

# Athris AG

Fairness Opinion

25 septembre 2024

# Table des matières

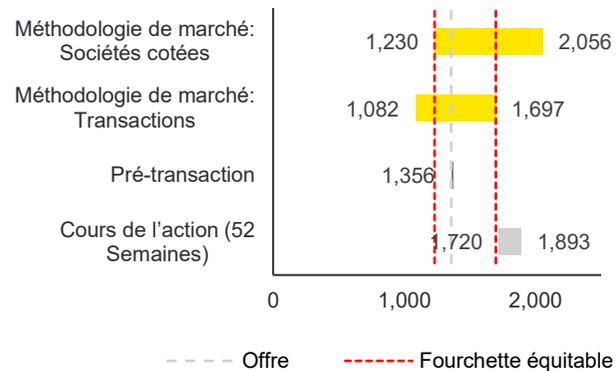
<b>1</b>	Évaluation globale	3
<b>2</b>	Introduction	5
<b>3</b>	Présentation d'Athris	9
<b>4</b>	Considérations relatives à l'évaluation	15
<b>5</b>	Evaluation d'alternatives	25
	Annexes	27

# 1

## Évaluation globale

# Du point de vue de tous les actionnaires publics, l'offre publique d'achat de CHF 1,355.70 (action ordinaire) ou de CHF 267.13 (action avec droit de vote) est financièrement équitable

## Aperçu de la valeur en CHF (action ordinaire)



## Évaluation globale

L'application de la méthode de marché basée sur les sociétés comparables cotées et les transactions comparables conduit à une valeur de l'action ordinaire se situant dans une fourchette de CHF 1,230 à CHF 1,697 (ce qui correspond à une décote de -54% à -37% par rapport à la valeur comptable corrigée). La valeur de l'action avec droit de vote se situe entre CHF 246 et CHF 339. Cette estimation est soutenue par une transaction récente sur le marché entre Athris et Pelham et deux tiers sans lien de dépendance au prix de CHF 1,356 par action ordinaire (décote implicite de 50%) et au prix de CHF 267 par action avec droit de vote (décote implicite de 51%).

Les résultats de la méthode de marché reflètent la forte illiquidité des actions ordinaires (exprimée par un faible volume de transactions et un écart acheteur-vendeur élevé), un manque de diversification du portefeuille avec un défaut de transparence des investissements et une illiquidité inhérente, une forte exposition aux parties liées, une structure de coûts relativement élevée pour la gestion des actifs et une absence de remboursement du capital aux actionnaires (par exemple par le biais de dividendes ou rachats d'actions).

En plus de nos propres considérations, le graphique de gauche montre la fourchette du cours de l'action sur douze mois (CHF 1,720 à CHF 1,893) au moment de l'annonce de l'offre (21 août 2024). Cependant, en raison du manque de liquidité du titre et des faibles volumes échangés (contrairement à l'opération avec deux tiers indépendants mentionnée ci-dessus), cette valeur n'a qu'une pertinence extrêmement limitée et n'est donc pas prise en compte lors de la détermination de la valeur d'une action ordinaire. Le graphique ne présente que les considérations de valeur pour les actions ordinaires. Les considérations relatives à la valeur des actions avec droit de vote sont similaires.

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de Pelham Investments AG aux actionnaires publics d'Athris AG de CHF 1,355.70 par action ordinaire et de CHF 267.13 par action avec droit de vote est considérée comme financièrement équitable.

L'avis sur le caractère équitable a été finalisé le 25 septembre 2024.

Ernst & Young AG

Marc Filleux, CFA  
Partenaire

Hannes Schobinger, CFA  
Partenaire

### Fourchette équitable pour une

**Action ordinaire: CHF 1,230 à CHF 1,697**

**Action avec droit de vote: CHF 246 à CHF 339**

### Fourchette des décotes observables par rapport à la valeur comptable (VNI) :

**-54 % à -37 %**

VNI ajustée au 30 juin 2024 de CHF 2,703 par action ordinaire et de CHF 541 par action avec droit de vote

# 2

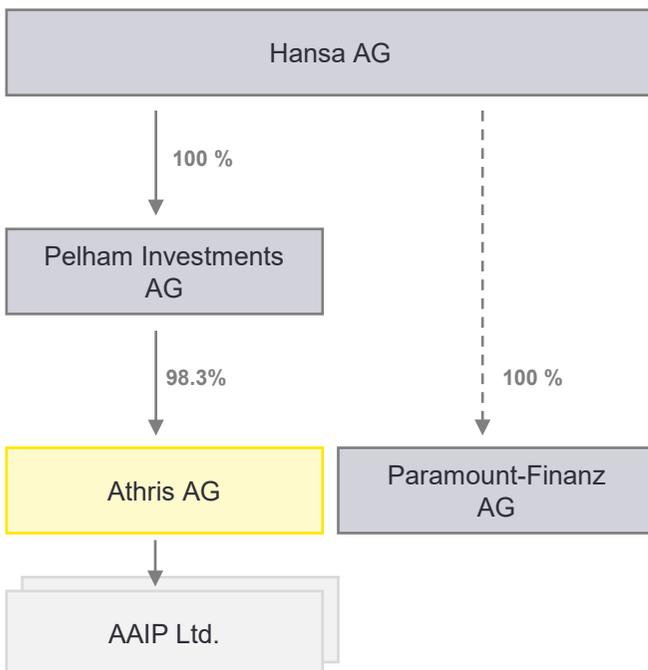
## Introduction

# Le 26 septembre 2024, Pelham a fait une offre publique d'achat visant la totalité des actions ordinaires et avec droit de vote en circulation d'Athris



Element	ISIN	Valeur nominale	Place de cotation
Action ordinaire (ATH)	CH0365501979	CHF 5.00	BX Suisse
Action avec droit de vote	CH0049864843	CHF 1.00	n/a

Source: Athris



Source: Athris

## Situation initiale

Athris AG (« Athris » ou « Société Cible ») est une société d'investissement de droit suisse dont le siège est à Saint-Moritz, en Suisse. La société a été créée en 2009 à partir de la restructuration du groupe Jelmoli. La société investit ses actifs sur le marché des capitaux et n'exerce elle-même aucune activité opérationnelle.

La majorité des actions nominatives d'Athris sont détenues par Pelham Investments AG (« Pelham » ou « l'Initiateur »), dont le siège social est situé à Saint-Moritz, en Suisse. Pelham est détenu à 100 % par Hansa AG (« Hansa »), basée à Saint-Moritz, en Suisse. Les actions ordinaires de la Société Cible sont cotées à la bourse de BX Swiss (« BX »). Athris bénéficie d'une exemption de BX Swiss, car la part publique (flottant) est inférieure au seuil de 15% fixé par BX.

## L'offre

Le 26 septembre 2024, Pelham a lancé une offre publique d'achat (« Offre ») visant toutes les actions nominatives publiques d'une valeur nominale de CHF 5.00 chacune (« Actions ordinaires » ; ISIN : CH0365501979) et pour toutes les actions nominatives publiques d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune (« Actions avec droit de vote » ; ISIN : CH0049864843) d'Athris.

Avant la pré-annonce de l'offre publique d'achat et avant les achats d'actions mentionnés dans la phrase suivante, l'Initiateur détenait 180,326 actions ordinaires et 1,139,199 actions avec droit de vote. L'Initiateur a acquis 8,000 actions ordinaires supplémentaires et 16,250 actions avec droit de vote avant la pré-inscription le 21 août 2024. Athris a elle-même acquis 3,928 actions ordinaires simultanément (collectivement, la « Pré-Transaction ») et détient donc un total de 3,970 actions propres. Les actions ont été acquises dans le cadre de la Pré-transaction au prix de CHF 1,355.70 par action ordinaire et de CHF 267.13 par action avec droit de vote.

À la date de la pré-inscription (21 août 2024), les actions détenues par l'Initiateur et la Société Cible s'élèvent au total à 192,296 actions ordinaires et 1,155,449 actions avec droit de vote. Avec 203,436 actions ordinaires émises et 1,167,199 actions avec droit de vote émises, et compte tenu des actions auto-détenues d'Athris, les actions détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui représentent 98.33% des voix.

L'offre porte donc sur 11,140 actions ordinaires et 11,750 actions avec droit de vote. Le prix de l'offre s'élève: (i) à CHF 1,355.70 net en numéraire par action ordinaire et (ii) à CHF 267.13 net en numéraire par action avec droit de vote, ce qui correspond à une décote de 50% et 51% respectivement par rapport à la valeur nette d'inventaire (VNI) ajustée, norme habituelle pour les sociétés de placement.

# EY a été mandaté par le conseil d'administration d'Athris pour préparer la Fairness Opinion

## Documents principaux

### Documents de l'entreprise

- ▶ Règlement organisationnel
- ▶ Règlement d'investissement
- ▶ Statuts

### Rapports

- ▶ Rapport annuel consolidé audité au 31.12.2022
- ▶ Rapport annuel consolidé audité au 31.12.2023
- ▶ Rapport semestriel au 30.06.2024 (examen par les commissaires aux comptes)
- ▶ Rapports trimestriels sur la valeur liquidative

### Données des marchés financiers

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

### Informations complémentaires

- ▶ Rapport du fonds AAIP Limited
- ▶ Contrats de prêt
- ▶ Documentation de la pré-transaction
- ▶ Hansa AG - Analyse comparative
- ▶ Discussions avec la direction
- ▶ Information publique

## Notre mission

Le 22 août 2024, le conseil d'administration d'Athris a chargé Ernst & Young AG, Suisse («EY» ou «nous») d'établir une attestation d'équité (« Fairness Opinion»). La Fairness Opinion sert à examiner l'adéquation financière de l'offre publique d'achat du point de vue de tous les actionnaires publics.

