

ENR Russia Invest SA



Fairness Opinion für den Verwaltungsrat
9. Oktober 2024



We make
transactions happen.

Inhalt

- 1** Bewertung
- 2** Situationsanalyse
- 3** Unternehmensprofil
- 4** Bewertungsanalyse
- 5** Analyse der Liquidität und des Aktienkurses
- 6** Anhang

1

Bewertung

Übersicht

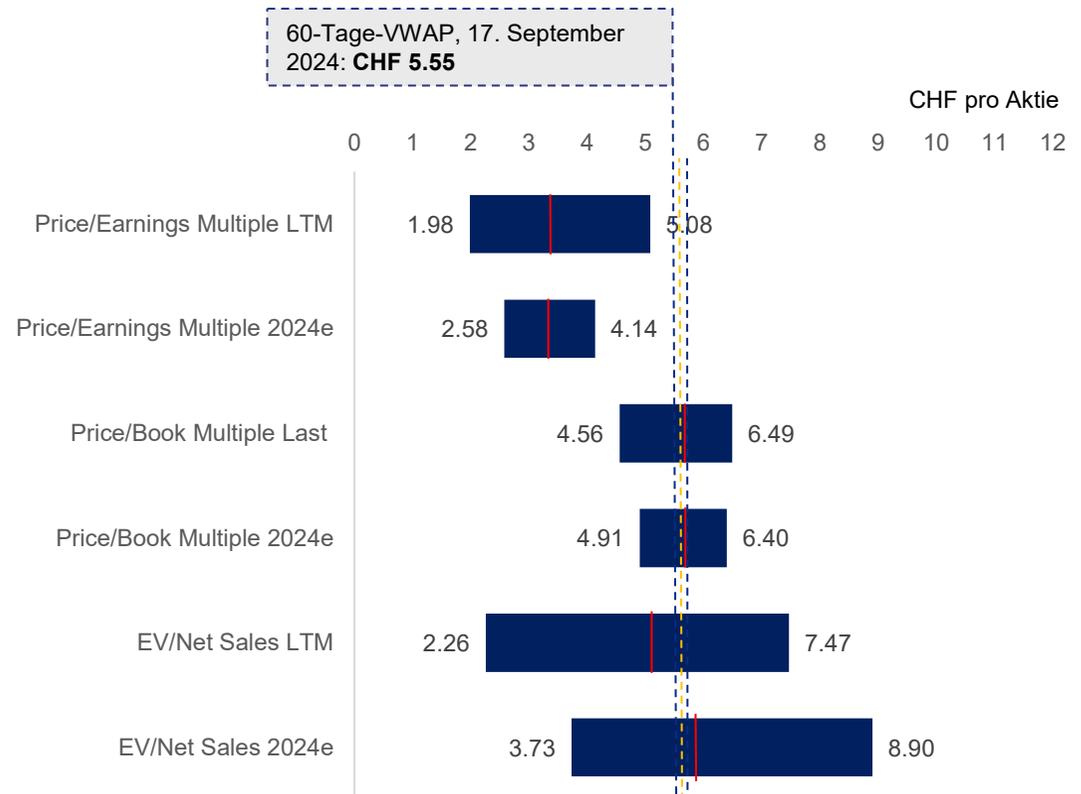
Preis je Aktie der ENR Russia Invest SA

Die Wertbandbreite je Aktie von ENR Russia Invest SA ("ENR" oder das "Unternehmen"), die für unsere Bewertung herangezogen wurde, wurde in erster Linie auf der Grundlage von *Trading Multiples* von Kurs/Buch, Kurs/Gewinn und EV/Nettoumsatz ausgewählter börsenkotierter Vergleichsunternehmen ermittelt. TCFG analysierte auch Transaktionsmultiplikatoren. Es wurden jedoch nicht genügend vergleichbare Transaktionen identifiziert, so dass diese Methode bei der Festlegung der Wertbandbreite nicht weiter berücksichtigt wird.

Die drei Kennzahlen bilden die Grundlage für die Bewertung des Preises je Aktie, da ENR eine Investmentholding ist und der Wert des Unternehmens hauptsächlich von der Bewertung des jeweiligen Immobilienvermögens in der Bilanz abhängt.

Wertbandbreite je ENR-Aktie zum 30. Juni 2024, basierend auf *Trading Multiples*

CHF 3.40 – CHF 5.90



60-Tage-VWAP, 17. September 2024: **CHF 5.55**

Schlusskurs, 17. September 2024: **CHF 5.55**

Transaktion offener Markt, 19. Sep. 2024 und 8. Okt. 2024: **CHF 5.60**

Aktienverkauf der Athris AG am 21. August 2024 an die Valartis AG: **CHF 5.59**

Bewertung

Auf der Grundlage unserer Analyse und Bewertung des Unternehmens fassen wir die folgenden Ergebnisse zusammen:

- Basierend auf dem Schlusskurs von CHF 5.55 am 17. September 2024, dem letzten Handelstag vor der Ankündigung des öffentlichen Kaufangebots, entspricht der Angebotspreis von CHF 5.60 einer Prämie von 0.9% gegenüber dem letzten Schlusskurs.
- Die per 30. Juni 2024 durchgeführte Bewertung auf der Basis von *Trading Multiples* wie Kurs/Buchwert, Kurs/Gewinn und EV/Nettoumsatz von börsenkotierten Vergleichsunternehmen ergab eine Wertbandbreite zwischen CHF 3.40 und CHF 5.90 pro Aktie, welche den Angebotspreis von CHF 5.60 beinhaltet.
- Die Valartis AG und die Athris AG haben am 21. August 2024 einen Vertrag abgeschlossen, in dem die Valartis AG 892'703 ENR-Aktien von der Athris AG zu CHF 5.59 pro Aktie erwarb. Damit erhöhte sich die gemeinsame Beteiligung der Valartis Group AG und der Valartis AG auf 97.90% des ausstehenden Aktienkapitals der ENR.
- Mit dem Abschluss weiterer Käufe auf dem freien Markt wurde die Beteiligung der Valartis AG und der Valartis Group AG auf 98.38% erhöht (2'532'566). Das öffentliche Kaufangebot erstreckt sich auf die verbleibenden 41'668 sich im Publikum befindenden Aktien der ENR, die 1.62% der insgesamt ausstehenden Aktien entsprechen (2'574'234). ENR hält 70'168 eigene Aktien. Die Anbieterin und die mit ihr gemeinsam handelnden Personen halten somit 2'602'734 Aktien, entsprechend 98.42% der ausgegeben Aktien (2'644'402).
- Da es sich bei ENR Russia Invest SA um eine Holdinggesellschaft mit begrenzter Geschäftstätigkeit handelt, haben wir keine *DCF*-Bewertung durchgeführt und keine operativen Multiplikatoren auf den Unternehmenswert wie EV/EBITDA und EV/EBIT berücksichtigt.

