAV		1,167,199
an der BX Swiss kotierte Aktien (Stammaktie)	CHF 5	203,436
davon im Besitz Athris vor Vortransaktion (nicht-adjustiert)		42
insgesamt im Besitz Athris nach Vortransaktion (adjustiert)		3,970
Kapitalanteil Stammaktien am NAV (adjustiert)		997,330
NAV pro nicht-kotierter Stimmrechtsaktie (adjustiert)		540.61
NAV pro kotierter Stammaktie (adjustiert)		2,703.03

Quelle: EY, Athris

Anlageportfolio

Das Anlageportfolio der Athris besteht hauptsächlich aus den Positionen «Endowment Portfolio» sowie «Forderungen gegenüber nahestehenden Unternehmen». Die Forderungen gegenüber nahestehenden Unternehmen sind wiederum eingeteilt in ein Darlehen an die Hansa («Muttersgesellschaft») sowie ein partiarisches Darlehen an die Paramount-Finanz AG («Paramount», «Schwestergesellschaft»). Diese drei Positionen machen somit in der Summe CHF 1,154,931,474, resp. 98.1% der gesamten Aktiven der Athris per 30. Juni 2024 aus.

1 Flüssige Mittel

Die flüssigen Mittel bestehen aus den gehaltenen Bankkonten der Athris AG, die Gelder für sofortige oder sehr kurzfristige Zahlungen und Investitionen beinhalten.

2 Gehandelte Aktien

Gemäss dem Zwischenbericht der Athris per 30. Juni 2024 sind sämtliche Aktien börsenkotiert. Diese werden mit dem Börsenkurs per Bilanzstichtag ausgewiesen.

3 Endowment Portfolio

Das Endowment Portfolio («EP») wird von der zu 100% gehaltenen Tochtergesellschaft AAIP Limited unterhalten und betreut. AAIP Limited alloziert die ihr zugewiesenen Mittel auf verschiedene Portfolio Manager, die sich auf Private Equity und Venture-Capital Anlagen spezialisiert haben. AAIP ist für die Berichterstattung der Performance und Entwicklung des EP gegenüber Athris verantwortlich. Für eine detaillierte Analyse des EP siehe Seite [22](#).

Anhand des Zwischenberichts per 30. Juni 2024 der Athris berechnen wir einen angepassten NAV pro Stammaktie von CHF 2,703.03 und CHF 540.61 pro Stimmrechtsaktie (2/3)

NAV Berechnung zum 30. Juni 2024		in CHF
Vor Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel		7,164,066
Gehandelte Aktien		9,066,057
Endowment Portfolio		418,994,135
Partiarisches Darlehen ggü. Paramount-Finanz AG	4	175,000,000
Forderungen ggü. Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)	5	560,937,339
Beteiligung ENR Russia Invest SA	6	4,990,210
Andere Finanzanlagen		-
Latente Steuern		849,818
Total Vermögenswerte (nicht-adjustiert)		1,177,001,625
abzüglich Verbindlichkeiten		(1,518,048)
Net asset value (nicht-adjustiert)		1,175,483,577

Quelle: Athris

Nach Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel (adjustiert)		6,827,852
Veränderung aus Erwerb eigene Aktien		(336,214)
Beteiligung ENR Russia Invest SA (adjustiert)	6	-
Auflösung der Beteiligung		(4,990,210)
Total Vermögenswerte (adjustiert)		1,172,011,415
Net asset value (adjustiert)		1,170,157,153
	Nennwert	Stk.
nicht-kotierte Aktien (Stimmrechtsaktien)	CHF 1	1,167,199
davon im Besitz Athris		-
Kapitalanteil Stimmrechtsaktien am NAV		1,167,199
an der BX Swiss kotierte Aktien (Stammaktie)	CHF 5	203,436
davon im Besitz Athris vor Vortransaktion (nicht-adjustiert)		42
insgesamt im Besitz Athris nach Vortransaktion (adjustiert)		3,970
Kapitalanteil Stammaktien am NAV (adjustiert)		997,330
NAV pro nicht-kotierter Stimmrechtsaktie (adjustiert)		540.61
NAV pro kotierter Stammaktie (adjustiert)		2,703.03

Quelle: EY, Athris

4 Partiarisches Darlehen/Genussschein

Das partiarische Darlehen und der Genussschein sind Bestandteile eines Darlehensabkommens zwischen der Athris und der Paramount. Das Darlehen ist auf einen Betrag von CHF 175 Mio. begrenzt, beginnend am 1. April 2024 und endend am 31. Dezember 2025. Das Darlehen ist zweckgebunden und muss vom Schuldner in Private Equity Anlagen investiert werden, die von der Growth Value Securities Ltd. («GVS») verwaltet werden. Diese Private Equity Anlagen sind jedoch keine Sicherheiten; das Darlehen ist unbesichert. Die Rückzahlung des Darlehens ist am letzten Tag der Zinsperiode fällig. Eine vorzeitige Rückzahlung ist der Athris drei Werkstage vor Ende der Darlehenslaufzeit mitzuteilen. Der jährliche Zinssatz für das Darlehen beträgt 3.1%.

Zusätzlich besteht ein Genussschein mit gleicher Laufzeit wie das Darlehen. Der Genussschein gewährt eine Gewinnbeteiligung von 50 % am erwirtschafteten anteiligen Nettogewinn der GVS, unter der Voraussetzung, dass die erwirtschaftete Rendite im entsprechenden Jahr auf dem Darlehen anteilig entsprechenden Net Asset Value grösser als 3.1% war.

5 Current Accounts

Diese Position besteht aus einem unbesicherten Kredit an die verbundene Hansa, welche 100% der Anteile an der Pelham, der Muttergesellschaft der Athris hält. Dieses Darlehen besteht bereits seit März 2019 und ist seither bereits mehrfach erneuert worden. Der Zinssatz wird anhand unterschiedlicher Kriterien, wie bspw. ESTV¹ Zuschlägen, Bankzinssatz des Darlehensnehmers oder Zinssatz des festverzinslichen Fremdkapitals des Darlehensgebers bestimmt. Per 13. September 2022 lag der Zinssatz bei 1.5% für ein Darlehenslimit von CHF 500 Mio.

6 ENR Russia Invest

Die Beteiligung an ENR Russia Invest SA wurde als assoziierte Gesellschaft klassifiziert. Der im Halbjahresabschluss dargestellte Marktwert entspricht dem Verkaufspreis nach dem Bilanzstichtag. Am 21. August 2024 erwarb Athris 3'928 eigene Aktien, was zu einer Auflösung der Wertberichtigungen von CHF 973'046 auf der Position ENR Russia führte, die in der Konzernrechnung berücksichtigt wird. Der Verkauf von ENR Russia Invest SA mittels Rücknahme eigener Aktien führt zu einer Reduktion des NAV.

¹ ESTV = Eidgenössische Steuerverwaltung

Anhand des Zwischenberichts per 30. Juni 2024 der Athris berechnen wir einen angepassten NAV pro Stammaktie von CHF 2,703.03 und CHF 540.61 pro Stimmrechtsaktie (3/3)

NAV Berechnung zum 30. Juni 2024		in CHF
Vor Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel		7,164,066
Gehandelte Aktien		9,066,057
Endowment Portfolio		418,994,135
Partiarisches Darlehen ggü. Paramount-Finanz AG		175,000,000
Forderungen ggü. Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)		560,937,339
Beteiligung ENR Russia Invest SA		4,990,210
Andere Finanzanlagen	7	-
Latente Steuern	8	849,818
Total Vermögenswerte (nicht-adjustiert)		1,177,001,625
abzüglich Verbindlichkeiten	9	(1,518,048)
Net asset value (nicht-adjustiert)		1,175,483,577

Quelle: Athris

Nach Adjustierungen im Rahmen der Vortransaktionen		
Flüssige Mittel (adjustiert)		6,827,852
Veränderung aus Erwerb eigene Aktien		(336,214)
Beteiligung ENR Russia Invest SA (adjustiert)		-
Auflösung der Beteiligung		(4,990,210)
Total Vermögenswerte (adjustiert)		1,172,011,415
Net asset value (adjustiert)	10	1,170,157,153
	Nennwert	Stk.
nicht-kotierte Aktien (Stimmrechtsaktien)	CHF 1	1,167,199
davon im Besitz Athris		-
Kapitalanteil Stimmrechtsaktien am NAV		1,167,199
an der BX Swiss kotierte Aktien (Stammaktie)	CHF 5	203,436
davon im Besitz Athris vor Vortransaktion (nicht-adjustiert)		42
insgesamt im Besitz Athris nach Vortransaktion (adjustiert)		3,970
Kapitalanteil Stammaktien am NAV (adjustiert)		997,330
NAV pro nicht-kotierter Stimmrechtsaktie (adjustiert)		540.61
NAV pro kotierter Stammaktie (adjustiert)		2,703.03

Quelle: EY, Athris

7 Andere Finanzanlagen

Zusätzlich hält Athris 49% der Stimmenanteile an Hypercenter Investment SA. Dennoch hat sie aufgrund der Liquidation der Gesellschaft keinen massgeblichen Einfluss, und die Beteiligung wurde vollständig wertberichtigt.