La Fairness Opinion ne peut être utilisée par le conseil d'administration d'Athris que dans le cadre du rapport du conseil d'administration (conformément au règlement COPA sur les offres publiques d'achat).

La Fairness Opinion peut être publiée en même temps que le rapport du conseil d'administration et dans le cadre de celui-ci. En outre, l'Initiateur peut se référer à la Fairness Opinion dans son prospectus d'offre suisse. Elle n'est pas destinée à être utilisée à d'autres fins.

La Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de rejeter l'offre. La Fairness Opinion ne contient pas non plus d'évaluation de l'impact que pourrait avoir l'acceptation ou le rejet de l'offre, et ne fait aucune déclaration sur la valeur future d'une action ordinaire et le prix auquel les actions ordinaires non déposées dans le cadre de l'offre publique d'achat pourraient être négociées à l'avenir.

Étant donné que cette Fairness Opinion est largement basée sur les informations fournies par Athris, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation financière minutieuses et professionnelles des informations qui nous sont fournies. Nous n'avons pas effectué d'audit conformément au droit suisse ni de due diligence. De plus, Athris nous a confirmé n'être au courant d'aucun fait ou circonstance qui rendrait les renseignements qui nous sont fournis trompeurs, inexacts ou incomplets.

EY s'est appuyé sur l'assurance écrite d'Athris selon laquelle Athris n'est pas au courant de faits ou de circonstances qui ne sont pas divulgués et énoncés dans la Fairness Opinion et qui pourraient être pertinents pour la compréhension des actionnaires lors de la lecture de la Fairness Opinion ou que l'omission de divulguer donnerait une image inexacte, incomplète ou trompeuse d'Athris.

La Fairness Opinion peut être mise à la disposition du public et est disponible en allemand et en français.

## Indépendance

EY a préparé cette Fairness Opinion en tant que consultant indépendant et est rémunéré pour cela par des honoraires standards du marché. EY ne recevra aucune rémunération qui dépend des déclarations contenues dans le rapport ou du succès de la transaction. EY confirme être indépendant de la société visée, de l'Initiateur et des personnes agissant de concert avec l'Initiateur.

# La Fairness Opinion a été préparée du point de vue de tous les actionnaires publics

## Procédure d'évaluation

En raison du très faible volume d'échange de l'action ordinaire (voir page [17](#)), nous n'avons pas attaché d'importance au cours de l'action dans l'évaluation de l'adéquation financière du prix de l'offre.

C'est pourquoi nous avons évalué la décote implicite sur la valeur liquidative dans le prix de l'offre sur la base de sociétés cotées et de transactions comparables. La décote sur la valeur liquidative est un paramètre clé habituel pour les sociétés ou fonds d'investissement. Cela inclut également l'évaluation qualitative de l'entreprise cible ainsi que de ses actifs et passifs.

Pour l'évaluation de l'action ordinaire (ainsi que pour l'évaluation de l'action avec droit de vote), les principales étapes de nos travaux ont été les suivantes:

- ▶ Obtention et analyse d'informations pertinentes
- ▶ Réalisation d'entretiens avec la direction
- ▶ Analyse de la valeur nette d'inventaire audité établie conformément aux Swiss GAAP RPC et aux comptes semestriels
- ▶ Études de marché (analyse de groupes de sociétés comparables cotées, primes et décotes)
- ▶ Évaluation d'Athris sur la base d'analyses comparatives
- ▶ Évaluation globale par EY

Cette analyse a été préparée du point de vue de l'ensemble des actionnaires publics. L'impôt sur les particuliers et d'autres effets n'ont pas été pris en compte dans cette analyse. Il ne serait pas possible de les prendre en considération en raison de la diversité des exigences des actionnaires publics.

## Objet de notre examen

Au moment de la publication du prospectus d'offre, le capital-actions d'Athris AG se compose de 203,436 actions ordinaires et de 1,167,199 actions avec droits de vote. Athris détient actuellement 3,970 de ses propres actions ordinaires. Après ajustement des actions propres, 199,466 actions ordinaires et 1,167,199 actions avec droit de vote ont donc été prises en compte pour le calcul de la valeur liquidative par action d'Athris.

# 3

## Présentation d'Athris

# La stratégie d'investissement d'Athris englobe un large univers d'investissement, ayant pour but d'augmenter la valeur à long terme – les bénéfiques sont réinvestis et non distribués

## Objectif et politique de placement

Le règlement d'investissement d'Athris, établi par le conseil d'administration, définit la politique d'investissement et les objectifs de la Société. Il s'agit notamment d'investissements à long terme, axés sur la valeur et la croissance, dans le but d'obtenir une plus-value supérieure à la moyenne. Athris poursuit une stratégie mondiale de «stock-and-fund-picking», en investissant dans un univers d'investissement mondial qui comprend notamment des sociétés non cotées et adopte une approche activiste lorsque nécessaire. L'univers d'investissement couvre divers actifs financiers à l'échelle mondiale, notamment les produits dérivés, les prêts, les obligations, ainsi que les actifs numériques et l'immobilier. Pour mettre en œuvre cette stratégie, l'entreprise peut recourir à des prêts pouvant aller jusqu'à 75% de la valeur liquidative.

La société est autorisée à effectuer des placements en valeurs mobilières, des opérations de pension et de remise en gage, ainsi qu'à contracter des prêts dans des conditions de pleine concurrence avec des parties liées. Les risques de change par rapport à la devise de référence CHF peuvent être couverts, mais ne le sont généralement pas.

Il n'y a pas de restrictions géographiques ou sectorielles, mais il existe des exigences en matière de répartition des risques et de parts d'investissement maximales par classe d'actifs. Des dérogations à court terme à ces exigences d'investissement sont autorisées, à condition qu'elles soient jugées justifiables par le conseil d'administration et qu'un retour à la conformité avec les règles soit possible rapidement.

Le comité d'investissement, nommé par le conseil d'administration, prend les décisions d'investissement et veille au respect du règlement sur les investissements. Si nécessaire, des conseillers en placement externes peuvent être consultés.

Le conseil d'administration examine et met à jour régulièrement, au moins une fois par an, le règlement de placement.

## Restrictions d'investissement

Classes d'actifs	Limites en % de la valeur liquidative	Objectif
Sociétés cotées en bourse	Max. 100%	0-40%
Sociétés non cotées	Max. 50 %	0-20%
Placements collectifs de capitaux	Max. 100%	50-100%
Produits financiers à revenu fixe	Max. 40 %	0-50%
Prêts d'intéressement	Max. 20 %	0-20%
Liquidités	Max. 100%	0-10%
Produits dérivés	Max. 40 %	0-30%
Titres numériques et autres droits	Max. 10 %	0-10%
Immobilier (à l'exclusion des placements collectifs ou des fonds qui investissent dans des hypothèques, des biens immobiliers et/ou des sociétés immobilières ou assimilés)	Max. 100%	0-20%

Source: Athris

## Politique de dividende

La société n'a pas versé de dividende depuis sa création. Selon la direction et le rapport annuel 2023, la société n'a pas l'intention de verser de dividende à l'avenir, mais réinvestira les revenus générés conformément à l'article 8 de la réglementation sur les investissements, comme auparavant.

## Sur la base du rapport intermédiaire au 30 juin 2024, nous calculons une valeur liquidative ajustée de CHF 2'703.03 (action ordinaire) et CHF 540.61 (action avec droit de vote) (1/3)

Calcul de la VNI au 30 juin 2024		en CHF
<b>Avant ajustement dans le cadre de la pré-transaction</b>		
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1	7,164,066
Actions échangées	2	9,066,057
Endowment Portfolio	3	418,994,135
Prêt participatif envers Paramount-Finanz AG		175,000,000
Créance envers Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)		560,937,339
Participation ENR Russia Invest SA		4,990,210
Autres actifs financiers		-
Impôts différés		849,818
<b>Total des actifs (non ajusté)</b>		<b>1,177,001,625</b>
moins les passifs		(1,518,048)
<b>Valeur nette d'inventaire (non ajusté)</b>		<b>1,175,483,577</b>

Source: EY, Athris

Après ajustement dans le cadre de la pré-transaction		
Trésorerie et équivalents de trésorerie (ajusté)	1	6,827,852
Variation résultant de l'acquisition d'actions propres		(336,214)
Participation ENR Russia Invest SA (ajusté)		-
Liquidation de la participation		(4,990,210)
<b>Total des actifs (ajusté)</b>		<b>1,172,011,415</b>
<b>Valeur nette d'inventaire (ajusté)</b>		<b>1,170,157,153</b>

	Valeur nominale	Pc.
Actions non cotées (actions avec droit de vote)	CHF 1	1,167,199
dont en la possession d'Athris		-
Part du capital des actions avec droit de vote dans la VNI		1,167,199
Actions cotées à BX Swiss (actions ordinaires)	CHF 5	203,436
dont était propriétaire d'Athris avant la pré-transaction (non ajusté)		42
propriété exclusive d'Athris après pré-transaction (ajusté)		3,970
Part du capital des actions ordinaires dans la VNI		997,330
<b>VNI par action avec droit de vote non cotée (ajusté)</b>		<b>540.61</b>
<b>VNI par action ordinaire cotée (ajusté)</b>		<b>2,703.03</b>

Source: EY, Athris

### Portefeuille de placements

Le portefeuille d'investissement d'Athris se compose principalement des postes «Endowment Portfolio» et «Créances envers parties liées». Les créances provenant de parties liées sont à leur tour divisées en un prêt à Hansa («société mère») et un prêt d'intéressement à Paramount-Finanz AG («Paramount», «société sœur»). Ces trois postes représentent donc un total de CHF 1,154,931,474, soit 98,1 % de l'actif total d'Athris au 30 juin 2024.

