

# ENR Russia Invest SA



*Fairness opinion* pour le Conseil d'administration:  
9 octobre 2024



We make  
transactions happen.

# Table des matières

- 1** Appréciation
- 2** Analyse de situation
- 3** Profil de la société
- 4** Évaluation
- 5** Analyse de la liquidité et du cours de l'action
- 6** Annexe

# 1

## Appréciation

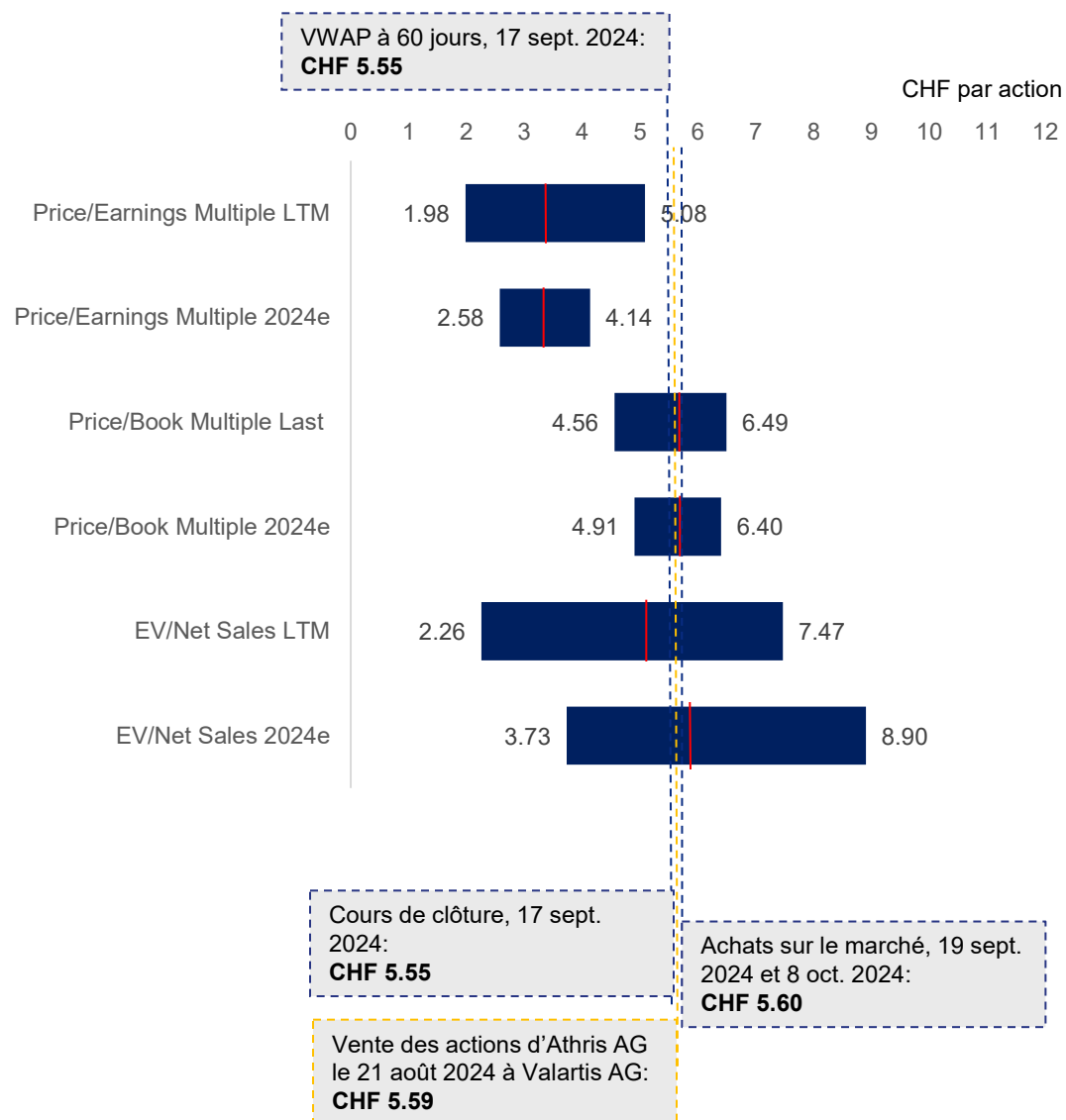
# Aperçu

## Prix par action d'ENR Russia Invest SA

La fourchette de valeurs par action d'ENR Russia Invest SA («ENR» ou «la Société»), utilisée pour notre appréciation, a principalement été déterminée sur la base des *trading multiples* des ratios cours/valeur comptable, cours/bénéfices et VE/CA net de sociétés cotées comparables sélectionnées. TCFG a également analysé les *transaction multiples*. Toutefois, il n'a pas été identifié suffisamment de transactions comparables, de sorte que cette méthode n'a pas été prise en compte plus avant dans la définition de la fourchette de valeurs.

Les trois ratios servent de base à l'évaluation du prix par action, ENR étant une société holding d'investissement, la valeur de la Société est principalement influencée par l'évaluation des actifs immobiliers correspondants telle qu'elle apparaît au bilan.

Fourchette de valeur par action ENR au 30 juin 2024, basée sur les *trading multiples*  
**CHF 3.40 – CHF 5.90**



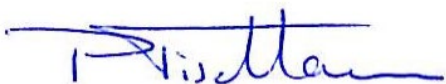
# Appréciation

Sur la base de notre analyse et de notre évaluation de la Société, nous résumons nos constatations comme suit:

- En se fondant sur le cours de clôture de CHF 5.55 le 17 septembre 2024, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce préalable de l'offre publique d'acquisition, le prix de l'offre de CHF 5.60 représente une prime de 0.9% par rapport au dernier cours de clôture.
- L'évaluation effectuée au 30 juin 2024, sur la base des *trading multiples*, y compris les cours/valeur comptable, cours/bénéfices et VE/CA net de sociétés cotées comparables, a abouti à une fourchette de valeur comprise entre CHF 3.40 et CHF 5.90 par action, qui couvre le prix de l'offre de CHF 5.60.