Basierend auf der Wertbandbreite von CHF 3.40 bis CHF 5.90 pro ENR-Aktie gemäss der *Trading Multiples* Bewertung sowie weiteren Erkenntnissen beurteilen wir das Angebot der Valartis AG vom 17. September 2024 in Höhe von CHF 5.60 pro ENR-Aktie als finanziell fair und angemessen.

Die Corporate Finance Gruppe AG



Philippe Tischhauser
Partner



Urs Huber
Partner

2

Situationsanalyse

Hintergrundinformationen zu Valartis AG und ENR Russia Invest SA

Hintergrundinformationen

Die Valartis AG ("Valartis"), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der börsenkotierten Valartis Group AG ("Valartis Group"), ist ein Schweizer Unternehmen, das sich auf Geschäftsaktivitäten in den Bereichen Finanzdienstleistungen, Immobilienprojektmanagement und Investitionen spezialisiert hat.

ENR Russia Invest AG ("ENR") ist eine an der SIX Swiss Exchange kotierte Investmentgesellschaft. Seit 1996 investiert ENR in Private Equity, Immobilien, börsenkotierte Aktien und festverzinsliche Instrumente von Unternehmen in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten ("Commonwealth of Independent States").

Im Juli 2017 erwarb ENR eine Beteiligung von 50% am Turgenevskaya-Parkhaus am Turgenevskaya-Platz am Boulevard-Ring im zentralen Geschäftsviertel von Moskau, Russland.

ENR erwarb über eine hundertprozentige Tochtergesellschaft eine Beteiligung von 50% an einem 27.4 Hektar grossen Gewächshaus und einer technischen Anlage für den Blumenanbau in der Oblast Kaluga in Russland. ENR hat sich mit einer in Russland ansässigen Investmentgruppe zusammengetan, welche die restlichen 50% der Anteile hält.

Im Oktober 2014 erwarb ENR das Bürozentrum Petrovsky Fort in St. Petersburg, Russland ("Petrovsky Fort"). Das Petrovsky Fort ist ein hochwertiges Bürozentrum mit einer Gesamtfläche von 47'600 m², welches sich im Zentrum von St. Petersburg in der Nähe des Ufers des Newa-Flusses befindet.

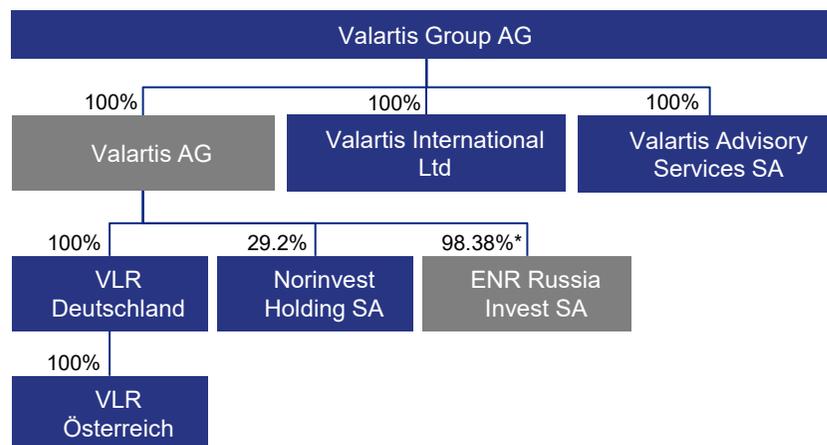
Alle Investitionen in das Private-Equity-Portfolio sind in Russland angesiedelt und unterliegen staatlichen Verkaufsbeschränkungen.

Darüber hinaus investiert die ENR in börsenkotierte Aktien von Unternehmen, die an der russischen Börse kotiert sind und einen mittelfristigen Anlagehorizont aufweisen. Überschüssige Barmittel investiert ENR in festverzinsliche Instrumente mit einem kurzen Anlagehorizont.

Am 21. August 2024 verkaufte Valartis ihre Beteiligung an der Athris AG, einer an der BX Swiss kotierten Investmentgesellschaft, und erhielt als Teilzahlung Aktien der ENR mit Sitz in Genf. Die Übernahme umfasste 34.68% aller Aktien der ENR, wobei die Valartis Group 97.90% der ausgegebenen Aktien der ENR hielt.

Valartis hat zwischen dem 22. August 2024 und dem 8. Oktober 2024 12'309 Aktien auf dem freien Markt gekauft. Die Valartis Group hält insgesamt 2'532'566 Aktien, was 98.38% der ausstehenden Aktien entspricht (2'574'234). ENR hält 70'168 eigene Aktien. Die Anbieterin und die mit ihr gemeinsam handelnden Personen halten somit 2'602'734 Aktien, entsprechend 98.42% der ausgegebenen Aktien (2'644'402).