#### 1 Trésorerie et équivalents de trésorerie

La trésorerie et les équivalents de trésorerie se composent des comptes bancaires détenus par Athris AG, qui comprennent des fonds pour des paiements immédiats ou à très court terme et des investissements.

#### 2 Actions échangées

Selon le rapport intermédiaire d'Athris au 30 juin 2024, toutes les actions sont cotées en bourse. Celles-ci sont comptabilisées au cours de bourse à la date de clôture.

#### 3 Endowment Portfolio

Le Endowment Portfolio («EP») est maintenu et géré par sa filiale détenue à 100%, AAIP Limited. AAIP Limited alloue les fonds qui lui sont attribués à différents gestionnaires de portefeuille spécialisés dans les investissements en capital-investissement et en capital-risque. AAIP est responsable de rendre compte à Athris de la performance et du développement de l'EP. Pour une analyse détaillée de l'EP, voir page [22](#).

## Sur la base du rapport intermédiaire au 30 juin 2024, nous calculons une valeur liquidative ajustée de CHF 2'703.03 (action ordinaire) et CHF 540.61 (action avec droit de vote) (2/3)

Calcul de la VNI au 30 juin 2024		en CHF
<b>Avant ajustement dans le cadre de la pré-transaction</b>		
Trésorerie et équivalents de trésorerie		7,164,066
Actions échangées		9,066,057
Endowment Portfolio		418,994,135
Prêt participatif envers Paramount-Finanz AG	4	175,000,000
Créance envers Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)	5	560,937,339
Participation ENR Russia Invest SA	6	4,990,210
Autres actifs financiers		-
Impôts différés		849,818
<b>Total des actifs (non ajusté)</b>		<b>1,177,001,625</b>
moins les passifs		(1,518,048)
<b>Valeur nette d'inventaire (non ajusté)</b>		<b>1,175,483,577</b>

Source: EY, Athris

Après ajustement dans le cadre de la pré-transaction		
Trésorerie et équivalents de trésorerie (ajusté)		6,827,852
Variation résultant de l'acquisition d'actions propres		(336,214)
Participation ENR Russia Invest SA (ajusté)	6	-
Liquidation de la participation		(4,990,210)
<b>Total des actifs (ajusté)</b>		<b>1,172,011,415</b>
<b>Valeur nette d'inventaire (ajusté)</b>		<b>1,170,157,153</b>

	Valeur nominale	Pc.
Actions non cotées (actions avec droit de vote)	CHF 1	1,167,199
dont en la possession d'Athris		-
Part du capital des actions avec droit de vote dans la VNI		1,167,199
Actions cotées à BX Swiss (actions ordinaires)	CHF 5	203,436
dont était propriétaire d'Athris avant la pré-transaction (non ajusté)		42
propriété exclusive d'Athris après pré-transaction (ajusté)		3,970
Part du capital des actions ordinaires dans la VNI		997,330
<b>VNI par action avec droit de vote non cotée (ajusté)</b>		<b>540.61</b>
<b>VNI par action ordinaire cotée (ajusté)</b>		<b>2,703.03</b>

Source: EY, Athris

### 4 Prêt d'intéressement/attestation de participation aux bénéfices

Le prêt de participation aux bénéfices et le certificat de participation aux bénéfices font partie d'un contrat de prêt entre Athris et Paramount. Le prêt est limité à un montant de CHF 175 millions, commençant le 1er avril 2024 et se terminant le 31 décembre 2025. Le prêt est réservé et doit être investi par le débiteur dans des investissements en capital-investissement gérés par Growth Value Securities Ltd. («GVS»). Cependant, ces investissements en capital-investissement ne sont pas des garanties ; le prêt n'est pas garanti. Le remboursement du prêt est dû le dernier jour de la période d'intérêt. Athris doit être informé du remboursement anticipé trois jours ouvrables avant la fin de la durée du prêt. Le taux d'intérêt annuel sur le prêt est de 3,1%.

En outre, il existe un certificat de participation aux bénéfices d'une durée identique à celle du prêt. Le certificat de participation aux bénéfices accorde une participation aux bénéfices de 50 % du bénéfice net généré par GVS au prorata, à condition que le rendement généré au cours de l'année correspondante sur le prêt ait été supérieur à 3,1 % par rapport à la valeur nette d'inventaire correspondant au prêt.

### 5 Current account

Cette position consiste en un prêt non garanti à la société affiliée Hansa, qui détient 100% des actions de Pelham, la société mère d'Athris. Ce prêt est en place depuis mars 2019 et a été renouvelé à plusieurs reprises depuis. Le taux d'intérêt est calculé sur la base de différents critères, tels que : les majorations ESTV1, le taux d'intérêt bancaire de l'emprunteur ou le taux d'intérêt de la dette à taux fixe du prêteur. Au 13 septembre 2022, le taux d'intérêt était de 1,5% pour une limite d'emprunt de CHF 500 millions.

### 6 ENR Russie Invest SA

L'investissement dans ENR Russia Invest SA a été classé comme société associée. La valeur vénale présentée dans les comptes semestriels correspond au prix de vente après la date de clôture. Le 21 août 2024, Athris a acquis 3,928 actions propres, ce qui a entraîné une reprise des pertes de valeur de 973,046 CHF sur l'élément ENR Russie, qui est inclus dans les états financiers consolidés. La vente d'ENR Russia Invest SA par voie de rachat d'actions propres entraînera une réduction de l'ANR.

## Sur la base du rapport intermédiaire au 30 juin 2024, nous calculons une valeur liquidative ajustée de CHF 2'703.03 (action ordinaire) et CHF 540.61 (action avec droit de vote) (3/3)

Calcul de la VNI au 30 juin 2024		en CHF
<b>Avant ajustement dans le cadre de la pré-transaction</b>		
Trésorerie et équivalents de trésorerie		7,164,066
Actions échangées		9,066,057
Endowment Portfolio		418,994,135
Prêt participatif envers Paramount-Finanz AG		175,000,000
Créance envers Hansa Aktiengesellschaft (Current Accounts)		560,937,339
Participation ENR Russia Invest SA		4,990,210
Autres actifs financiers	7	-
Impôts différés	8	849,818
<b>Total des actifs (non ajusté)</b>		<b>1,177,001,625</b>
moins les passifs	9	(1,518,048)
<b>Valeur nette d'inventaire (non ajusté)</b>		<b>1,175,483,577</b>

Source: EY, Athris

Après ajustement dans le cadre de la pré-transaction	
Trésorerie et équivalents de trésorerie (ajusté)	6,827,852
Variation résultant de l'acquisition d'actions propres	(336,214)
Participation ENR Russia Invest SA (ajusté)	-
Liquidation de la participation	(4,990,210)
<b>Total des actifs (ajusté)</b>	<b>1,172,011,415</b>
<b>Valeur nette d'inventaire (ajusté)</b>	<b>1,170,157,153</b>

	Valeur nominale	Pc.
Actions non cotées (actions avec droit de vote)	CHF 1	1,167,199
dont en la possession d'Athris		-
Part du capital des actions avec droit de vote dans la VNI		1,167,199
Actions cotées à BX Swiss (actions ordinaires)	CHF 5	203,436
dont était propriétaire d'Athris avant la pré-transaction (non ajusté)		42
propriété exclusive d'Athris après pré-transaction (ajusté)		3,970
Part du capital des actions ordinaires dans la VNI		997,330
<b>VNI par action avec droit de vote non cotée (ajusté)</b>		<b>540.61</b>
<b>VNI par action ordinaire cotée (ajusté)</b>		<b>2,703.03</b>

Source: EY, Athris

### 7 Autres actifs financiers

Athris détient également 49 % des actions avec droit de vote dans Hypercenter Investment SA. Néanmoins, il n'a pas d'influence significative en raison de la liquidation de l'entreprise, et l'investissement a été entièrement déprécié.

### 8 Impôts différés

La position d'impôt différé au 30 juin 2024 est comptabilisée conformément aux Swiss GAAP RPC.

### 9 Passifs (courants et à long terme)

Le passif s'élève à CHF 1,518,048. Athris n'a aucun passif financier à long terme à la date de clôture.

Le passif à court terme se compose d'autres passifs à court terme s'élevant à CHF 74,256, de passifs d'impôts à court terme totalisant CHF 617,743 et de produits différés pour un montant de CHF 826,049.

### 10 VNI

Au 30 juin 2024, la valeur liquidative ajustée s'élève à CHF 1,170,157,153. Ce montant a été obtenu après déduction des passifs et de la trésorerie et équivalents de trésorerie des actifs détenus. En outre, nous avons ajusté la VNI pour la cession d'ENR Russia Invest SA dans le cadre des pré-transactions déjà réalisées en faveur de l'acquisition de 3,928 actions auto-détenues par Athris. Compte tenu des différentes parts de capital des actions ordinaires et des actions avec droit de vote (voir page [14](#)).