- Le 21 août 2024, Valartis AG et Athris AG ont conclu un accord en vertu duquel Valartis AG acquiert 892'703 actions ENR d'Athris AG à CHF 5.59 par action. En conséquence, la participation commune de Valartis Group AG et Valartis AG a augmenté, pour atteindre 97.90% du capital-actions d'ENR.
- À la suite d'autres achats sur le marché, la participation de Valartis AG et de Valartis Group AG a été portée à 98.38% (2'532'566 actions). L'offre publique d'acquisition porte sur les 41'668 actions restantes d'ENR, qui représentent 1,62% du total des actions en circulation (2'574'234). ENR détient 70'168 actions propres. Ainsi, l'offrante et les personnes agissant de concert dans le cadre de l'offre détiennent 2'602'734 actions, ce qui représente 98.42% des actions émises (2'644'402).
- Sur la base du fait qu'ENR Russia Invest SA est une société holding à activités restreintes, nous n'avons pas procédé à l'évaluation DCF et n'avons pas pris en compte les multiples d'exploitation (*operating multiples*) de la valeur d'entreprise tels que VE/EBITDA et VE/EBIT.

**Sur la base de la fourchette de valeur comprise entre CHF 3.40 et CHF 5.90 par action ENR selon l'analyse des *trading multiples* ainsi que d'autres résultats, nous considérons l'offre de Valartis AG du 17 septembre 2024, à savoir CHF 5.60 par action ENR, comme appropriée et équitable d'un point de vue financier.**

## The Corporate Finance Group AG



**Philippe Tischhauser**  
Associé



**Urs Huber**  
Associé

# 2

## Analyse de situation

# Informations générales sur Valartis AG et ENR Russia Invest SA

## Contexte

Valartis AG («Valartis»), une filiale entièrement détenue par Valartis Group AG («Valartis Group»), est une société suisse spécialisée dans les activités commerciales touchant aux domaines des services financiers, de la gestion de projets immobiliers et des investissements.