8 Latente Steuern

Die Position der latenten Steuern per 30. Juni 2024 wird gemäss Swiss GAAP FER bilanziert.

9 Verbindlichkeiten (kurzfristig und langfristig)

Die Verbindlichkeiten belaufen sich auf CHF 1,518,048. Die Athris hat per Bilanzstichtag keine langfristigen Finanzverbindlichkeiten.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten bestehen aus übrigen kurzfristigen Verbindlichkeiten von CHF 74,256, Verbindlichkeiten für laufende Steuern von CHF 617,743 und passiven Rechnungsabgrenzungen von CHF 826,049.

10 NAV

Per 30. Juni 2024 ergibt sich somit ein angepasster NAV von CHF 1,170,157,153. Dabei haben wir die Verbindlichkeiten und flüssigen Mittel von den gehaltenen Vermögenswerten abgezogen. Zusätzlich haben wir den NAV um die im Rahmen der bereits durchgeführten Vortransaktionen stattgefundene Devestition der ENR Russia Invest SA zugunsten des Erwerbs von 3,928 eigenen Athris Aktien adjustiert. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalanteile der Stamm- sowie Stimmrechtsaktie (siehe Seite 14 für eine detaillierte Darstellung) ergibt sich ein angepasster NAV pro Stimmrechtsaktie von CHF 540.61 und von CHF 2,703.03 pro Stammaktie. Für weitere Informationen zur Vortransaktion siehe auch Seite 14.

In der Vortransaktion wurden Athris Anteile mit einem NAV-Abschlag von -49.8% (Stammaktien) und -50.6% (Stimmrechtsaktien) gehandelt

Stimmrechte und Aktienkapital vor der Vortransaktion

	Anzahl Stammaktien	Anzahl Stimmrechtesaktien	Anzahl Stimmrechte*	Stimmrechte in %*
Kleinaktionäre	11,140	11,750	22,890	1.7%
Drittaktionär 1	8,000	16,250	24,250	1.8%
Drittaktionär 2	3,928	-	3,928	0.3%
Athris AG (eigene Aktien aus MM)	42	-	-	0.0%
Pelham Investments AG	180,326	1,139,199	1,319,525	96.3%
Total	203,436	1,167,199	1,370,593	100.0%

Stimmrechte und Aktienkapital nach der Vortransaktion

	Anzahl Stammaktien	Anzahl Stimmrechtesaktien	Anzahl Stimmrechte*	Stimmrechte in %*
Kleinaktionäre	11,140	11,750	22,890	1.7%
Drittaktionär 1	-	-	-	0.0%
Drittaktionär 2	-	-	-	0.0%
Athris AG (eigene Aktien aus MM)	3,970	-	-	0.0%
Pelham Investments AG	188,326	1,155,449	1,343,775	98.3%
Total	203,436	1,167,199	1,366,665	100.0%

Quelle: EY, Athris

* Bei der Berechnung der Anzahl und des prozentualen Anteils der Stimmrechte wurden eigene Anteile der Athris nicht beachtet.

Vortransaktion

Die Tabelle links zeigt die Anzahl der Stamm- sowie Stimmrechtsaktien und die prozentuale Verteilung der Stimmrechte. Beide Aktien besitzen ein Stimmrecht pro Aktie.

Vor der Vortransaktion lagen 96.3% der Stimmrechte bei Pelham. Die zwei grössten Drittaktionäre sind von Athris unabhängige Parteien und hatten zu diesem Zeitpunkt 1.8% respektive 0.3% der Stimmrechte. Sie konnten somit keinen Einfluss auf die Athris ausüben. Die restlichen 1.7% sind aufgeteilt unter anderen Publikumsaktionären.

Die in der Vortransaktion verhandelten Marktpreise sind identisch zu den Angebotspreisen gemäss vorliegendem öffentlichem Übernahmeangebot. Die Preise aus der Vortransaktion sind in folgender Tabelle dargestellt:

	Angebotspreis pro Aktie	Adj. NAV pro Aktie	NAV Abschlag
Stammaktie	1,355.70	2,703.03	-49.8%
Stimmrechtsaktie	267.13	540.61	-50.6%

Quelle: Athris

Die Anteile haben die Athris und die Pelham von den zwei grössten Drittaktionären gekauft. Diese sind weder direkt noch indirekt mit Athris oder einer anderen, der Athris nahestehenden Gesellschaft, verbunden. Gemäss unserem Verständnis fanden diese Transaktion ohne äusseren Zwang oder aufgrund von Liquiditätsschwierigkeiten der Drittaktionäre statt. Die Drittparteien sind institutionelle Unternehmen aus dem Finanzbereich und sind somit als sachkundig einzustufen.

Nach der Vortransaktion beläuft sich der Anteil Stimmrechte der Pelham und der Athris gemeinsam auf 98.3%.

4

Bewertungsüberlegungen

Nach Prüfung der Anwendbarkeit möglicher Bewertungsmethoden stützen wir uns auf den NAV-Ansatz in Kombination mit der Marktwertmethode