Lors de la pré-transaction, les actions d'Athris ont été négociées avec une décote de -49.8 % (actions ordinaires) et -50.6 % (actions avec droit de vote)

#### Droits de vote et capital social avant la pré-transaction

	Nombre d'actions ordinaires	Nombre d'actions avec droit de vote	Nombre de droits de vote*	Droits de vote en %*
Actionnaires minoritaires	11,140	11,750	22,890	1.7%
Actionnaire tierce 1	8,000	16,250	24,250	1.8%
Actionnaire tierce 2	3,928	-	3,928	0.3%
Athris AG (actions propres)	42	-	-	0.0%
Pelham Investments AG	180,326	1,139,199	1,319,525	96.3%
<b>Total</b>	<b>203,436</b>	<b>1,167,199</b>	<b>1,370,593</b>	<b>100.0%</b>

#### Droits de vote et capital social après la pré-transaction

	Nombre d'actions ordinaires	Nombre d'actions avec droit de vote	Nombre de droits de vote*	Droits de vote en %*
Actionnaires minoritaires	11,140	11,750	22,890	1.7%
Actionnaire tierce 1	-	-	-	0.0%
Actionnaire tierce 2	-	-	-	0.0%
Athris AG (actions propres)	3,970	-	-	0.0%
Pelham Investments AG	188,326	1,155,449	1,343,775	98.3%
<b>Total</b>	<b>203,436</b>	<b>1,167,199</b>	<b>1,366,665</b>	<b>100.0%</b>

Source: EY, Athris

\* Dans le calcul du nombre et du pourcentage des droits de vote, les actions propres d'Athris n'ont pas été prises en compte.

#### Pré-transaction

Le tableau de gauche indique le nombre d'actions ordinaires et d'actions avec droits de vote ainsi que la répartition en pourcentage des droits de vote. Les deux types d'actions disposent d'un droit de vote par action.

Avant la pré-transaction, Pelham détenait 96.3% des droits de vote. Les deux principaux actionnaires tiers sont des partis indépendants d'Athris et détenaient respectivement 1.8% et 0.3% des droits de vote à l'époque. Ils ne pouvaient donc exercer aucune influence sur la Société Cible. Les 1.7% restants sont répartis entre d'autres actionnaires publics.

Les prix de marché négociés dans le cadre de la pré-transaction sont identiques aux prix de l'offre publique d'acquisition en vigueur. Les prix de la pré-transaction sont indiqués dans le tableau suivant:

	Prix de l'offre par action	Aj. VNI par action	Décote sur la VNI
Action ordinaire	1,355.70	2,703.03	-49.8%
Action avec droit de vote	267.13	540.61	-50.6%

Source: EY, Athris

Athris et Pelham ont acheté les actions aux deux plus importants actionnaires tiers. Ceux-ci ne sont ni directement ni indirectement affiliés à Athris ou à toute autre société liée à Athris. D'après note compréhension, cette transaction a eu lieu sans contrainte extérieure ni en raison de difficultés financières des actionnaires tiers. Les tiers sont des sociétés institutionnelles du secteur financier et doivent donc être considérées comme bien informés.

À l'issue de la pré-transaction, les droits de vote combinés de Pelham et d'Athris s'élevaient à 98.3%.

# 4

## Considérations relatives à l'évaluation

Après avoir examiné la pertinence des différentes méthodes d'évaluation, nous retenons la méthode de la valeur liquidative ajustée combinée à la méthode de la valeur de marché

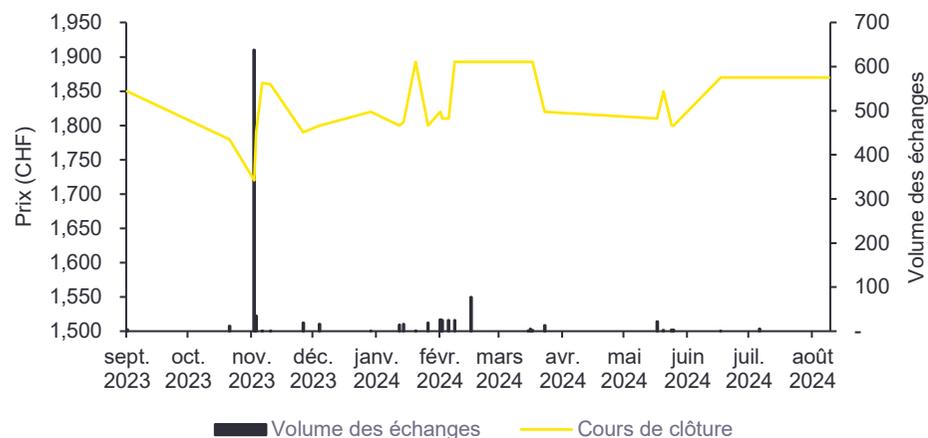
Méthode	Justification	Pertinence
Approche axée sur le revenu	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Méthode DCF</li> <li>■ Approche DDM</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ L'application de méthodes d'évaluation reconnues telles que la méthode des flux de trésorerie actualisés («DCF») ou le modèle d'actualisation des dividendes («DDM») présente des limitations importantes pour l'évaluation d'une société d'investissement</li> <li>▶ La méthode DCF, qui actualise les flux de trésorerie futurs à leur valeur actuelle, est généralement basée sur un plan d'affaires (opérationnel) qu'une société d'investissement n'a pas <b>nécessairement</b>. Il n'est généralement pas possible d'appliquer cette méthode, puisque dans le cas des sociétés d'investissement, les rendements attendus des actifs investis correspondraient en même temps au taux d'actualisation (raisonnement circulaire). Par ailleurs, Athris ne dispose pas d'une estimation des flux de trésorerie qui pourrait servir de base fiable pour une évaluation DCF.</li> </ul>	○
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Cours de l'action</li> <li>■ Analystes</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ En raison du très faible flottant et du faible volume d'échange de l'action ordinaire, nous n'avons pas attaché d'importance au cours de l'action lors de l'évaluation de l'adéquation financière du prix de l'offre.</li> <li>▶ L'action Athris n'est pas couverte par les rapports d'analystes boursiers.</li> </ul>	○
Approche du marché	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ GPCM/GTM</li> <li>■ Méthode de la valeur liquidative ajustée</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Athris est une simple société holding ou une société d'investissement sans activités opérationnelles propres. Ces sociétés d'investissement sont généralement évaluées sur la base de la valeur liquidative, en tenant compte des différents postes du bilan à la valeur de marché. La valeur liquidative est déterminée comme la différence entre tous les actifs moins les passifs. Athris établit ses informations financières (y compris la valeur liquidative) selon le principe True and Fair des Swiss GAAP RPC.</li> <li>▶ La méthode indicative des sociétés publiques («GPCM») et la méthode des transactions comparables («GTM») sont basées sur la comparaison des données financières d'Athris avec celles de sociétés cotées en bourse comparables et de transactions comparables.</li> <li>▶ Nous avons évalué l'offre publique d'achat en utilisant l'approche de la valeur liquidative en combinaison avec la méthode de la valeur de marché. Nous avons utilisé une méthode dérivée du ratio prix/valeur comptable. Pour ce faire, nous comparons le montant de la décote sur la VNI pour les sociétés cotées et négociées et de la décote sur la VNI pour les transactions comparables avec la décote du prix de l'offre sur la VNI de la société cible.</li> </ul>	●

## Légende



## En raison du faible volume d'échanges, nous n'avons pas accordé d'importance au cours de l'action lors de l'évaluation de l'adéquation financière du prix de l'offre

### Évolution du cours de l'action



Source: LSEG Workspace

Au cours des douze mois précédant l'annonce de l'offre (21 août 2024), le cours de l'action ordinaire Athris a fluctué entre CHF 1,720.00 (13 novembre 2023) et CHF 1,893.00 (28 mars 2024) avec un volume total de 1,013 actions échangées pour un total de 32 transactions. Au cours des 60 derniers jours de bourse, le cours moyen pondéré en fonction du volume (VWAP) s'élevait à CHF 1,820.56 au 20 août 2024.

L'action ordinaire d'Athris a été négociée pour la dernière fois au prix de CHF 1,870.00 avant l'annonce de l'offre (21 août 2024) le 17 juillet 2024 ; après l'annonce, une seule action a été négociée au prix de CHF 1,500, le 30 août 2024. Avec un prix d'offre de CHF 1,355.70, cela correspondrait à une décote de -28% par rapport au cours de clôture avant l'annonce de l'offre. Par rapport au VWAP des 60 derniers jours de bourse avant la pré-inscription, la décote serait de -26%.