Valartis beabsichtigt, die restlichen 41'668 ausstehenden Aktien, entsprechend 1.62% der Aktien von ENR zu erwerben. Der Verwaltungsrat von ENR muss sich dabei auf eine Fairness Opinion stützen, um die Angemessenheit des Kaufangebots zu beurteilen, welches den Aktionären unterbreitet wird. Für das Erstellen der Fairness Opinion wurde ein professioneller Corporate Finance-Berater mandatiert.



* Valartis AG und Valartis Group AG kombiniert

Auftrag an The Corporate Finance Group AG

Zuweisung

Am 9. September 2024 wurde The Corporate Finance Group AG ("TCFG") vom Verwaltungsrat der ENR Russia Invest AG ("ENR") beauftragt, eine Stellungnahme zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Übernahmeangebots der Valartis aus Sicht der Publikumsaktionäre der ENR abzugeben ("Fairness Opinion").

Die Fairness Opinion ist an den Verwaltungsrat der ENR gerichtet und in Übereinstimmung mit der Verordnung der Schweizerischen Übernahmekommission ("UEK") Teil des Berichts zum Übernahmeangebot des Verwaltungsrats an die Aktionäre.

Diese Fairness Opinion darf in ihrer Gesamtheit im Zusammenhang mit dem Angebot veröffentlicht, den Interessenten vorgelegt und im Angebotsprospekt erwähnt werden. Eine Verwendung für andere Zwecke ist nicht gestattet.

Der Bewertungsgegenstand der Fairness Opinion ist ENR. Die Bewertung erfolgt per 30. Juni 2024 ("Bewertungsdatum"). Die Fairness Opinion stellt weder eine Empfehlung an die Aktionäre der ENR dar, das Angebot der Valartis anzunehmen oder abzulehnen, noch enthält sie eine Beurteilung der folgenden Punkte:

- Bedingungen des Übernahmeangebots
- Rechtliche und steuerliche Bewertung der Transaktionsstruktur
- Auswirkungen, die die Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebots auf die Aktionäre haben kann
- Zukünftiger Wert der ENR-Aktie

TCFG bestätigt, dass die Voraussetzungen der UEK¹ betreffend die besondere Eignung und die Unabhängigkeit erfüllt werden.

Diese Fairness Opinion basiert auf unserer Bewertung von Informationen und Dokumenten, die wir für den Zweck dieser Fairness Opinion als vollständig und richtig erachten. TCFG hat weder eine Prüfung noch eine Due Diligence bei ENR oder einer ihrer Investments durchgeführt.

Ferner gehen wir davon aus, dass die Unterlagen sowie die Zusicherungen des Managements nach Treu und Glauben erfolgten.

Die Verantwortung von TCFG beschränkt sich auf die sorgfältige und professionelle Analyse und Bewertung der zur Verfügung gestellten Informationen.

¹ <http://www.takeover.ch/transactions/document/id/2183>

3

Unternehmensprofil

ENR Geschäfts- und Investitionsbereiche

Geschäftsübersicht und Umsatzsegmentierung

ENR ist eine Investmentgesellschaft, die in Private Equity und Private Debt, Immobilien, börsenkotierte Aktien und festverzinsliche Instrumente von Unternehmen investiert, die in Russland tätig sind.

Das Private-Equity-Portfolio der ENR besteht aus den folgenden Vermögenswerten:

▪ Bürozentrum Petrovsky Fort

Petrovsky Fort ist ein Büro- und Einzelhandelszentrum der Klasse B+ in Sankt Petersburg in der Nähe des Ufers des Newa-Flusses. Es verfügt über neun Büroetagen (15'328 m² Mietfläche) und zwei Einzelhandelsetagen (5'815 m² Mietfläche), zwei Techniketagen, ein grosses zentrales Atrium und eine Tiefgarage mit 118 Stellplätzen (36 Stellplätze für Fahrzeuge sind oberirdisch). Der Gesamtleerstand konnte von 19.0% im Dezember 2022 auf 11.8% im Dezember 2023 gesenkt werden. Ab August 2024 sank die Leerstandsquote weiter auf 4%.

▪ Parkhaus Turgenevskaya

Das Parkhaus befindet sich in guter Lage im zentralen Geschäftsviertel von Moskau am Turgenevskaya-Platz am Boulevard-Ring. Es hat eine bebaute Bruttofläche von fast 10'000 m², mit oberirdischen und unterirdischen Parkplätzen auf sechs Ebenen. Die Parkplätze werden an Firmenkunden und Privatpersonen vermietet sowie stundenweise an andere Nutzer. In der näheren Umgebung befinden sich mehrere Geschäftszentren und Einzelhandelsgeschäfte und drei U-Bahn-Stationen sind bequem zu Fuss erreichbar.

▪ Kaluga Flower Holding LLC

ENR ist zu 50% an der LLC Kaluga Flower Holding beteiligt, die einen Gewächshauskomplex für den Blumenanbau in der Oblast Kaluga in Russland (135 km südwestlich von Moskau) besitzt ("Flower Growing Facility"). Die Flower Growing Facility ist technisch ausgereift und mit fünf eigenständigen Gewächshäusern ausgestattet. Jedes Gewächshaus verfügt über gasbetriebene Kombinationsgeneratoren und Heizsysteme, Wasseraufbereitung sowie Maschinen und Geräte für die Blumenzucht und -ernte.