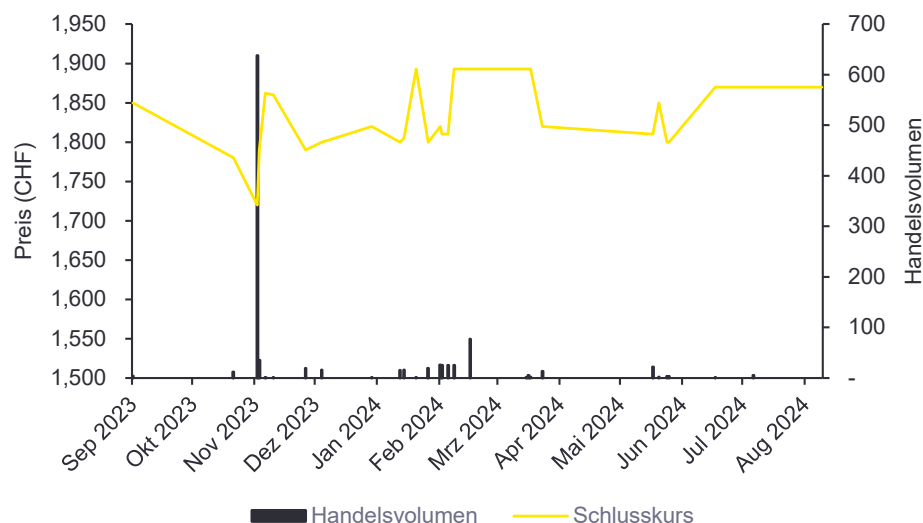
Methoden	Begründung	Relevanz
Einkommensansatz <ul style="list-style-type: none"> ■ DCF-Methode ■ DDM-Ansatz 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Bei der Bewertung einer Investmentgesellschaft liegen anerkannten Bewertungsmethoden wie der Discounted-Cash-Flow-Methode («DCF») oder des Dividend Discount Model («DDM») erhebliche Einschränkungen zu Grunde. ▶ Die DCF und DDM-Methoden, die zukünftige Cashflows auf ihren Gegenwartswert diskontieren, basieren gemeinhin auf einem (operativen) Business Plan, den eine Investmentgesellschaft nicht zwingend hat. Die Anwendung ist ferner unpraktikabel, da bei Investmentgesellschaften die erwarteten Renditen auf den investierten Vermögenswerten gleichzeitig dem Diskontierungszinssatz entsprechen würden (Zirkelschluss). Die Athesis hat keine Cashflow-Planung, die als verlässliche Basis für eine DCF bzw. DDM-Bewertung dienen könnte. 	○
<ul style="list-style-type: none"> ■ Aktienkurs ■ Analysten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Aufgrund des sehr tiefen Streubesitzes und des geringen Handelsvolumens der Stammaktie haben wir dem Aktienkurs bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises keine Bedeutung beigemessen. ▶ Die Athesis Aktie wird nicht von Aktienanalysten abgedeckt. 	○
Marktsatz <ul style="list-style-type: none"> ■ GPCM/GTM ■ Net Adjusted Asset Value Method 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Die Athesis ist eine reine Holdinggesellschaft resp. Investmentgesellschaft ohne eigene operative Tätigkeiten. Solche Investmentgesellschaften werden in der Regel anhand des NAV bewertet, wobei die einzelnen Bilanzpositionen zu Marktwerten zu berücksichtigen sind. Der NAV bestimmt sich dabei als Differenz aus sämtlichen Aktiven abzüglich Verbindlichkeiten. Die Athesis erstellt ihre Finanzaufstellungen (inkl. NAV) nach dem True and Fair Prinzip von Swiss GAAP FER. ▶ Die Guideline Public Company Method («GPCM») und Guideline Transaction Method («GTM») basieren auf dem Vergleich finanzieller Kennzahlen der Athesis mit denen von vergleichbaren, börsengehandelten Unternehmen sowie vergleichbaren Transaktionen. ▶ Wir haben das öffentliche Kaufangebot anhand des NAV-Ansatzes in Kombination mit der Marktwertmethode beurteilt. Dabei haben wir eine angepasste Methode des Preis/Buchwert Verhältnisses angewendet. Dazu vergleichen wir die Höhe des NAV-Abschlags bei gehandelten, börsenkotierten Unternehmen sowie den NAV-Abschlag vergleichbarer Transaktionen mit dem Abschlag des Angebotspreises auf den NAV der Zielgesellschaft. 	●

Legende



Aufgrund des geringen Handelsvolumens haben wir dem Aktienkurs bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises keine Bedeutung beigemessen

Entwicklung des Aktienkurses



Quelle: LSEG Workspace

Während der letzten zwölf Monate vor der Angebotsankündigung (21. August 2024) schwankte der Aktienkurs der Athris Stammaktie zwischen CHF 1,720.00 (13. November 2023) und CHF 1,893.00 (28. März 2024) bei einem gesamthaft gehandelten Volumen von 1,013 Aktien in 32 Transaktionen. Der volumengewichtete Durchschnittspreis («VWAP») während der letzten 60 Handelstage betrug per 20. August 2024 CHF 1,820.56.

Die Athris Stammaktie wurde vor der Angebotsankündigung (21. August 2024) das letzte Mal am 17. Juli 2024 zu einem Preis von CHF 1,870.00 gehandelt; nach der Vorankündigung wurde eine einzelne Aktie am 30. August 2024 zu einem Preis von CHF 1'500 gehandelt. Bei einem Angebotspreis von CHF 1,355.70 würde sich somit ein Abschlag gegenüber dem Schlusskurs vor der Angebotsankündigung von -28% ergeben. Verglichen mit dem VWAP der letzten 60 Handelstage vor der Voranmeldung wäre der Abschlag -26%.

Analyse der Liquidität

Periode	Monat	Monatliches Handelsvolumen total	Monatliches Tagesvolumen (MEDIAN)	Überschuss/Defizit monatliches Tagesvolumen zur Liquiditätsschwelle	Monatliche Liquiditätsschwelle erreicht?
t	Jul-24	5	-	-4.5	nein
t-1	Jun-24	7	-	-4.5	nein
t-2	May-24	24	-	-4.5	nein
t-3	Apr-24	13	-	-4.5	nein
t-4	Mar-24	8	-	-4.5	nein
t-5	Feb-24	197	-	-4.5	nein
t-6	Jan-24	33	-	-4.5	nein
t-7	Dec-23	35	-	-4.5	nein
t-8	Nov-23	687	-	-4.5	nein
t-9	Oct-23	-	-	-4.5	nein
t-10	Sep-23	4	-	-4.5	nein
t-11	Aug-23	-	-	-4.5	nein
t-12	Aug-24	-	-	-4.5	nein

Quelle: S&P Capital IQ, LSEG Workspace

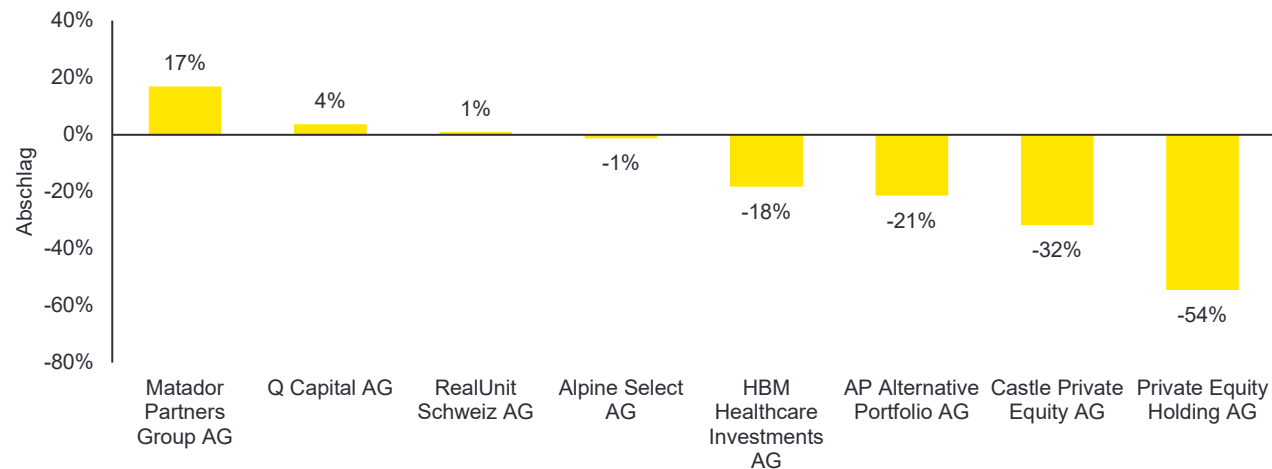
Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat».

Da die Athris Stammaktie nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Herleitung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens. Unsere Analysen haben ergeben, dass das Handelsvolumen der Athris Aktie an keinem von 12 Monaten über dem geltenden Schwellenwert von 0.04% lag. Die Athris Stammaktie ist somit als illiquide zu beurteilen.