### Analyse de la liquidité

Période	Mois	Volume de trading mensuel total	Médiane mensuelle du volume quotidien	Excédent ou déficit de la médiane mensuelle du volume quotidien par rapport au seuil de liquidité	Seuil de liquidité mensuel atteint?
t	juil.-24	5	-	-4.5	non
t-1	juin-24	7	-	-4.5	non
t-2	mai-24	24	-	-4.5	non
t-3	avr.-24	13	-	-4.5	non
t-4	mars-24	8	-	-4.5	non
t-5	févr.-24	197	-	-4.5	non
t-6	janv.-24	33	-	-4.5	non
t-7	déc.-23	35	-	-4.5	non
t-8	nov.-23	687	-	-4.5	non
t-9	oct.-23	-	-	-4.5	non
t-10	sept.-23	4	-	-4.5	non
t-11	août-23	-	-	-4.5	non
t-12	août-24	-	-	-4.5	non

Source: S&P Capital IQ, LSEG Workspace

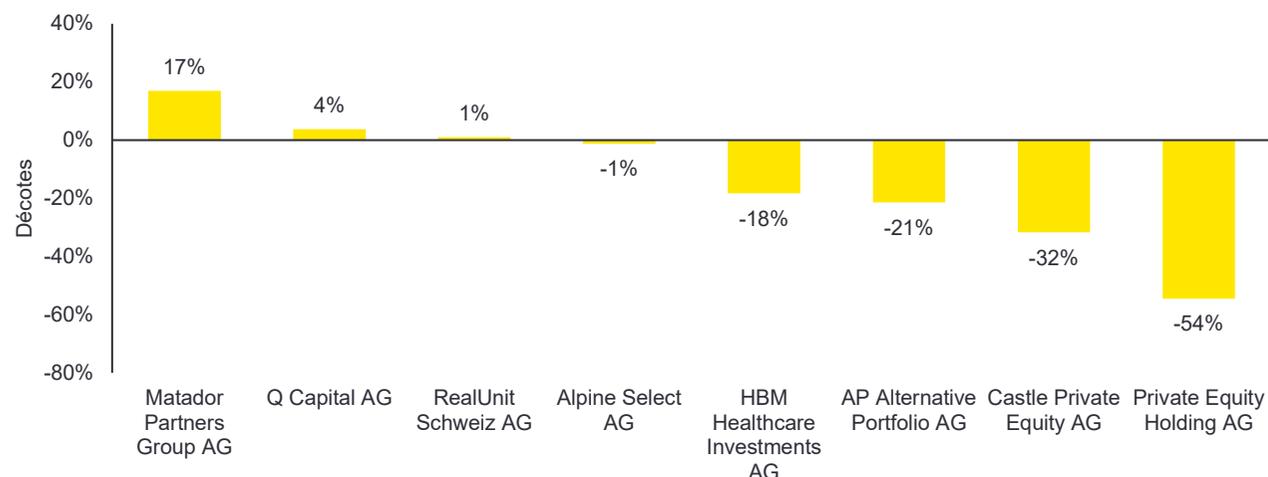
Conformément au droit applicable des offres publiques d'acquisition, les actions des sociétés cotées au Swiss Leader Index («SLI») sont classées comme liquides. En outre, les titres ne faisant pas partie du SLI sont classés comme liquides «à condition que la médiane mensuelle du volume quotidien d'un titre par rapport au flottant (Free Float) ait été d'au moins 0.04% pendant 10 des 12 mois précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable ».

Étant donné que les actions ordinaires d'Athris ne font pas partie du SLI, la liquidité de l'action est calculée sur la base de l'analyse du volume des transactions. Notre analyse a montré que le volume d'échange de l'action Athris n'a pas dépassé le seuil applicable de 0.04% au cours d'une période de 12 mois. L'action ordinaire d'Athris doit donc être considérée comme illiquide.

Le faible volume des transactions signifie que le cours de l'action peut être faussé, par exemple que toutes les informations actuelles et pertinentes pour le cours ne sont pas directement reflétées dans le cours de l'action. Le prix de l'action ordinaire Athris n'est donc pas un repère approprié pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

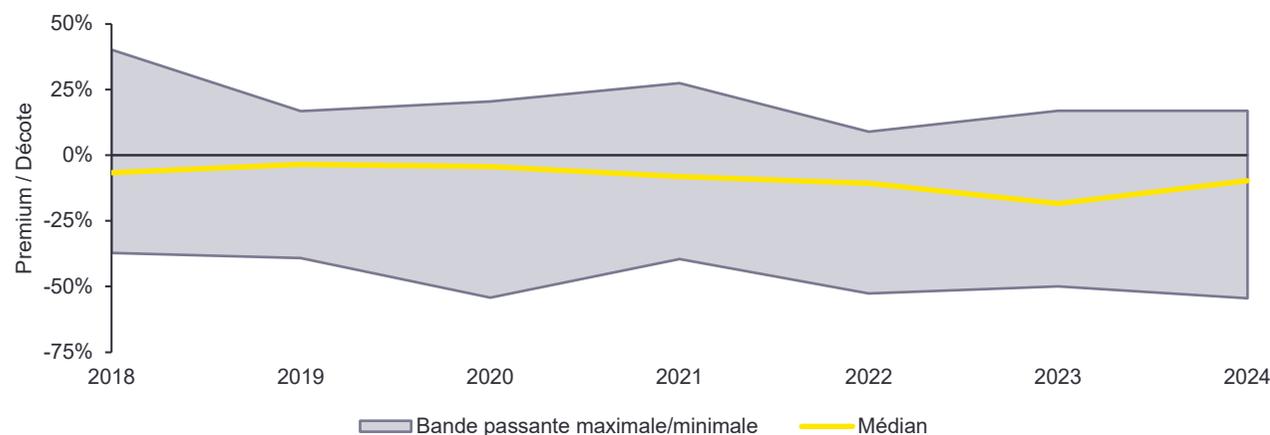
## A la date de l'évaluation, la majorité des entreprises suisses comparables se négocient avec une décote de la valeur de marché sur la valeur liquidative

### Primes et décotes de la valeur de marché pour les entreprises suisses



Source : S&P Capital IQ, EY

### Évolution historique des primes et des décotes de la valeur de marché 2018 - juin 2024



Source : S&P Capital IQ, EY

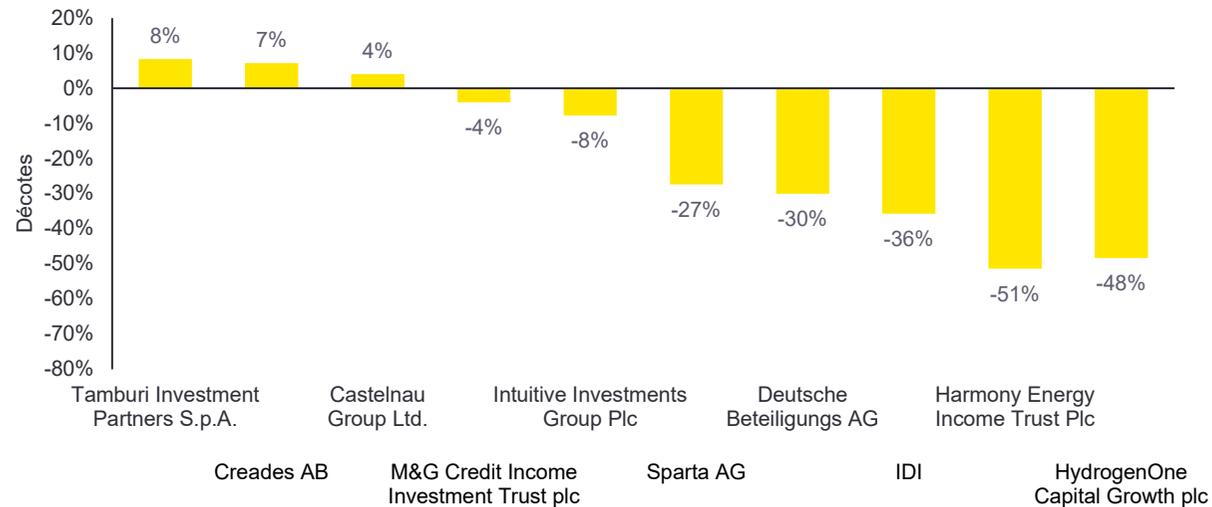
### Commentaire

Le graphe de gauche montre les décotes du cours de l'action par rapport à la valeur liquidative publiée de diverses sociétés de placement cotées sur les bourses suisses (SWX et BX). Les décotes sont basées sur les données disponibles les plus récentes à la date d'évaluation. La valeur liquidative des sociétés comparables provient de la source correspondante, sans ajustement. Voir aussi p. 28 pour notre processus de sélection d'entreprises suisses comparables. La majorité des sociétés de placement suisses se négociaient avec une décote à la date de valorisation. La fourchette de la prime ou de la décote variait entre 17% et -54%.

La figure ci-dessous à gauche montre l'évolution des primes et décotes de la valeur de marché sur la valeur liquidative de ces mêmes sociétés depuis 2018 jusqu'à la date de valorisation. Au cours de cette période, les primes maximales de la valeur marchande sont de 40%, tandis que les plus grosses décotes sont de -54%. La médiane était constamment négative. La décote médiane était récemment de -10%.

# Sept entreprises européennes comparables sur 10 se négocient avec une décote de la valeur de marché sur la valeur liquidative à la date d'évaluation

## Primes et décotes de la valeur de marché pour les entreprises européennes



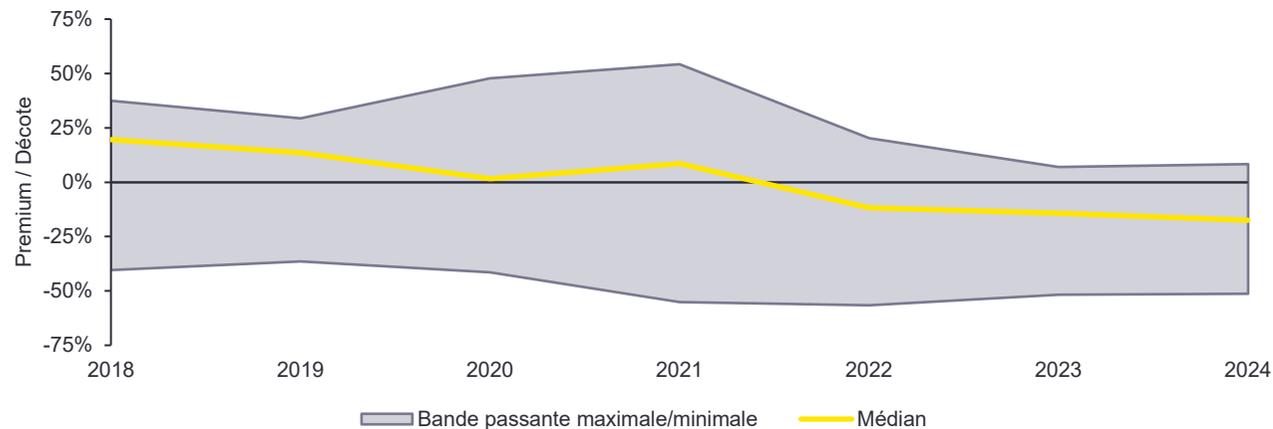
## Commentaire

[30](#) pour notre processus de sélection d'entreprises européennes comparables. Sept entreprises européennes comparables sur 10 se négocient à une décote de leur valeur de marché à la date de valorisation.