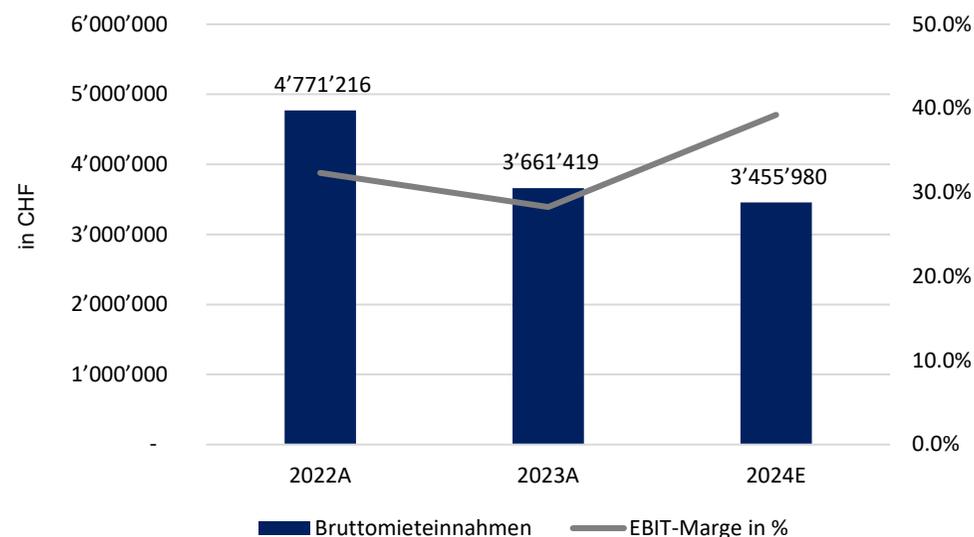
Darüber hinaus unterhält die ENR ein Handelsportfolio aus börsenkotierten Aktien und Anleihen. Der Marktwert per 30. Juni 2024 betrug CHF 485'000. Diese Vermögenswerte können jedoch nicht gehandelt werden, da sie sanktioniert sind.

Finanzielle Lage der ENR

Finanzielle Lage der ENR

Die Bewertung von ENR für diese Fairness Opinion basiert auf dem Zwischenabschluss für H1 2024 und dem Budget für 2024. Die Finanzdaten wurden mit dem Management von ENR besprochen. Die Mieteinnahmen werden in russischen Rubel ("**Rubel**") erzielt und die Berichtswährung ist in Schweizer Franken ("**CHF**"). Die Mieteinnahmen sind in den Jahren 2022 und 2023 leicht gestiegen und werden voraussichtlich im Jahr 2024 aufgrund niedrigerer Leerstandsdaten und inflationsbereinigter Mieten steigen. Da die Mieten in Russland jedoch nicht im Einklang mit der Inflation erhöht werden können, sanken die Mieteinnahmen (in CHF) aufgrund von Umrechnungseffekten von CHF 4.8 Mio. im Jahr 2022 auf CHF 3.7 Mio. im Jahr 2023 und werden voraussichtlich weiter auf CHF 3.5 Mio. im Jahr 2024 sinken.

Der Rückgang der Marge in den Jahren 2022 und 2023 war das Ergebnis niedrigerer Mietpreise während der COVID-Pandemie, die darauf abzielte, die Mieter zu halten. Ausserdem stieg die Leerstandsquote aufgrund der Wehrpflicht, welche Arbeitnehmer und Unternehmen dazu bewog, Büroräumlichkeiten aufzugeben. Die Situation normalisierte sich 2024, wobei heute die Gesamtleerstandsquote bei nur 4% liegt, was den Anstieg der Marge erklärt.



4

Bewertungsanalyse

Trading Multiples (1/2)

Bewertung auf Grundlage börsenkotierter Vergleichsunternehmen (*Trading Multiples*)

Bei diesem Bewertungsansatz werden Finanzkennzahlen (z.B. Kurs/Gewinn, Kurs/Buchwert und EV/Nettoumsatz) vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen verwendet. Der erste Schritt besteht darin, eine geeignete Gruppe vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen zu ermitteln. Die Vergleichsunternehmen von ENR sollten in Bezug auf Branche und Geschäftsmodell vergleichbar sein. Eine Liste der ausgewählten 60 Immobilieninvestmentgesellschaften (*Real Estate Investment Trusts* oder *REITs*), die ihren Sitz in Europa haben, bildet die Grundlage für diese Vergleichsunternehmen. Die Liste mit diesen Unternehmen, ihrem Standort und ihrem Anlageschwerpunkt befindet sich im Anhang.

Wie in der Tabelle ersichtlich, weisen die auf den Median-Multiplikatoren basierenden Werte pro Aktie von ENR eine Wertbandbreite von CHF 3.34 bis CHF 5.88 auf.

Die folgenden Punkte lassen sich zusammenfassen:

- Die Umsatzmultiplikatoren führen zu leicht höheren Werten, insbesondere für 2024e.
- Der abgeleitete Wertebereich des Aktienwerts auf der Grundlage der *Trading Multiples* Kurs/Gewinn ist der niedrigste.
- Die abgeleitete Wertbandbreite des Aktienwerts auf der Grundlage der *Trading Multiples* Kurs/Buchwert liegt im oberen Teil der Wertbandbreite, und für Immobilieninvestmentgesellschaften halten wir dies für die am besten geeignete Benchmarking-Methode, da sie den Buchwert pro Aktie mit dem Aktienkurs vergleicht und die Bedeutung der anlagenintensiven Bilanz für die Generierung künftiger Erträge berücksichtigt.

Trading Multiples	Market Cap	Price/Earnings		EV/Net Sales		P/Book	
	Current (in CHFM)	LTM	2024e	LTM	2024e	Last	2024e
Peer Median	859	14.1x	13.8x	12.3x	13.4x	0.8x	0.8x
1. Quartile		8.2x	10.7x	8.6x	10.5x	0.6x	0.7x
3. Quartile		21.1x	17.1x	15.5x	17.4x	0.9x	0.9x
./. Market and political risk discount		-37.9%	-37.9%	-37.9%	-37.9%	-37.9%	-37.9%
Adjusted median		8.7x	8.6x	7.6x	8.3x	0.5x	0.5x
./. Size discount		-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
Adjusted median		7.9x	7.7x	6.9x	7.5x	0.4x	0.4x
Adjusted median		7.9x	7.7x	6.9x	7.5x	0.4x	0.4x
Implied EV		19'439'927	19'306'375	23'713'527	25'837'702	25'164'840	25'258'727
Implied Equity Value		8'733'713	8'600'161	13'007'313	15'131'488	14'458'626	14'552'513
# of shares outstanding		2'574'234	2'574'234	2'574'234	2'574'234	2'574'234	2'574'234
Implied Price Per Share (in CHF)		3.39	3.34	5.05	5.88	5.62	5.65