Das geringe Handelsvolumen bedeutet, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da sich bspw. nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegeln. Der Kurs der Athris Stammaktie ist folglich keine passende Referenzgrösse für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

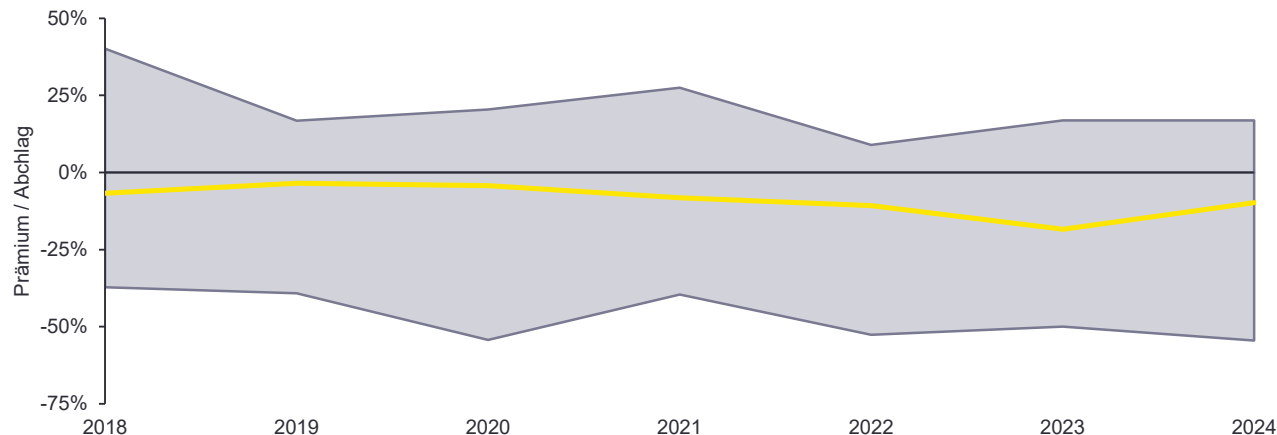
Vergleichbare Schweizer Unternehmen werden zum Bewertungsdatum mehrheitlich mit einem Marktwertabschlag gehandelt

Marktwertzu- und Abschläge Schweizer Unternehmen



Quelle: S&P Capital IQ, EY

Historische Entwicklung der Marktwert-Prämien und Abschläge 2018 - Juni 2024



Quelle: S&P Capital IQ, EY

Maximum/Minimum Bandbreite Median

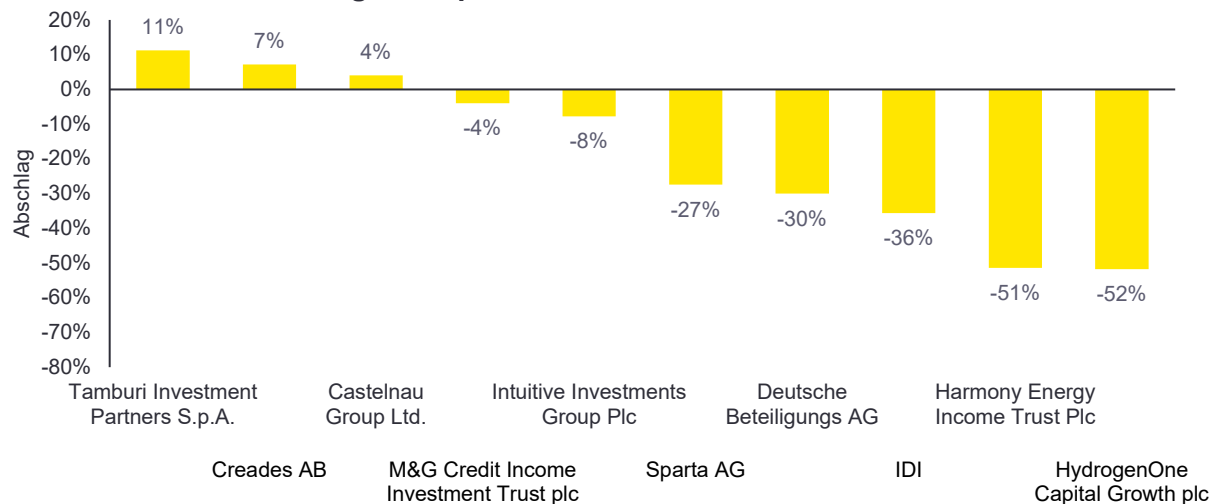
Kommentar

Die Abbildung links zeigt die Abschläge des Aktienkurses in Bezug auf den publizierten NAV von verschiedenen an Schweizer Börsen (SWX und BX) kotierten Investmentgesellschaften. Die Abschläge basieren auf den letzten verfügbaren Daten zum Bewertungsdatum. Die NAV der Vergleichsgesellschaften werden ohne Anpassung aus der entsprechenden Quelle übernommen. Siehe auch S. 28 für unser Auswahlverfahren vergleichbarer Schweizer Unternehmen. Die Mehrheit der Schweizer Investmentgesellschaften wurde zum Bewertungsdatum mit einem Abschlag gehandelt; dabei reichte die Bandbreite der Prämie bzw. des Abschlags von 17% bis -54%.

Die Abbildung links unten zeigt die Entwicklung der Marktwert-Prämien und Abschläge auf den NAV derselben Unternehmen seit 2018 bis zum Bewertungsdatum. Das Maximum der Marktwert-Prämien über den Zeithorizont liegt bei 40% und das Minimum der Marktwert-Abschläge bei -54%. Der Median war durchwegs negativ; der Median-Abschlag lag zuletzt bei -10%.

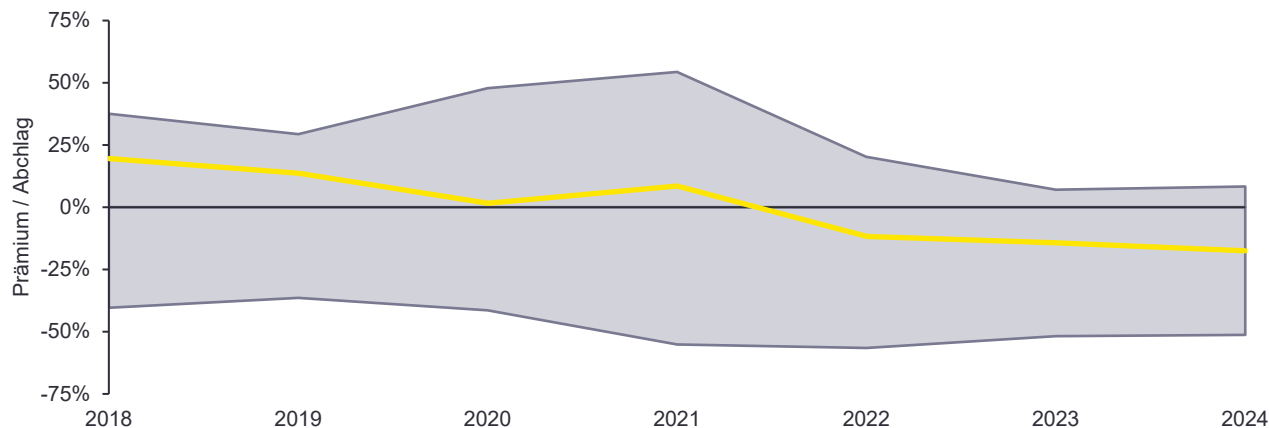
Sieben von 10 vergleichbaren europäischen Unternehmen werden zum Bewertungsdatum mit einem Marktwertabschlag gehandelt

Marktwertzu- und Abschläge europäischer Unternehmen



Quelle: S&P Capital IQ, EY

Historische Entwicklung der Marktwert-Prämien und Abschläge 2018 - Juni 2024



Quelle: S&P Capital IQ, EY

Maximum/Minimum Bandbreite Median

Kommentar

Die Abbildung links zeigt die Abschläge des Aktienkurses in Bezug auf den NAV von verschiedenen an europäischen Börsen kotierten Investmentgesellschaften. Die Abschläge basieren auf den letzten verfügbaren Daten zum Bewertungsdatum (30. Juni 2024). Die NAV der Vergleichsgesellschaften werden ohne Anpassung aus der entsprechenden Quelle übernommen. Siehe auch S. 30 für unser Auswahlverfahren vergleichbarer europäischer Unternehmen. Sieben von 10 vergleichbaren europäischen Unternehmen werden zum Bewertungsdatum mit einem Marktwertabschlag gehandelt.

Die Abbildung links unten zeigt die Entwicklung der Marktwert-Prämien und Abschläge auf den NAV derselben Unternehmen seit 2018 bis zum Bewertungsdatum. Das Maximum der Marktwert-Prämien über den Zeithorizont liegt bei 54% und das Minimum der Marktwert-Abschläge bei -57%. Der Median ist seit 2022 negativ; der Median-Abschlag lag zuletzt bei -18%.