La figure ci-dessous à gauche montre l'évolution des primes de valeur de marché et des décotes sur la valeur liquidative des mêmes sociétés depuis 2018 jusqu'à la date de valorisation. Sur cette période, les majorations maximales sur la valeur marchande sont de 54% et les décotes minimales sur la valeur marchande sont de -57%. La médiane est négative depuis 2022. La décote médiane était récemment de -18%.

Source : S&P Capital IQ, EY

## Évolution historique des primes et des décotes de la valeur de marché 2018 - juin 2024



Source: S&P Capital IQ, EY

# Les transactions comparables affichent des décotes sur la valeur liquidative allant jusqu'à 60%

## Transactions comparables

La détermination de la valeur d'entreprise à partir de transactions comparables est basée sur la comparaison des chiffres financiers clés de l'entreprise à évaluer. À l'aide de transactions comparables, nous analysons le montant de la décote par rapport à la valeur liquidative par rapport au prix des sociétés acquises.

Nom	Numéro de transaction	Année	Monnaie	VNI par action (CHF)*	Prix de l'offre par action*	VNI prime / décote sur le prix de l'offre
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%
Médian						-18%
Q3						-4%
Max						2%

**Source** : S&P Capital IQ, Commission des OPA, Offre publique d'achat de Qino Group Holding AG sur les actions au porteur de Qino AG, Attestation sur le caractère équitable de l'offre publique d'achat de Behr Bircher Cellpack BBC AG sur la totalité des actions nominatives publiques du Groupe Baumgartner Holding SA, Attestation sur le caractère équitable – Pargesa Holding SA

\*Le prix de l'offre par action et la valeur liquidative par action de Front Ventures AB correspondent au prix total de l'offre ou à la valeur liquidative totale en CHF 000, et non par action

### Commentaire

- ▶ Le vendeur de Qino AG détenait 78.72% du capital social avant la transaction. Avant la transaction, la valeur nominale de l'action a été réduite de CHF 10 à CHF 0.1: CHF 9.9 par action ont été versés aux investisseurs. Cette réduction de valeur nominale est prise en compte dans le prix de l'offre. Toutefois, la valeur liquidative par action de CHF 29.61 lors de la dernière transaction n'a pas été réduite. Afin de pouvoir effectuer une comparaison, nous avons déduit CHF 9.9 par action et avons ainsi calculé une valeur liquidative par action de CHF 19.71.
- ▶ Chez Groupe Baumgartner Holding SA, une décote d'illiquidité a été appliquée à la valeur liquidative par action dans la Fairness Opinion, ce qui a donné une valeur de CHF 408.37. Cependant, nous pensons qu'une décote d'illiquidité doit être reflétée dans la juste valeur (prix du marché) et non sur la valeur liquidative d'une entreprise elle-même. Par conséquent, nos calculs sont basés sur une VNI par action de CHF 453.75, qui a été calculée avant la décote d'illiquidité. Le prix de l'offre lui-même ne change pas.
- ▶ GBL, l'initiateur dans le cadre de l'opération de Pargesa, a offert un prix d'offre de 0,93 action GBL pour chaque action de Pargesa. Selon la Fairness Opinion de Rothschild, cela correspond à un prix de CHF 79.35. La valeur liquidative par action publiée de CHF 112.75 se traduit par une décote de -30%.
- ▶ Le fondateur et PDG de Front Ventures AB a augmenté sa participation à plus de 22 % en 2020. Sur la base des données de S&P Capital IQ, le montant payé pour les actions achetées équivaut à un prix d'offre de CHF 2,334.98 pour l'ensemble de l'entreprise.

# Les prêts à des parties liées représentent environ 63 % de la valeur liquidative et sont des facteurs importants de la décote de la valeur de marché

## Prêts à des apparentés

Les « Current Accounts » (autres créances à court terme sur des parties liées) se composent d'un prêt de CHF 560,9 millions à Hansa. Les intérêts sont payés aux conditions d'un tiers (sans lien de dépendance) à 1.5%. Les « Current Accounts » représentaient environ 48% de la valeur liquidative d'Athris à la date de valorisation (30 juin 2024).

Le prêt participatif consiste en un accord de prêt à long terme de CHF 175 millions entre Athris et sa société sœur Paramount. Athris et Paramount sont toutes deux détenues majoritairement par Hansa. Les intérêts sont payés aux conditions d'un tiers (sans lien de dépendance). De plus, Athris détient un certificat de participation aux bénéfices dans le cas où les bénéfices annuels dépassent un retour sur investissement de 3,1%. À la date d'évaluation (30 juin 2024), le prêt participatif représente environ 15% de la valeur liquidative d'Athris.

Aucun des prêts n'est garanti.

Conformément aux accords de prêt et aux discussions avec la direction, les fonds du prêt participatif seront entièrement investis et les « Current accounts » seront investis dans des investissements en capital-investissement illiquides dans le véhicule GVS. En outre, d'autres actifs illiquides sont détenus.

## Inférences

Selon la théorie classique de l'investissement, investir dans des fonds ou des fournisseurs de solutions d'investissement alternatives donne accès à des actifs illiquides qui sont autrement difficiles d'accès. Cette illiquidité est généralement compensée par un rendement excédentaire attendu.

En investissant dans des actions Athris, les investisseurs ont accès à des investissements illiquides qui font également partie de l'Endowment Portfolio sous-jacent. Cependant, investir dans l'action Athris n'offre pas les mêmes avantages dans le cadre des « Current Accounts » et des prêts participatifs. Les Current Accounts, qui représentent une part importante de la valeur liquidative, ont un taux d'intérêt fixe, mais comportent le risque inhérent d'illiquidité des investissements en capital-investissement sous-jacents et d'autres investissements illiquides. De plus, les fonds sont investis dans des prêts à des sociétés affiliées.

Le prêt participatif comporte un risque inhérent similaire d'illiquidité des investissements en capital-investissement sous-jacents. Bien que le certificat de participation aux bénéfices permette de participer aux bénéfices de GVS, les termes du contrat et la méthode de calcul de la participation aux bénéfices entraînent une réduction du rendement, ce qui contrebalance un rendement excédentaire attendu.

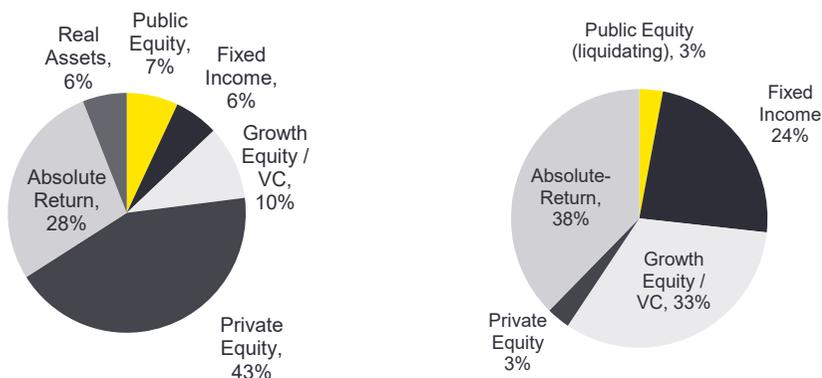
En résumé, un investissement dans les actions Athris comporte un risque plus élevé en raison de l'exposition à des investissements illiquides sans réaliser le plein potentiel de hausse de ces investissements dans le cadre des prêts. Comme alternative, les investisseurs pourraient investir sur le marché suisse dans une obligation librement négociable, liquide et à revenu fixe à des taux d'intérêt comparables.

Ainsi, dans ce contexte, nous considérons qu'il s'agit d'un facteur important d'une décote de valeur de marché (sur la VNI d'Athris).

## Environ 40 % du Endowment Portfolio ne peut être réalisé qu'au bout de deux ans. Une liquidation à court terme ne pourrait probablement avoir lieu qu'avec une décote

### Allocation d'actifs du Endowment Portfolio (EP)

#### Élaboration du EP – Répartition initiale de l'actif par rapport à l'allocation actuelle



Source: Rapport limité de l'AAIP par 12 août 2024

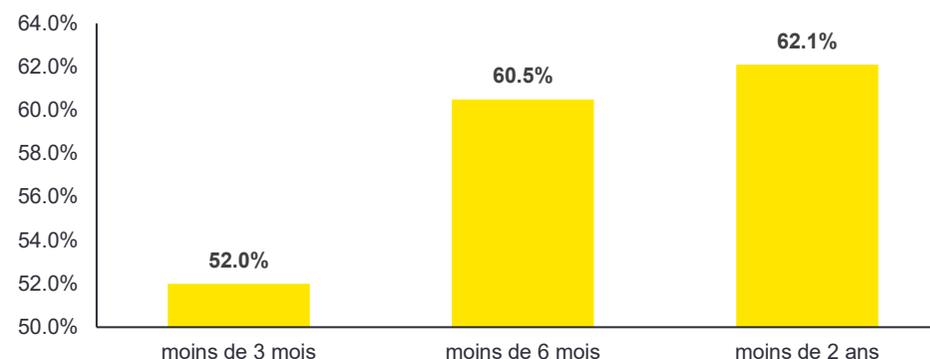
#### Répartition de l'actif

L'EP est géré par AAIP Limited, la filiale d'Athris. Le portefeuille initial se composait d'un vaste mandat d'investissement qui investissait dans des stratégies de capital-investissement, de capital-risque et d'autres stratégies. L'allocation a été considérablement ajustée au fil du temps, avec un alignement particulier de l'allocation sur le portefeuille géré par Blackstone Strategic Partners. Dans ce contexte, l'exposition aux actions cotées a également été significativement réduite.