Quelle: InfrontAnalytics, Damodaran, TCFG-Analyse

Trading Multiples (2/2)

Anpassung der beobachteten *Trading Multiples* auf der Grundlage von Aktienrisikoprämie und Grösse

- Die Vergleichsgruppe umfasst Unternehmen aus Westeuropa. Obwohl ENR in der Schweiz kotiert ist, investiert es in russische Vermögenswerte, die ein anderes Risikoprofil aufweisen und daher zu einer höheren Aktienrisikoprämie ("ERP") für Russland führen.
- Das ERP für Russland beträgt 11.18%, während das BIP-gewichtete ERP für Westeuropa 5.89% beträgt. Für das höhere ERP in Russland haben wir einen Abschlag von 37.9% berechnet. Der Abschlag wurde kalkuliert, indem die Eigenkapitalkosten in Westeuropa (wo die Vergleichsunternehmen kotiert sind) mit den Eigenkapitalkosten in Russland verglichen wurden. Als risikofreier Zinssatz für die Berechnung der Eigenkapitalkosten wurde die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen der Eurozone verwendet. Als Beta für die Berechnung der Eigenkapitalkosten wurde das gehebelte Beta für REITs nach Damodaran verwendet.
- Zu den länderspezifischen Risiken gehören unter anderem die Folgenden:
 - **Wirtschafts- und Wachstumsrisiken in Russland:** Jegliche wirtschaftliche Instabilität in Russland könnte sich nachteilig auf die Geschäftstätigkeit von ENR und die Wachstumsstrategien ihrer Investitionen und Unternehmen auswirken.
 - **Risiko der Abwertung des Rubels:** Im Jahr 2022 änderte sich aufgrund der Situation in der Ukraine und der darauf folgenden Sanktionen das operative Umfeld in Russland, insbesondere in Bezug auf Importe/Exporte, Währungsumrechnungen und Kapitalkontrollen. Aufgrund geringerer Exporteinnahmen und lokaler Inflationstendenzen kam es 2023 zu einer starken Abwertung des Rubels gegenüber den wichtigsten Währungen.
 - **Russisches Banken- und Finanzsystem:** Eine Bankenkrise könnte zu Liquiditätsengpässen bei den ENR-Portfoliounternehmen führen und sich negativ auf deren finanzielle Lage auswirken.
 - **Politische, soziale und regulatorische Risiken:** Russland ist mit politischer Instabilität konfrontiert, und politische Konflikte schaffen ein unsicheres Betriebsumfeld und ein erhöhtes Investitionsrisiko.
 - **Schwachstellen im Rechtssystem:** Zu den Schwächen des russischen Rechtssystems gehören in unterschiedlichem Masse Unstimmigkeiten zwischen Gesetzen, Präsidialdekretten, Erlassen sowie Regierungs- und Ministerialerlassen und Ministerialbeschlüssen, die zu widersprüchlichen lokalen, regionalen und föderalen Vorschriften und Regelungen führen.
- Darüber hinaus wurde aufgrund der wesentlich geringeren Grösse in Bezug auf die Marktkapitalisierung ein Grössenabschlag von 10% auf die Multiplikatoren angewandt. Der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe liegt bei CHF 859 Mio. und die Marktkapitalisierung von ENR beträgt rund CHF 15 Mio. per 17. September 2024.

Relevante Transaktionen

Jüngste Aktienkäufe der Valartis AG

Die Valartis AG und die Athris AG haben am 21. August 2024 einen Vertrag abgeschlossen, in dem die Valartis AG 892'703 ENR-Aktien der Athris AG zu CHF 5.59 pro Aktie erwarb. Damit erhöhte sich die gemeinsame Beteiligung der Valartis Group AG und der Valartis AG auf 97.9% des ausstehenden Aktienkapitals der ENR.

Die Valartis AG hat nach der OTC-Transaktion mit der Athris AG weitere Aktien auf dem freien Markt erworben:

- 8. Oktober 2024: 2'701 Aktien zu einem Preis von CHF 5.60 pro Aktie
- 9. September 2024: 3'000 Aktien zu einem Preis von CHF 5.55 pro Aktie
- 6. September 2024: 2'659 Aktien zu einem Preis von CHF 5.55 pro Aktie
- 5. September 2024: 1'000 Aktien zu einem Preis von CHF 5.55 pro Aktie
- 22. August 2024: 1'000 Aktien zu einem Preis von CHF 5.55 pro Aktie

Das Zielunternehmen hat eine Opting-out-Klausel in die Statuten aufgenommen. Bei dem öffentlichen Kaufangebot handelt es sich um ein freiwilliges Kaufangebot.

Die Mindestpreisregel ist auf freiwillige Kaufangebote nicht anwendbar. Die höchsten von Valartis in den letzten 12 Monaten bezahlten Preise sowie der 60-Tage-VWAP stellen keinen gesetzlichen Mindestangebotspreis dar.

Der Angebotspreis von CHF 5.60 pro ENR-Aktie würde jedoch die Mindestpreisregel erfüllen, da der Angebotspreis über dem 60-Tage-VWAP von CHF 5.55 und dem höchsten von Valartis in den letzten 12 Monaten vor der Voranmeldung bezahlten Preis (CHF 5.59) liegt.

Gemäss der Best-Price-Regel beträgt der von der Anbieterin mindestens anzubietende Preis CHF 5.60, da nach der Voranmeldung vom 18. September 2024 weitere Aktien auf dem freien Markt zu einem Preis von CHF 5.60 gekauft wurden.