Vergleichbare Transaktionen zeigen NAV-Abschläge von bis zu 60%

Vergleichbare Transaktionen

Die Ermittlung des Unternehmenswerts mithilfe vergleichbarer Transaktionen basiert auf dem Vergleich von finanziellen Kennzahlen des zu bewertenden Unternehmens. Wir nutzen vergleichbare Transaktionen, um zu analysieren, wie hoch der Abschlag vom NAV auf den Preis der gekauften Firmen war.

Name	Transaktionsnummer	Jahr	Währung	NAV pro Aktie (CHF)*	Angebotspreis pro Aktie*	NAV-Abschlag / Prämium zum Angebotspreis
QINO AG	0685	2018	CHF	19.71	20.19	2%
Groupe Baumgartner Holding SA	0741	2019	CHF	453.75	425.00	-6%
Pargesa Holding SA	0756	2020	CHF	112.75	79.35	-30%
Front Ventures AB	IQTR697597137	2020	CHF	5,832.00	2,334.98	-60%
Min						-60%
Q1						-37%
Median						-18%
Q3						-4%
Max						2%

Quelle: S&P Capital IQ, Schweizer Übernahmekommission, Öffentliches Kaufangebot der Qino Group Holding AG für Inhaberaktien der Qino AG, Fairness Opinion zum öffentlichen Kaufangebot der Behr Bircher Cellpack BBC AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Groupe Baumgartner Holding SA, Fairness Opinion – Pargesa Holding SA

*Angebotspreis pro Aktie und NAV pro Aktie bei Front Ventures AB entspricht dem gesamten Angebotspreis resp. dem gesamten NAV in CHF 000, nicht pro Aktie

Kommentar

- Die Anbieterin der Qino AG hielt vor der Transaktion 78.72% des Aktienkapitals. Vor der Transaktion kam es zu einer Nennwertreduktion der Aktie von CHF 10 auf CHF 0.1 bei der die CHF 9.9 pro Aktie den Investoren ausbezahlt wurden. Im Angebotspreis ist diese Nennwertreduktion berücksichtigt. Der NAV pro Aktie von CHF 29.61 bei der letzten Transaktion war jedoch ohne Nennwertreduktion. Um diese miteinander vergleichen zu können, haben wir die CHF 9.9 pro Aktie abgezogen und haben somit einen NAV pro Aktie von CHF 19.71 ermittelt.
- Bei der Groupe Baumgartner Holding SA wurde in der Fairness Opinion ein Illiquiditätsabschlag auf den NAV pro Aktie angewendet, was zu einem Wert von CHF 408.37 führte. Wir sind jedoch der Ansicht, dass man einen Illiquiditätsabschlag im fairen Wert (Marktpreis) reflektieren sollte und nicht auf den NAV eines Unternehmens selbst. Deshalb basieren unsere Berechnungen auf einem NAV pro Aktie von CHF 453.75, der vor dem Illiquiditätsabschlag berechnet wurde; der Angebotspreis selbst ändert sich dadurch nicht.
- GBL, die Anbieterin in der Pargesa Transaktion, bot einen Angebotspreis von 0.93 GBL-Aktien für jede Pargesa-Aktie. Dies entspricht gem. Fairness Opinion von Rothschild einem Preis von CHF 79.35. Mit dem ausgewiesenen NAV pro Aktie von CHF 112.75 ergibt sich ein NAV-Abschlag von -30%.
- Der Gründer und CEO von Front Ventures AB hat 2020 seinen Anteil auf über 22% erhöht. Basierend auf den Daten von S&P Capital IQ entspricht der gezahlte Betrag für die gekauften Anteile hochgerechnet auf das gesamte Unternehmen einem Angebotspreis von CHF 2,334.98.

Die Kredite an nahestehende Gesellschaften machen etwa 63% des NAVs aus und sind bedeutende Treiber eines Marktwertabschlags

Darlehen gegenüber nahestehenden Unternehmen

Die «Current Accounts» (übrige kurzfristige Forderungen gegenüber nahestehenden Gesellschaften) bestehen aus einem Darlehen über CHF 560.9 Mio. gegenüber der Hansa. Die Verzinsung erfolgt zu Drittparteikonditionen (fremdüblich) zu 1.5%. Die «Current Accounts» machen zum Bewertungsdatum (30. Juni 2024) etwa 48% des NAV der Athris aus.

Das Partiarische Darlehen besteht aus einem langfristigen Darlehensabkommen über CHF 175 Mio. zwischen der Athris und ihrer Schwestergesellschaft der Paramount. Sowohl die Athris als auch die Paramount befinden sich im Mehrheitsbesitz der Hansa. Die Verzinsung erfolgt zu Drittparteikonditionen (fremdüblich). Darüber hinaus hält Athris einen Genussschein an einer anteiligen Gewinnbeteiligung, falls jährliche Gewinne eine Kapitalrendite von 3.1% übersteigen. Das Partiarische Darlehen macht zum Bewertungsdatum (30. Juni 2024) etwa 15% des NAV der Athris aus.

Keines der Darlehen ist besichert.

Gemäss Darlehensverträgen sowie Gespräche mit dem Management werden die Mittel des partiarischen Darlehens voll und der «Current Accounts» grösstenteils in illiquide Private Equity Anlagen im GVS-Vehikel investiert. Darüber hinaus werden weitere illiquide Vermögenswerte gehalten.

Schlussfolgerungen

Im Rahmen der klassischen Investmenttheorie bietet ein Investment in Fonds oder Anbieter alternativer Investmentlösungen den Zugang zu ansonsten schwer zugänglichen, illiquiden Vermögenswerten. Diese Illiquidität wird üblicherweise durch eine erwartete Überrendite kompensiert.

Durch eine Investition in die Athris-Aktie erhalten Anleger Zugang zu illiquiden Anlagen, die auch Teil des zugrundeliegenden Endowment-Portfolios sind. Allerdings bietet die Investition in die Athris-Aktie im Kontext der "Current Accounts" und des partiarischen Darlehens nicht dieselben Vorteile. Die Current Accounts, die einen wesentlichen Teil des Nettovermögenswerts ausmachen, sind zwar festverzinst, bergen jedoch das inhärente Risiko der Illiquidität der zugrundeliegenden Private Equity-Investitionen und anderer illiquider Anlagen. Zudem sind die Mittel in Darlehen an verbundene Unternehmen investiert.

Das partiarische Darlehen birgt ein ähnliches inhärente Risiko der Illiquidität der zugrundeliegenden Private Equity-Investitionen. Der Genussschein ermöglicht zwar die Teilnahme am Gewinn von GVS, jedoch führen die Vertragsbedingungen und die Berechnungsmethode des Gewinnanteils zu einer Reduzierung der Rendite, was einer zu erwarteten Überrendite entgegenwirkt.

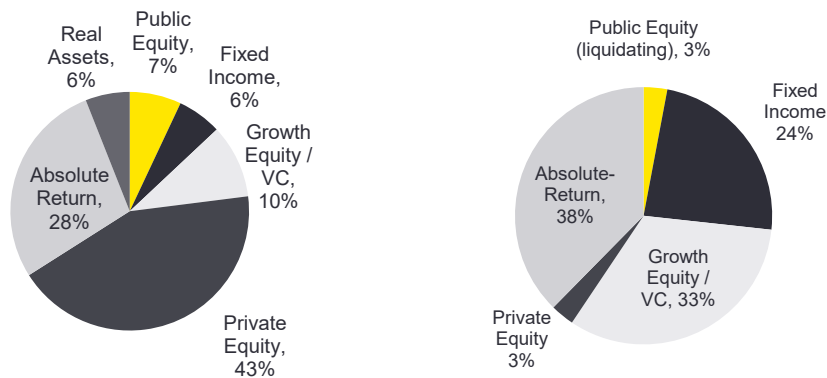
Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass eine Investition in die Athris-Aktie ein höheres Risiko durch die Exposition gegenüber illiquiden Anlagen mit sich bringt, ohne das volle Aufwärtspotenzial dieser Anlagen im Rahmen der Darlehen zu realisieren. Als Alternative könnten Investoren in eine frei handelbare, liquide und festverzinsliche Anleihe auf dem Schweizer Markt zu vergleichbaren Zinskonditionen investieren.