L'allocation actuelle d'actifs comprend un mélange d'investissements cotés (64%) et non cotés (privés) (36%). Certains des investissements répertoriés comprennent des produits dérivés (par exemple, des CDO (titre de créance collatéralisé).

### Performance et liquidité

#### Liquidité du EP – échéance des investissements



Source : Rapport limité de l'AAIP par 12 août 2024

#### Performance et liquidité

Après une réallocation fin 2022, le nouveau EP a généré un rendement brut annualisé de 8.9% entre janvier 2023 et juin 2024. Du point de vue d'Athris, la structure des frais réduit considérablement ce rendement, car l'AAIP répartit les fonds alloués entre différents gestionnaires de portefeuille (voir également p. 23).

Le EP est liquide à moyen terme, avec environ 61% de ventes en moins de six mois. Cependant, environ 38% du portefeuille est très illiquide et ne peut être liquidé que dans un délai d'au moins deux ans ou uniquement par le biais de transactions sur le marché secondaire avec une décote significative.

Selon la direction, les investissements privés/non cotés n'ont affiché qu'une performance modérée depuis le début de l'année. En raison de l'environnement économique et des craintes de récession, les conditions actuelles du marché ne laissent pas entrevoir une amélioration significative. Cela a également joué un rôle important dans le prix de la pré-transaction, selon la direction.

Enfin, nous considérons que le manque de liquidité d'une part importante du EP est la raison d'une décote d'illiquidité.

# Les facteurs qualitatifs ont un impact négatif sur le profil risque-rendement

## Autres facteurs

En plus d'analyser les actifs d'Athris, nous avons examiné d'autres facteurs quantitatifs et qualitatifs dans notre analyse. Il s'agit notamment d'un manque de rendement du capital pour les actionnaires, d'une structure de coûts élevée pour la gestion des investissements, mais aussi de facteurs qualitatifs tels que le manque de diversification des investissements. Bien que ces facteurs qualitatifs ne puissent pas être quantifiés de manière concluante, ils ont un impact négatif sur le profil risque-rendement d'une action et réduisent ainsi l'attractivité de l'action Athris. Nous résumons ci-dessous les résultats de ces analyses.

### Manque de rendement du capital pour les actionnaires

Athris ne verse pas de dividendes et, selon le rapport annuel, il n'est pas prévu de restitution du capital dans le cadre d'un dividende ou d'un rachat d'actions. En moyenne, sur la période 2018-2024, le rendement médian du dividende était de 4.4% pour les sociétés comparables suisses et de 3.6% pour les sociétés comparables européennes. L'absence de rendement du capital combinée à un manque de liquidité de l'action réduit son attractivité, car un investisseur est tributaire d'une éventuelle augmentation du capital pour avoir la possibilité de vendre des actions.

### Manque de diversification des investissements et risque de concentration

Le patrimoine d'Athris est principalement divisé en trois grandes positions (voir page [11](#)). Compte tenu de l'utilisation des fonds des prêts accordés à des parties liées, ceux-ci peuvent être largement divisés en investissements dans des investissements en capital-investissement illiquides et autres investissements illiquides. Bien que l'utilisation des fonds échappe au contrôle d'Athris, compte tenu de l'utilisation des fonds, il y a une forte concentration sur les investissements très illiquides avec un risque de concentration de la contrepartie. 63% des actifs d'Athris sont des prêts à des parties liées. Il n'existe pas de description détaillée de l'utilisation des fonds, ce qui entraîne un manque de transparence.

## Structure des coûts de l'Endowment portfolio

Sur la base des informations fournies par la direction, AAIP, filiale d'Athris, verse environ 2 % de commissions de gestion à des gestionnaires de fonds externes, ainsi que des commissions de performance, qui dépendent certes de la performance (y compris d'un taux de rendement minimal), mais génèrent des coûts supplémentaires significatifs. En outre, des frais supplémentaires doivent être payés à un prestataire de services externe pour l'administration des fonds individuels. Par ailleurs, il existe des coûts d'exploitation pour la gestion d'AAIP et d'Athris AG elle-même, ce qui, d'après notre expérience, représente une charge financière élevée qui réduirait la valeur de l'Endowment Portfolio dans le cadre d'une vente hypothétique.

# Nous considérons qu'une décote de -54% à -37% par rapport à la valeur comptable ajustée est financièrement appropriée

## Résumé et prise en compte de la valeur

En résumé, les facteurs suivants doivent être pris en compte dans l'évaluation :

- ▶ Illiquidité importante de l'action Athris
- ▶ Manque de diversification et manque de transparence des investissements
- ▶ Grande illiquidité du portefeuille d'investissement
- ▶ Risques liés aux prêts et risque de concentration vis-à-vis des parties liées
- ▶ Structure de coûts élevée dans la gestion des placements
- ▶ Absence de restitution du capital dans le cadre d'un dividende ou d'un rachat d'actions

### Détermination d'une décote appropriée par rapport à la VNI ajustée

Sur la base des analyses décrites et des arguments résumés ci-dessus, et après avoir analysé et évalué l'ensemble des informations fournies, nous concluons que l'action Athris présente une perspective risque-rendement moins attrayante que celle des sociétés comparables suisses et européennes. Nous considérons donc qu'une décote significative par rapport à la valeur comptable ajustée (VNI) est justifiée.

Les considérations de valeur qui en résultent sont basées sur des comparaisons avec des sociétés comparables suisses et européennes cotées en bourse ainsi qu'avec des transactions comparables. Nous considérons qu'une décote se situant entre le minimum et le premier quartile est appropriée. Nous basons notre fourchette sur la superposition des fourchettes correspondantes des sociétés cotées et des transactions comparables. Il en résulte une fourchette de décote allant de -54% à -37%.

## Dérivation de la fourchette équitale

	Minimum	1. Quartile
Décote pour les entreprises comparables suisses	-54%	-24%
Décote pour les entreprises comparables européennes	-52%	-34%
<b>Fourchette des sociétés comparables cotées</b>	<b>-54%</b>	<b>-24%</b>
<b>Transactions comparables</b>	<b>-60%</b>	<b>-37%</b>
<b>Pré-Transactions (arrondies)</b>		<b>-50%</b>
<b>Fourchette équitale</b>	<b>-54%</b>	<b>-37%</b>

### Fourchette équitale par action (en CHF)

VNI par action avec droit de vote non cotée (ajusté)	540.61
VNI par action ordinaire cotée (ajusté)	2,703.03

### Fourchette équitale

<b>Action avec droit de vote (non cotée)</b>	<b>246.08</b>	<b>339.46</b>
<b>Action ordinaire (cotée)</b>	<b>1,230.40</b>	<b>1,697.29</b>

Source: EY

# 5

## Evaluation d'alternatives

## Comparaison des alternatives possibles du point de vue des actionnaires d'Athris

### Vente des actions via la bourse pendant la période d'offre

En principe, l'actionnaire est libre de vendre ses actions directement via la bourse en alternative à l'offre faite. Théoriquement, il est possible d'obtenir un prix supérieur à celui de l'offre actuelle. Il n'est pas possible de déterminer si un prix plus attractif pour l'actionnaire public peut être obtenu via la bourse pendant la période d'offre. L'évolution passée du cours de bourse par rapport à la VNI permet toutefois de tirer des conclusions sur le prix (voir page [32](#)). La décote trimestrielle de la valeur marchande d'Athris a toujours été négative depuis 2018. L'évolution historique de la décote ne suggère donc pas qu'un meilleur prix puisse être obtenu via la bourse.

Cependant, si l'on examine la fréquence de négociation historique et le volume échangé correspondant de l'action ordinaire, on peut s'attendre à un marché extrêmement illiquide. Il convient donc de garder à l'esprit que l'offre publique d'achat de Pelham offre la sécurité de la vente intégrale des actions à prix constant. Cette sécurité n'existe pas dans le cas d'une vente en bourse. La vente de positions plus importantes en bourse peut être problématique en raison du faible volume d'actions négociées. Voir également la page [17](#) pour notre commentaire sur la liquidité des actions ordinaires.

### Rejet de l'offre d'achat en prévision d'une réduction de la décote

Une autre alternative possible pour les actionnaires publics d'Athris est de rejeter l'offre d'achat et de conserver les actions. Une telle approche serait intéressante si l'on pouvait supposer que la décote serait réduite complètement ou dans une large mesure. Comme expliqué à la page [17](#), les actions ordinaires sont très illiquides. Par conséquent, la détention de l'action ordinaire au-delà de la période d'offre signifierait très probablement une aggravation de la situation d'illiquidité pour l'actionnaire public individuel, car on peut supposer que certains actionnaires accepteraient l'offre d'achat. Après la fin de la période d'offre, on peut s'attendre à ce que le volume et la fréquence des transactions des titres diminuent encore. Par conséquent, une réduction de la décote est assez peu probable.