Transaktionsmultiplikatoren

Bewertung auf der Grundlage abgeschlossener M&A-Transaktionen mit vergleichbaren Zielunternehmen (Transaktionsmultiplikatoren)

Für die Transaktionsmultiplikatoren werden Übernahmen von mit ENR vergleichbaren Zielen analysiert. Die wichtigsten Auswahlkriterien für die Ermittlung vergleichbarer Transaktionen sind wie folgt:

- Kontrolltransaktionen, bei denen mehr als 50% erworben werden
- Die Transaktion ist nicht älter als 5 Jahre, da sich die Multiplikatoren im Laufe der Zeit ändern
- Das Zielunternehmen ist in der gleichen Branche wie ENR tätig
- Die Finanzdaten wurden offengelegt, um die für die Bewertung erforderlichen Multiplikatoren berechnen zu können.

TCFG führte eine Suche nach ähnlichen Transaktionen durch, war jedoch nicht in der Lage, eine angemessene Anzahl von vergleichbaren Transaktionen zu finden, um diese Bewertungsmethode in die Definition der Wertbandbreite pro Aktie von ENR einzubeziehen.

5

Analyse der Liquidität und des Aktienkurses

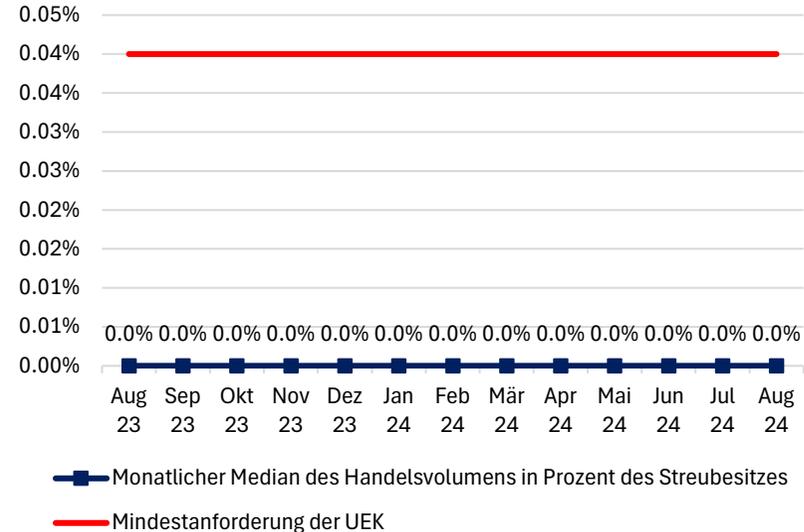
Analyse der Liquidität und des Aktienkurses

Liquiditätsanalyse ENR

Damit der Aktienkurs der Zielgesellschaft zur Beurteilung des Angebotspreises herangezogen werden kann, muss die Aktie liquide sein, d.h. ein ausreichendes Handelsvolumen aufweisen. Das UEK-Rundschreiben Nr. 2 definiert Liquidität wie folgt:

«Ein Beteiligungspapier, das nicht dem SLI angehört, gilt als liquide im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens eines Beteiligungspapiers in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorangegangenen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.»

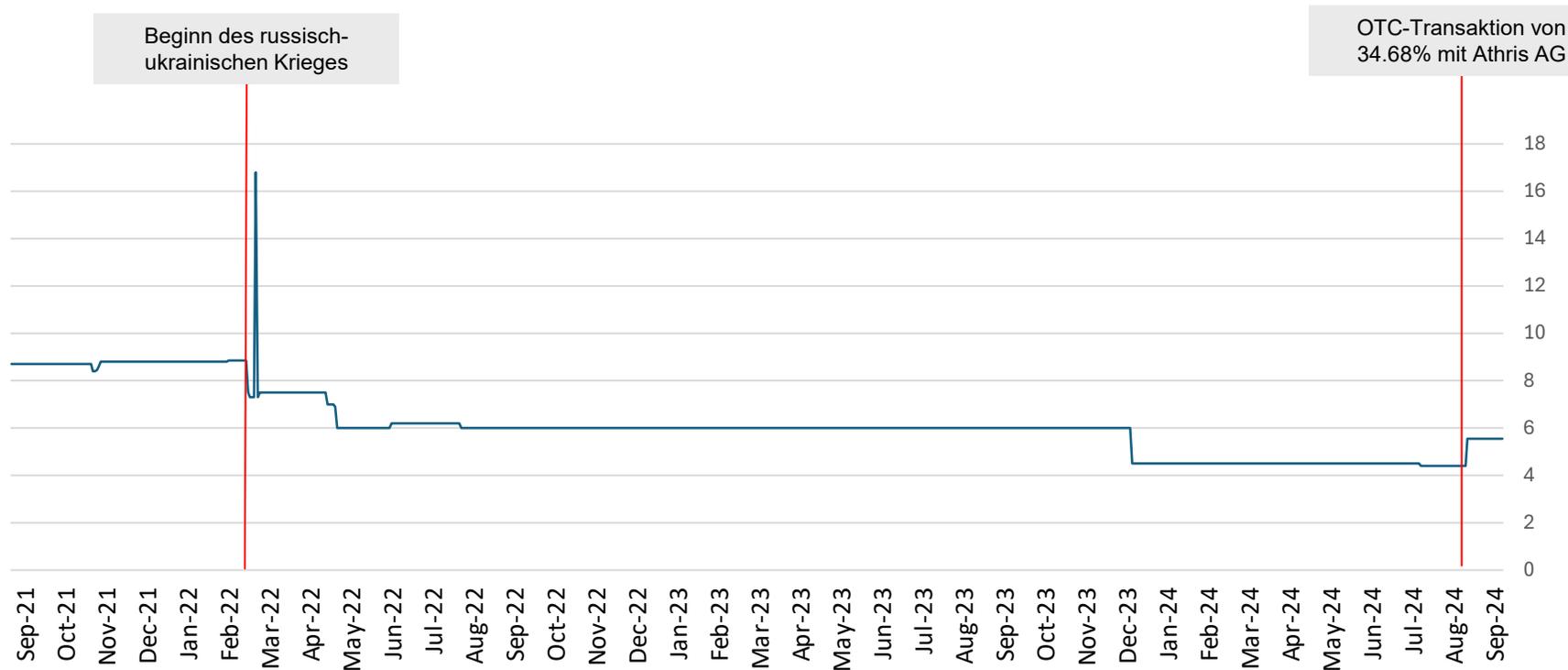
Die Aktien der ENR erfüllen nicht die Liquiditätskriterien, und der Aktienkurs kann nicht zur Bestimmung des fairen Angebotspreises herangezogen werden.