Somit sehen wir dies in diesem Kontext als einen signifikanten Treiber eines Marktwertabschlages (auf den NAV der Athris).

Rund 40% des Endowment Portfolios sind erst nach zwei Jahren realisierbar. Eine kurzfristige Liquidierung könnte wohl lediglich mit einem Abschlag erfolgen

Asset Allocation innerhalb des Endowment Portfolios

Entwicklung des EP – Ursprüngliche vs. Aktuelle Asset Allocation



Quelle: AAIP Limited Report per 12. August 2024

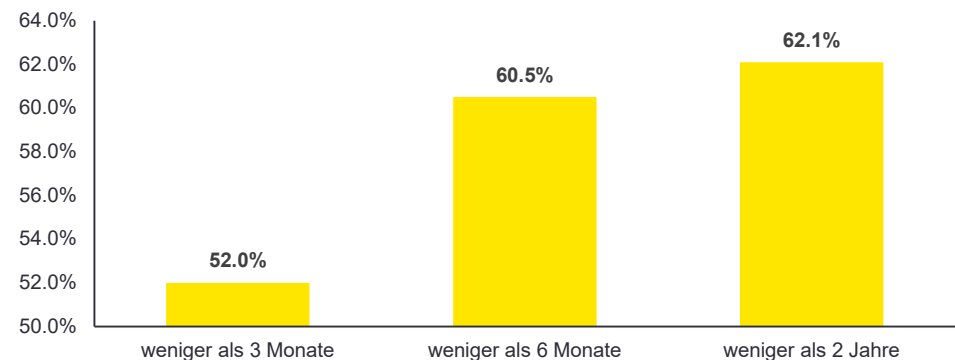
Anlageallokation

Das EP wird von der Athris Tochtergesellschaft AAIP Limited verwaltet. Das ursprüngliche Portfolio bestand aus einem breiten Investment Mandat, welches in Private Equity, Public Equity und weitere Strategien investierte. Die Allokation wurde über die Zeit massgeblich angepasst, wobei insbesondere eine Angleichung der Allokation an das von Blackstone Strategic Partners verwaltete Portfolio vorgenommen wurde. In diesem Zusammenhang wurde so dann auch die Exponierung zu börsennotierten Aktien deutlich reduziert.

Die aktuelle Vermögensallokation umfasst eine Mischung aus gelisteten (64%) und nicht-gelisteten (privaten) (36%) Anlagen. Die gelisteten Anlagen umfassen teils Derivate (z.B. CDOs).

Performance und Liquidität

Liquidität des EP – Fristigkeit der Anlagen



Quelle: AAIP Limited Report per 12. August 2024

Performance und Liquidität

Nach einer Reallokation Ende 2022 erzielte das neue EP zwischen Januar 2023 und Juni 2024 eine annualisierte Bruttorendite von 8.9%. Die Gebührenstruktur aus Sicht der Athris reduziert diese Rendite signifikant, da die AAIP die zugewiesenen Mittel auf unterschiedliche Portfolio Manager verteilt (siehe auch S. 23).

Das EP ist mittelfristig liquide, wobei ungefähr 61% innerhalb von weniger als sechs Monaten verkauft werden könnten; circa 38% des Portfolios sind allerdings höchst illiquid und nicht innerhalb von mindestens zwei Jahren liquidierbar bzw. nur durch Sekundärmarkttransaktionen mit einem signifikanten Abschlag.

Laut Management haben private/nicht-gelistete Anlagen im bisherigen Jahresverlauf nur eine moderate Performance aufgezeigt. Auf Grund des ökonomischen Umfelds und Rezessionsängsten deuten die momentanen Marktkonditionen nicht auf eine signifikante Verbesserung. Dies hatte auch einen beträchtlichen Anteil bei der Preisbildung der Vortransaktion, laut Management.

Abschliessend erachten wir die mangelnde Liquidität von einem signifikanten Anteil des EP als Grund für einen Illiquiditätsabschlag.

Qualitative Faktoren beeinflussen das Risiko-Rendite-Profil negativ

Weitere Faktoren

Neben der Analyse der Vermögenswerte der Athris haben wir in unserer Analyse weitere quantitative und qualitative Faktoren untersucht. Hierzu zählen eine fehlende Kapitalrückführung an die Aktionäre, eine hohe Kostenstruktur für das Management der Anlagen, aber auch qualitative Faktoren wie die mangelnde Diversifikation der Anlagen. Während diese qualitativen Faktoren nicht abschliessend quantifizierbar sind, beeinflussen diese ein Risiko-Rendite-Profil einer Aktie negativ und mindern somit die Attraktivität der Athris Aktie. Im Folgenden fassen wir diese Analyseergebnisse zusammen.

Fehlende Kapitalrückführung an die Aktionäre

Die Athris bezahlt keine Dividenden und laut Jahresbericht besteht auch keine Beabsichtigung, Kapital im Rahmen einer Dividende oder eines Aktienrückkaufes zurückzuführen. Im Durchschnitt 2018-2024 betrug die Median-Dividendenrendite der Schweizer Vergleichsunternehmen 4.4% und 3.6% für europäische Vergleichsunternehmen. Eine fehlende Kapitalrückführung in Verbindung mit einer mangelnden Liquidität einer Aktie schmälert die Attraktivität, da ein Investor auf die Möglichkeit eines Aktienverkaufs angewiesen ist, um eine Partizipation an einem möglichen Kapitalwachstum zu realisieren.

Mangelnde Diversifikation der Anlagen und Klumpenrisiko

Die Vermögenswerte der Athris sind hauptsächlich auf drei grosse Positionen verteilt (siehe Seite [11](#)). Unter Berücksichtigung der Mittelverwendung der an nahestehende Unternehmen vergebenen Darlehen können diese im Groben auf Investments in illiquide Private Equity Investments sowie andere illiquide Anlagen unterteilt werden. Während die Mittelverwendung ausserhalb der Einflussnahme von Athris steht, ist unter Berücksichtigung der Mittelverwendung eine starke Konzentration auf hoch illiquide Anlagen mit Gegenpartei-Klumpenrisiko festzustellen. 63% der Vermögenswerte der Athris sind Darlehen an nahestehende Unternehmen. Eine detaillierte Darstellung einer Mittelverwendung ist nicht verfügbar, was einer Intransparenz zuträgt.

Kostenstruktur Endowment Portfolio

Basierend auf Informationen vom Management bezahlt AAIP, Tochterunternehmen der Athris, circa 2% Managementgebühr an externe Fondsmanager, zuzüglich Performance Fees, die zwar abhängig von der Performance inkl. einer Hurdle Rate sind, jedoch zusätzliche, signifikante Kosten generieren. Darüber hinaus sind weitere Gebühren pro Einzelfonds für die Administration an einen externen Servicedienstleister zu entrichten. Des Weiteren fallen operative Kosten für das Management der AAIP und Athris AG selbst an. Basierend auf unserer Erfahrung ist dies als eine hohe Kostenbelastung zu werten, welche den Wert des Endowment Portfolios im Rahmen eines hypothetischen Verkaufs schmälern würde.

Wir erachten einen Abschlag gegenüber dem angepassten Buchwert von -54% bis -37% als finanziell angemessen

Zusammenfassung und Wertüberlegung

Zusammenfassend seien folgende Faktoren in der Bewertung zu berücksichtigen:

- ▶ Signifikante Illiquidität der Athris Aktie
- ▶ Fehlende Diversifikation und mangelnde Transparenz der Anlagen
- ▶ Hohe Illiquidität des Anlageportfolios
- ▶ Risiken der Darlehen sowie Klumpenrisiko gegenüber nahestehenden Unternehmen
- ▶ Hohe Kostenstruktur in der Verwaltung der Anlagen
- ▶ Fehlende Kapitalrückführung im Rahmen einer Dividende bzw. Aktienrückkaufs

Bestimmung eines angemessenen Abschlags vom adjustierten NAV

Basierend auf den beschriebenen Analysen und oben zusammengefasster Argumente und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen kommen wir zur Schlussfolgerung, dass die Athris Aktien im Vergleich mit Schweizer und europäischen Vergleichsunternehmen eine weniger attraktive Risiko-Rendite-Perspektive aufweisen. Somit erachten wir einen signifikanten Abschlag gegenüber dem adjustierten Buchwert (NAV) als gerechtfertigt.