Par ailleurs, il faut tenir compte de la possibilité d'un retrait obligatoire en vertu du droit boursier, selon lequel un actionnaire majoritaire disposant de 98 % des droits de vote peut exclure les actionnaires minoritaires de la société en échange du prix de l'offre, ce que l'Initiateur a déjà annoncé qu'il ferait.



# Annexes

# Sélection d'entreprises comparables en Suisse

## Sélection

### Filtrage basé sur des règles

Sociétés d'investissement cotées en Suisse <sup>1</sup>	48
---	----

Après exclusion : banques/assurances/gestionnaires d'actifs traditionnels	20
---	----

Après exclusion des sociétés à vocation immobilière	14
---	----

Suppression des doublons, analyse du modèle d'affaires	8
--	---

### Sociétés d'investissement cotées au SIX/BX

Sociétés d'investissement (Définition SIX/BX)	20
---	----

## Commentaire

- ▶ La sélection a été effectuée à partir de sociétés d'investissement cotées à la bourse suisse (SIX ou BX Swiss), à l'aide de l'outil S&P Capital IQ et de la liste des sociétés classées comme sociétés d'investissement par SIX et BX Swiss.
- ▶ Dans une étape ultérieure, les banques traditionnelles, les compagnies d'assurance et les gestionnaires d'actifs classiques ont été exclus.
- ▶ De plus, toutes les sociétés d'investissement à vocation immobilière ont été exclues de notre sélection.
- ▶ Dans une dernière étape, nous avons analysé les modèles d'affaires des entreprises restantes. Nous avons entre autre examiné si les entreprises détiennent la majorité de leurs actifs « au bilan » et en tant que placement financier au sens d'un gestionnaire de fonds classique ou « hors bilan », plus comparable aux gestionnaires d'actifs traditionnels. Conformément au modèle économique d'Athris, ces derniers ont également été exclus de la sélection finale.
- ▶ Cette procédure a abouti à un groupe de sociétés d'investissement cotées sur les bourses suisses, qui détiennent la majorité de leurs actifs « au bilan », à l'instar d'Athris .
- ▶ Nous notons qu'il existe encore des différences entre les stratégies d'investissement des différentes sociétés d'investissement lors de la sélection finale.

<sup>1</sup> Cotée chez SIX ou BX Swiss.

## Vue d'ensemble des entreprises comparables en Suisse

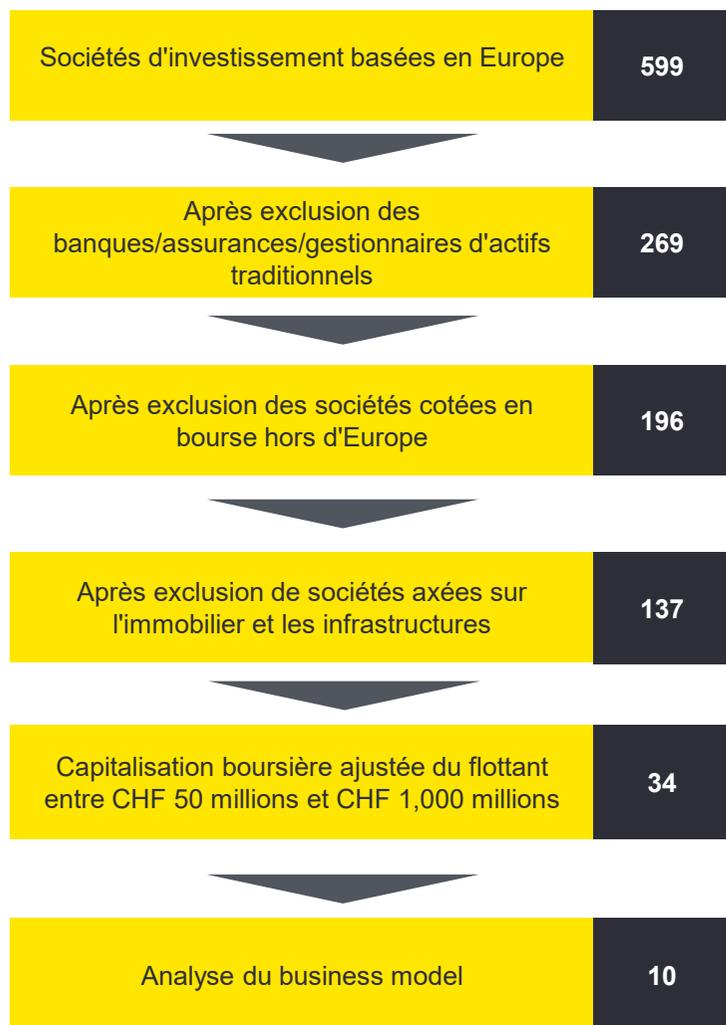
Nom	GAAP	Date du rapport	Prix de l'action (CHF)	VNI par action (CHF)	Prime / décote
Matador Partners Group AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	4.4	3.7	17%
Q Capital AG	IFRS	12/31/2023	29.0	28.0	4%
RealUnit Schweiz AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	1.0	1.0	1%
Alpine Select AG	Switzerland GAAP	12/31/2023	7.9	7.9	-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%
<b>Min</b>					<b>-54%</b>
<b>Q1</b>					<b>-24%</b>
<b>Médian</b>					<b>-10%</b>
<b>Q3</b>					<b>2%</b>
<b>Max</b>					<b>17%</b>

Source: S&P Capital IQ

Date d'évaluation: 30 juin 2024

# Sélection d'entreprises comparables en Europe

## Sélection



## Commentaire

- ▶ La sélection a été effectuée sur des sociétés d'investissement basées dans des pays développés d'Europe et cotées à une bourse européenne, à l'aide de l'outil de sélection des sociétés de S&P Capital IQ.
- ▶ Dans une étape ultérieure, les banques traditionnelles, les compagnies d'assurance et les gestionnaires d'actifs classiques ont été exclus.
- ▶ De plus, toutes les sociétés d'investissement axées sur l'immobilier et les infrastructures ont été exclues de notre sélection.
- ▶ Afin de refléter la taille de la société cible, nous avons uniquement retenu les sociétés d'investissement dont la capitalisation boursière ajustée du flottant se situe entre 50 et 1'000 millions de CHF.
- ▶ Dans une dernière étape, nous avons effectué une analyse des modèles d'affaires ainsi que du ratio de l'actif total par rapport à la capitalisation boursière. Un ratio élevé implique que la majorité des entreprises détiennent leurs actifs « au bilan » au sens d'un gestionnaire de fonds classique, plutôt qu'un « hors bilan », plus comparable aux gestionnaires d'actifs traditionnels. Conformément au modèle économique d'Athris, ces derniers ont également été exclus de la sélection finale.
- ▶ Ce processus a abouti à l'établissement d'une liste de sociétés d'investissement cotées sur les bourses européennes, qui détiennent la majorité de leurs actifs « au bilan », comme Athris .
- ▶ Nous notons qu'il existe encore des différences entre les stratégies d'investissement des différentes sociétés d'investissement lors de la sélection finale.

## Vue d'ensemble des entreprises comparables en Europe

Nom	GAAP	Date du rapport	Prix de l'action (CHF)	VNI par action (CHF)	Prime / décote
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%
Castelnaud 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%
<b>Min</b>					<b>-52%</b>
<b>Q1</b>					<b>-34%</b>
<b>Médian</b>					<b>-18%</b>
<b>Q3</b>					<b>2%</b>
<b>Max</b>					<b>11%</b>

Source: S&P Capital IQ

Date d'évaluation: 30 juin 2024

## Décotes historiques par rapport à la valeur liquidative des actions ordinaires d'Athris AG

### Analyse trimestrielle de la décote de la valeur marchande de la valeur liquidative d'Athris Q1 2018 au Q2 2024

Periodé	VNI par action ordinaire (cotée) en CHF	Prix de marché par action ordinaire (cotée) en CHF	Remise
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%

Source: S&P Capital IQ, LSEG Refinitiv & Athris

## Abréviations

<b>AAIP Ltd.</b>	Directeur de l'EP d'Athris, filiale d'Athris
<b>AG / SA</b>	Société anonyme
<b>BX Swiss</b>	Bourse de Berne
<b>CHF</b>	Franc suisse
<b>DCF</b>	Discounted Cashflow
<b>DDM</b>	Dividend Discount Model
<b>Décote</b>	Différence entre la VNI et le cours de l'action en % de la VNI
<b>EBITDA</b>	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
<b>ENR</b>	ENR Russia Invest SA
<b>EP</b>	Endowment Portfolio
<b>ESTV</b>	Administration fédérale des contributions AFC
<b>EY</b>	Ernst & Young AG, Suisse
<b>GAAP</b>	Generally Accepted Accounting Principles

<b>GPCM</b>	Guideline Public Company Method
<b>GTM</b>	Guideline Transaction Method
<b>GVS</b>	Growth Value Securities Ltd.
<b>Initiateur</b>	Pelham Investments AG, Pelham
<b>Ltd.</b>	Limited
<b>SIX</b>	Bourse suisse
<b>SLI</b>	Swiss Leader Index Ltd.
<b>Société cible</b>	Athris AG, Athris
<b>UEK</b>	Commission des OPA suisse
<b>USD</b>	US Dollar
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>VWAP</b>	Prix moyen pondéré en fonction du volume