Analyse der Liquidität und des Aktienkurses

Analyse des Aktienkurses von ENR

- Die Aktien von ENR sind illiquide, aber der Aktienkurs wurde auch von den geopolitischen Risiken im Zusammenhang mit Russland und den entsprechenden Sanktionen, denen Russland von mehreren grossen Volkswirtschaften ausgesetzt ist, beeinflusst.
- Der Aktienkurs ist in den letzten 3 Jahren von CHF 8.70 auf CHF 4.55 gesunken. Der jüngste Anstieg ist auf die OTC-Transaktion mit der Athris AG zurückzuführen, die den Aktienkurs ansteigen liess. Der Durchschnittskurs der letzten 24 Monate lag bei CHF 5.48.
- Der volumengewichtete 60-Tage-Durchschnittskurs ("VWAP") vom 17. September 2024 beträgt CHF 5.55.



Quelle: S&P Capital IQ, TCFG-Analyse

6

Anhang

I. Liste ausgewählter börsenkotierter Vergleichsunternehmen

Liste ausgewählter börsenkotierter Vergleichsunternehmen (1/2)

Unternehmen	Land	Sub-Sektor	Marktkapitalisierung	Kurs/Gewinn		EV/Nettoumsatz		Kurs/Buch	
			in Mio. CHF	LTM	2024e	LTM	2024e	Last	2024e
AEDAS Homes, S.A.U.	Spanien	Industrie & Büro REITs	961	10.1x	10.1x	1.4x	1.3x	1.1x	1.1x
Aedifica	Belgien	Wohnimmobilien REITs	2'890	12.7x	13.4x	9.7x	16.2x	0.9x	0.9x
Altea SCA	Frankreich	Einzelhandel REITs	2'195	N/M	16.4x	N/A	2.4x	1.3x	N/A
Apax Global Alpha Ltd,	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	768	26.1x	5.3x	N/A	N/A	0.6x	N/A
Argan SA	Frankreich	Industrie & Büro REITs	1'843	20.8x	14.0x	20.8x	19.9x	1.0x	0.9x
Arima Real Estate SOCIMI SA	Spanien	Einzelhandel REITs	226	N/M	N/M	41.1x	24.8x	0.8x	N/A
Big Yellow Group PLC	Grossbritannien	Spezialität REITs	2'849	10.8x	22.9x	14.9x	14.4x	1.1x	1.0x
Bluefield Solar Income Fund Lt...	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	691	45.3x	6.0x	N/A	N/A	0.7x	0.8x
BriQ Properties R.E.I.C.	Griechenland	Industrie & Büro REITs	66	3.8x	N/A	8.3x	5.7x	0.7x	N/A
Care Property Invest	Belgien	Wohnimmobilien REITs	513	75.4x	14.4x	9.5x	15.6x	0.9x	0.9x
Cofinimmo SA	Belgien	Industrie & Büro REITs	2'376	N/M	10.4x	8.8x	15.2x	0.7x	0.7x
Covivio SA	Frankreich	Industrie & Büro REITs	5'691	N/M	12.6x	8.1x	20.1x	0.5x	0.7x
Derwent London plc	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	3'054	N/M	23.8x	20.8x	19.3x	0.8x	0.8x
Eurocommercial Properties NV	Niederlande	Einzelhandel REITs	1'233	35.4x	10.5x	7.5x	12.4x	0.7x	0.6x
Fonciere Inea	Frankreich	Industrie & Büro REITs	311	N/M	13.7x	12.3x	11.4x	0.6x	N/A
Gecina SA	Frankreich	Industrie & Büro REITs	7'530	N/M	16.4x	14.1x	20.7x	0.8x	0.8x
Great Portland Estates plc	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	1'610	N/M	67.8x	23.4x	24.2x	0.9x	0.7x
Hamborner REIT AG	Deutschland	Diversifiziert REITs	494	76.3x	49.7x	7.1x	12.3x	1.2x	0.9x
Hammerson plc	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	1'631	N/M	14.6x	16.2x	13.8x	0.6x	0.8x
Home Invest Belgium SA	Belgien	Wohnimmobilien REITs	363	N/M	16.9x	21.9x	21.1x	0.9x	N/A
Icade SA	Frankreich	Industrie & Büro REITs	1'760	N/M	6.8x	2.3x	3.7x	0.4x	0.4x
Immobiliare Grande Distribuzio...	Italien	Einzelhandel REITs	262	N/M	8.1x	5.1x	8.8x	0.3x	0.3x
Impact Healthcare REIT PLC	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	411	7.6x	11.2x	N/A	N/A	0.8x	N/A
Klepierre SA	Frankreich	Einzelhandel REITs	7'769	12.2x	11.6x	15.5x	15.0x	0.8x	1.0x
Land Securities Group PLC	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	5'550	N/M	13.6x	10.6x	13.4x	0.8x	0.8x
Lar Espana Real Estate SOCIMI ...	Spanien	Industrie & Büro REITs	647	18.8x	11.6x	12.0x	11.6x	0.8x	N/A
Leasinvest Real Estate SCA	Belgien	Industrie & Büro REITs	425	21.2x	11.7x	17.5x	9.5x	0.5x	0.5x
LondonMetric Property Plc	Grossbritannien	Diversifiziert REITs	4'625	35.4x	15.9x	34.8x	16.9x	1.1x	1.0x