Die daraus folgenden Wertüberlegungen basieren wir auf den Vergleich mit gehandelten Schweizer und europäischen Vergleichsunternehmen sowie Vergleichstransaktionen. Wir erachten einen Abschlag zwischen dem Minimum und dem ersten Quartil als angemessen. Wir basieren unsere Bandbreite auf die Überlappung der dementsprechenden Bandbreiten der gehandelten Unternehmen und der Vergleichstransaktion. Daraus resultiert eine Abschlagsbandbreite von -54% bis -37%.

Herleitung der fairen Bandbreite

	Minimum	1. Quartil
Abschlag Schweizer Vergleichsunternehmen	-54%	-24%
Abschlag europäischer Unternehmen	-52%	-34%
Bandbreite gehandelte Vergleichsunternehmen	-54%	-24%
Vergleichstransaktionen	-60%	-37%
Vortransaktionen (gerundet)		-50%
Überlappende Bandbreite	-54%	-37%

Faire Bandbreite pro Aktie (in CHF)

NAV pro nicht-kotierter Stimmrechtsaktie (adjustiert)	540.61
NAV pro kotierter Stammaktie (adjustiert)	2,703.03

Faire Bandbreite

Stimmrechtsaktie (nicht kotiert)	246.08	339.46
Stammaktie (kotiert)	1,230.40	1,697.29

Quelle: EY

5

Beurteilung von Alternativen

Vergleich möglicher Alternativen aus Sicht der Aktionäre von Athris

Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist

Dem Aktionär steht es grundsätzlich frei, alternativ zum unterbreiteten Angebot seine Anteile direkt über die Börse zu veräussern. Rein theoretisch besteht dort die Möglichkeit, einen Preis zu erzielen, der über dem der vorliegenden Offerte liegt. Ob über die Börse ein für den Publikumsaktionär attraktiverer Preis während der Angebotsfrist erzielt werden kann, lässt sich nicht ermitteln. Anhand der vergangenen Entwicklung des Börsenkurses zum NAV lassen sich aber Aussagen über den Preis ableiten (siehe Seite [32](#)). Der quartalsweise veröffentlichte Marktwertabschlag der Athris war seit 2018 stets negativ. Der historische Verlauf des Abschlages lässt folglich nicht darauf schliessen, dass sich über die Börse ein besserer Preis erzielen liesse.

Allerdings ist bei Betrachtung der historischen Handelsfrequenz und des jeweiligen gehandelten Volumens der Stammaktie von einem äusserst illiquiden Markt auszugehen. Daher muss berücksichtigt werden, dass das Kaufangebot von Pelham die Sicherheit der vollständigen Veräusserung der Anteile zu einem gleich bleibenden Preis gewährt. Diese Sicherheit besteht bei einem Verkauf an der Börse nicht. Ein Verkauf grösserer Positionen über die Börse kann auf Grund des geringen gehandelten Volumens der Aktie problematisch sein. Siehe auch Seite [17](#) für unseren Kommentar bezüglich Liquidität der Stammaktie.

Ablehnung des Kaufangebotes in Erwartung einer Verringerung des Abschlages

Eine weitere mögliche Alternative für die Publikumsaktionäre der Athris ist die Ablehnung des Kaufangebotes und das Halten der Anteile. Solch ein Vorgehen wäre dann attraktiv, wenn davon ausgegangen werden könnte, dass sich der Abschlag vollständig oder zu grossen Teilen verringern würde. Wie auf Seite [17](#) dargelegt, sind die Stammaktien sehr illiquide. Folglich würde das Halten der Stammaktie über die Angebotsfrist hinaus mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Verschärfung der Illiquiditätssituation für den einzelnen Publikumsaktionär bedeuten, da davon ausgegangen werden kann, dass gewisse Aktionäre das Kaufangebot annehmen werden. Nach Ablauf der Angebotsfrist ist davon auszugehen, dass sowohl Handelsvolumen als auch die Handelsfrequenz der Titel noch weiter abnehmen werden. Demzufolge ist eine Reduktion des Abschlages eher unwahrscheinlich.

Weiter ist die Möglichkeit eines börsenrechtlichen Squeeze-Out zu berücksichtigen, wonach ein Mehrheitsaktionär mit 98% Stimmrechten die Minderheitsaktionäre gegen den Angebotspreis aus der Gesellschaft ausschliessen kann, was die Anbieterin zu tun bereits angekündigt hat.

Anhang

Selektion vergleichbare Unternehmen Schweiz

Selektion

Regelbasiertes Screening

In der Schweiz ¹ gelistete Investment- Gesellschaften	48
--	----

Nach Ausschluss: traditionelle Banken/ Versicherungen/Asset Managers	20
---	----

Nach Ausschluss Immobilienfokus	14
------------------------------------	----

Entfernen von Duplikaten, Analyse Geschäftsmodell	8
--	---

Investmentgesellschaften SIX/BX

Investment- Gesellschaft (Definition SIX/BX)	20
--	----

Kommentar

- Das Screening wurde an Investmentgesellschaften durchgeführt, welche an einer Schweizer Börse (SIX oder BX Swiss) kotiert sind. Die Auswahl erfolgte mittels des S&P Capital IQ Company Screening Tools sowie der Auflistung der von der SIX und BX Swiss als Investmentgesellschaften klassifizierten Unternehmen.
- In einem nächsten Schritt wurden traditionelle Banken, Versicherungen sowie klassische Asset Manager exkludiert.
- Zusätzlich wurden alle Investmentgesellschaften mit Immobilienfokus von unserer Auswahl ausgeschlossen.
- In einem letzten Schritt haben wir eine Analyse der Geschäftsmodelle der verbleibenden Unternehmen durchgeführt. Unter anderem wurde in Betracht gezogen, ob die Unternehmen ihre Assets mehrheitlich «On-Balance-Sheet» und als Finanzanlage im Sinne eines klassischen Fonds-Managers oder «Off-Balance-Sheet», eher vergleichbar mit traditionellen Asset Managern, halten. Im Einklang mit dem Geschäftsmodell von Athris wurden letztere ebenfalls von der finalen Auswahl ausgeschlossen.
- Dieses Vorgehen resultierte in einer List von an Schweizer Börsen kotierten Investmentgesellschaften, welche ihre Assets analog zu Athris mehrheitlich «On-Balance-Sheet» halten.
- Wir stellen fest, dass es in der finalen Auswahl immer noch Unterschiede zwischen den Anlagestrategien der einzelnen Investmentgesellschaften gibt.

¹ An der SIX oder BX Swiss gelistet.