Quelle: InfrontAnalytics

Liste ausgewählter börsenkotierter Vergleichsunternehmen (2/2)

Unternehmen	Land	Sub-Sektor	Marktkapitalisierung	Kurs/Gewinn		EV/Nettoumsatz		Kurs/Buch	
			in Mio. CHF	LTM	2024e	LTM	2024e	Last	2024e
MAS Plc	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	583	6.5x	N/A	14.4x	9.8x	0.6x	N/A
Mercialys SA	Frankreich	Einzelhandel REITs	1'084	19.5x	10.4x	13.3x	13.3x	1.3x	0.8x
Metrovacesa SA	Spanien	Einzelhandel REITs	1'199	N/M	39.3x	2.5x	2.3x	0.8x	0.8x
Millenium Hotels Real Estate I...	Spanien	Einzelhandel REITs	201	N/M	140.0x	14.7x	14.2x	0.4x	N/A
Montea SCA	Belgien	Industrie & Büro REITs	1'576	8.2x	17.5x	13.1x	20.3x	1.1x	1.0x
NSI N.V.	Niederlande	Diversifiziert REITs	376	N/M	10.7x	10.4x	10.3x	0.6x	0.6x
NewRiver REIT Plc	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	281	85.3x	10.8x	7.5x	9.4x	0.7x	N/A
Ovaro Kiinteistosijoitus Oyj	Finnland	Einzelhandel REITs	34	6.1x	30.7x	4.5x	6.9x	0.8x	N/A
PRS REIT Plc	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	6	0.1x	23.2x	N/A	N/A	0.0x	0.7x
Primary Health Properties PLC	Grossbritannien	Spezialität REITs	1'482	N/M	14.6x	N/A	N/A	1.0x	1.0x
Qrf Comm. VA	Belgien	Einzelhandel REITs	82	N/A	12.5x	N/A	17.4x	0.7x	N/A
Regional REIT Ltd.	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	229	N/M	2.7x	N/A	N/A	0.7x	N/A
Retail Estates NV	Belgien	Einzelhandel REITs	949	8.2x	10.6x	13.8x	13.1x	0.9x	0.8x
SEGRO plc	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	13'373	N/M	25.8x	23.3x	25.5x	1.1x	1.0x
Shurgard Self Storage SA	Luxemburg	Spezialität REITs	3'882	10.2x	24.8x	12.9x	12.3x	1.1x	1.1x
Societe Fonciere Lyonnaise SA	Frankreich	Industrial & Office REITs	2'649	N/M	23.6x	25.7x	24.9x	0.6x	N/A
Supermarket Income REIT Plc	Grossbritannien	Industrial & Office REITs	1'042	N/M	12.1x	N/A	N/A	0.8x	N/A
The British Land Company PLC	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	4'623	N/M	15.9x	11.2x	13.4x	0.8x	0.8x
Town Centre Securities PLC	Grossbritannien	Diversifiziert REITs	64	N/M	19.2x	1.6x	1.8x	0.4x	N/A
Triple Point Social Housing RE...	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	282	17.6x	10.8x	N/A	N/A	0.6x	N/A
Tritax EuroBox Plc	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	657	N/M	16.5x	N/A	N/A	0.9x	N/A
Unibail-Rodamco-Westfield	Frankreich	Einzelhandel REITs	9'890	N/M	7.7x	15.5x	12.4x	0.5x	0.7x
Urban Logistics REIT plc	Grossbritannien	Einzelhandel REITs	626	N/M	16.6x	N/A	N/A	0.8x	0.6x
Vastned Retail N.V.	Niederlande	Einzelhandel REITs	437	N/M	13.4x	16.0x	16.3x	0.6x	0.7x
Warehouse REIT PLC	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	411	10.9x	15.2x	N/A	N/A	0.7x	N/A
Warehouses De Pauw SCA	Belgien	Industrie & Büro REITs	5'251	16.5x	17.0x	13.1x	20.5x	1.2x	1.2x
Warehouses Estates Belgium S.C...	Belgien	Industrie & Büro REITs	125	15.4x	10.0x	12.6x	11.6x	0.8x	N/A
Wereldhave Belgium SCA	Belgien	Einzelhandel REITs	396	5.6x	10.0x	10.7x	10.7x	0.6x	N/A
Wereldhave N.V.	Niederlande	Einzelhandel REITs	603	8.1x	8.4x	9.7x	10.5x	0.5x	0.7x
Workspace Group PLC	Grossbritannien	Industrie & Büro REITs	1'366	N/M	18.0x	11.4x	16.1x	0.8x	0.8x
XIOR STUDENT HOUSING	Belgien	Einzelhandel REITs	1'391	19.5x	15.9x	12.2x	19.0x	1.0x	0.9x
alstria office REIT-AG	Deutschland	Industrie & Büro REITs	615	N/M	N/M	7.4x	15.2x	0.4x	0.4x

Quelle: InfrontAnalytics

II. Abkürzungsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft	M&A	Fusionen und Übernahmen (<i>Mergers and Acquisitions</i>)
BIP	Bruttoinlandprodukt	Rubel	Russischer Rubel
CHF	Schweizer Franken	Unternehmen	ENR Russia Invest SA
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (<i>Earnings before Interest and Taxes</i>)	TCFG	The Corporate Finance Group AG
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände (<i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)	UEK	Übernahmekommission der Schweiz
ENR	ENR Russia Invest SA	Valartis	Valartis AG
ERP	Aktienrisikoprämie	Valartis Group	Valartis Group AG
EV	Unternehmenswert (<i>Enterprise Value</i>)	VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs (<i>Volume Weighted Average Price</i>)
LLC	Limited Liability Company ("Gesellschaft mit beschränkter Haftung")		
LTM	Last 12 Months ("Letzte 12 Monate")		
Mio.	Million, Millionen		
Management	Management der ENR Russia Invest SA		