Übersicht vergleichbare Unternehmen Schweiz

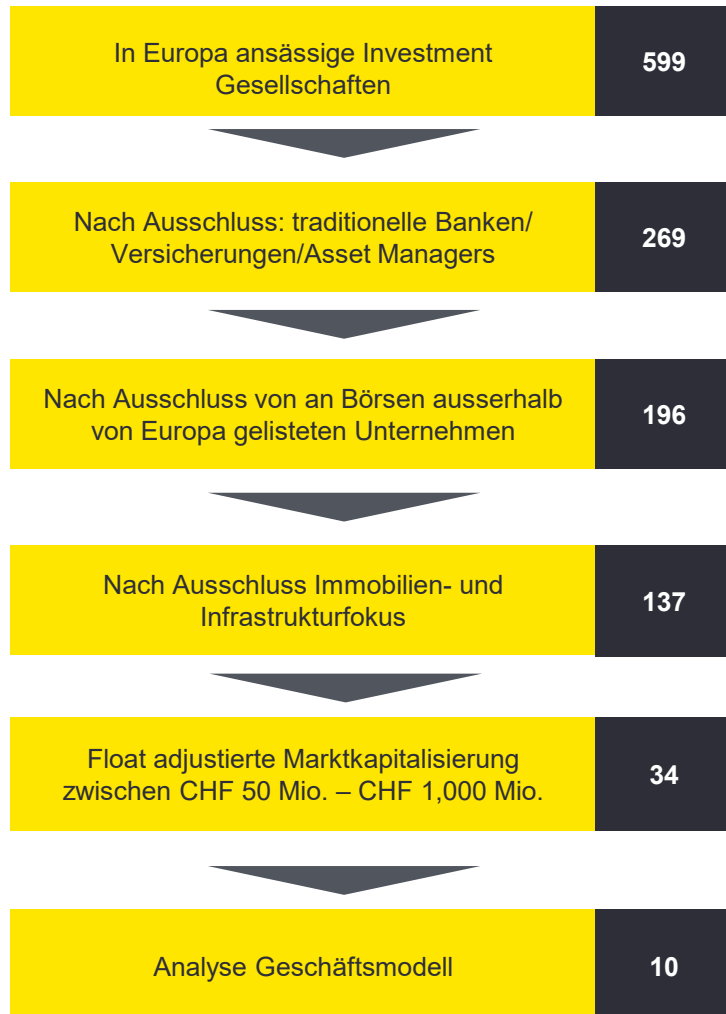
Name	GAAP	Reporting Datum	Aktienpreis (CHF)	NAV pro Aktie (CHF)	Abschlag / Prämium
Matador Partners Group AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	4.4	3.7	17%
Q Capital AG	IFRS	12/31/2023	29.0	28.0	4%
RealUnit Schweiz AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	1.0	1.0	1%
Alpine Select AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	7.9	7.9	-1%
HBM Healthcare Investments AG	IFRS	6/30/2024	205.0	250.8	-18%
AP Alternative Portfolio AG	IFRS	12/31/2023	155.3	197.5	-21%
Castle Private Equity AG	IFRS	6/30/2024	4.3	6.3	-32%
Private Equity Holding AG	IFRS	3/31/2024	70.0	153.8	-54%
Min					-54%
Q1					-24%
Median					-10%
Q3					2%
Max					17%

Quelle: S&P Capital IQ

Bewertungsdatum: 30. Juni 2024

Selektion vergleichbare Unternehmen Europa

Selektion



Kommentar

- ▶ Das Screening wurde an aktiven Investmentgesellschaften durchgeführt, welche im wirtschaftlich entwickelten Europa ansässig und an einer europäischen Börse kotiert sind. Die Auswahl erfolgte mittels des S&P Capital IQ Company Screening Tools.
- ▶ In einem nächsten Schritt wurden traditionelle Banken, Versicherungen sowie klassische Asset Manager exkludiert.
- ▶ Zusätzlich wurden alle Investmentgesellschaften mit Immobilien und Infrastrukturfokus von unserer Auswahl ausgeschlossen.
- ▶ Wir haben die aus diesem Vorgehen resultierende Auswahl von Investmentgesellschaften nach jenen Unternehmen gefiltert, deren Float adjustierte Marktkapitalisierung zwischen CHF 50 Mio. und CHF 1,000 Mio. liegt, um die Grösse der Zielgesellschaft zu reflektieren.
- ▶ In einem letzten Schritt haben wir eine Analyse der Geschäftsmodelle sowie des Verhältnisses von Total Assets zu Marktkapitalisierung durchgeführt. Ein hohes Verhältnis impliziert, dass die Unternehmen ihre Assets mehrheitlich «On-Balance-Sheet» im Sinne eines klassischen Fonds-Managers, anstatt «Off-Balance-Sheet», eher vergleichbar mit traditionellen Asset Managern halten. Im Einklang mit dem Geschäftsmodell von Athris wurden letztere ebenfalls von der finalen Auswahl ausgeschlossen.
- ▶ Dieses Vorgehen resultierte in einer List von an europäischen Börsen kotierten Investmentgesellschaften, welche ihre Assets analog zu Athris mehrheitlich «On-Balance-Sheet» halten.
- ▶ Wir stellen fest, dass es in der finalen Auswahl immer noch Unterschiede zwischen den Anlagestrategien der einzelnen Investmentgesellschaften gibt.

Übersicht vergleichbare Unternehmen Europa

Name	GAAP	Reporting Datum	Aktienpreis (CHF)	NAV pro Aktie (CHF)	Abschlag / Prämium
Tamburi Investment Partners S.p.A.	IFRS	3/31/2024	9.7	8.7	11%
Creades AB	IFRS	6/30/2024	6.5	6.1	7%
Castelnau Group Limited	IFRS	12/31/2023	0.8	0.8	4%
M&G Credit Income Investment Trust plc	IFRS	12/31/2023	1.0	1.0	-4%
Intuitive Investments Group Plc	IFRS	3/31/2024	1.6	1.8	-8%
Sparta AG	Germany GAAP	6/30/2024	24.1	33.1	-27%
Deutsche Beteiligungs AG	IFRS	6/30/2024	24.3	34.7	-30%
IDI	IFRS	12/31/2023	62.7	97.5	-36%
Harmony Energy Income Trust Plc	IFRS	4/30/2024	0.5	1.1	-51%
HydrogenOne Capital Growth plc	IFRS	12/31/2023	0.5	1.1	-52%
Min					-52%
Q1					-34%
Median					-18%
Q3					2%
Max					11%

Quelle: S&P Capital IQ

Bewertungsdatum: 30. Juni 2024

Historischer Abschläge zum NAV der Stammaktie von Athris AG

Quartalsweise Betrachtung des NAV-Marktwertabschlages von Athris Q1 2018 bis Q2 2024

Periode	NAV pro Stammaktie (kотиert) in CHF	Börsenpreis pro Stammaktie in CHF	Abschlag
2018 - Q1	2,203.57	1,725.00	-22%
2018 - Q2	2,325.52	1,725.00	-26%
2018 - Q3	2,373.23	1,725.00	-27%
2018 - Q4	2,201.37	1,700.00	-23%
2019 - Q1	2,410.06	1,600.00	-34%
2019 - Q2	2,447.87	1,675.00	-32%
2019 - Q3	2,488.31	1,800.00	-28%
2019 - Q4	2,525.08	1,855.00	-27%
2020 - Q1	2,084.01	1,613.00	-23%
2020 - Q2	2,244.30	1,655.00	-26%
2020 - Q3	2,251.02	1,699.00	-25%
2020 - Q4	2,384.47	1,710.00	-28%
2021 - Q1	2,631.79	1,695.00	-36%
2021 - Q2	2,734.89	1,800.00	-34%
2021 - Q3	2,685.55	1,850.00	-31%
2021 - Q4	2,664.01	1,920.00	-28%
2022 - Q1	2,722.88	1,900.00	-30%
2022 - Q2	2,739.87	1,810.00	-34%
2022 - Q3	2,803.79	1,738.00	-38%
2022 - Q4	2,681.63	1,900.00	-29%
2023 - Q1	2,645.60	1,860.00	-30%
2023 - Q2	2,622.60	1,900.00	-28%
2023 - Q3	2,679.29	1,850.00	-31%
2023 - Q4	2,551.53	1,800.00	-29%
2024 - Q1	2,670.69	1,893.00	-29%
2024 - Q2	2,690.92	1,870.00	-31%

Quelle: S&P Capital IQ, LSEG Refinitiv und Athris

Abkürzungen

AAIP Ltd.	EP Manager der Athris; Tochterunternehmen von Athris
Abschlag	Differenz zw. NAV und Aktienkurs in % des NAV
AG	Aktiengesellschaft
Anbieterin	Pelham Investments AG, Pelham
BX Swiss	Berner Börse
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow
DDM	Dividend Discount Model
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
ENR	ENR Russia Invest SA
EP	Endowment Portfolio
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
EY	Ernst & Young AG, Schweiz

GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GPCM	Guideline Public Company Method
GTM	Guideline Transaction Method
GVS	Growth Value Securities Ltd.
Ltd.	Limited
NAV	Net Asset Value
SIX	Schweizer Börse
SLI	Swiss Leader Index Ltd.
UEK	Schweizer Übernahmekommission
USD	US Dollar
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis
Zielgesellschaft	Athris AG, Athris