ENR Russia Invest AG («ENR») est une société d'investissement cotée à la SIX Swiss Exchange. Depuis 1996, ENR investit dans le private equity, l'immobilier, les actions cotées et les titres de dette émis par des entreprises opérant dans les pays de la Communauté d'États indépendants.

En juillet 2017, ENR a acquis une participation de 50% dans le parking Turgenevskaya, au niveau de la place Turgenevskaya, sur l'anneau des boulevards, dans le quartier central des affaires de Moscou, en Russie.

ENR, par l'intermédiaire d'une filiale entièrement détenue, a acquis une participation de 50% dans des serres et installations d'ingénierie de 27,4 hectares destinées à la floriculture, situées dans l'Oblast de Kalouga, en Russie. ENR s'est associée à un groupe d'investissement basé en Russie, qui détient les 50% restants.

En octobre 2014, ENR a acquis le centre de bureaux de Petrovsky Fort à Saint-Pétersbourg en Russie («Petrovsky Fort»). Petrovsky Fort est un centre de bureaux de haute qualité, d'une surface totale de 47'600 m<sup>2</sup>, situé au centre de Saint-Pétersbourg, à proximité des quais du fleuve Neva.

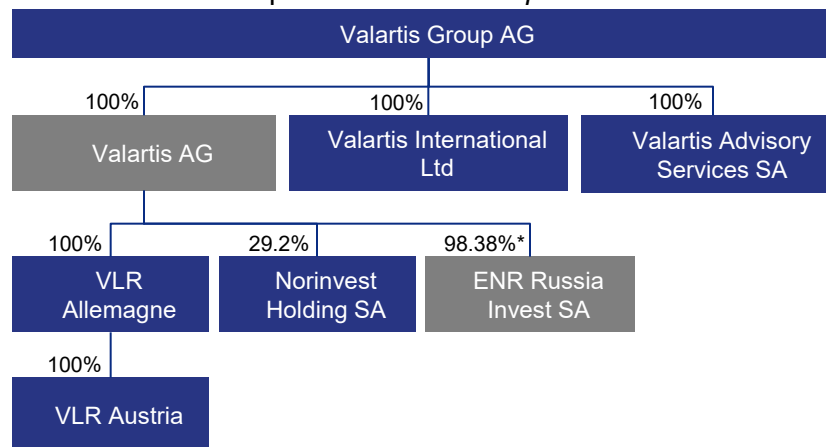
Tous les investissements dans le portefeuille de *private equity* sont domiciliés en Russie et sont soumis à des restrictions de vente gouvernementales.

En outre, ENR investit dans des actions de sociétés cotées à la bourse russe, avec un horizon d'investissement à moyen terme. Par ailleurs, ENR investit les excédents de trésorerie dans des instruments à revenu fixe, avec un horizon d'investissement à court terme.

Le 21 août 2024, Valartis a vendu sa participation dans Athris AG, une société d'investissement cotée à la BX Swiss, et a reçu des actions ENR, basée à Genève, à titre de paiement partiel. L'acquisition représentait 34,68% de toutes les actions ENR, Valartis Group détenant 97,90% des actions ENR émises.

Valartis a acheté 12'309 actions sur le marché entre le 22 août 2024 et le 8 octobre 2024. Valartis Group détient au total 2'532'566 actions, ce qui représente 98.38% des actions en circulation (2'574'234 actions). ENR détient 70'168 actions propres. Ainsi, l'offrante et les personnes agissant de concert dans le cadre de l'offre détiennent 2'602'734 actions, ce qui représente 98.42% des actions émises (2'644'402 actions).

Valartis a l'intention d'acquérir les 41'668 actions restantes, ce qui représente 1.62% d'actions d'ENR. Le Conseil d'administration d'ENR doit s'appuyer sur une *fairness opinion* afin d'évaluer l'adéquation de l'offre d'acquisition à soumettre aux actionnaires publics. Il a sollicité l'assistance d'un conseiller professionnel en Corporate Finance pour l'établissement de la présente *fairness opinion*.



# Mandat de The Corporate Finance Group AG

## Mandat

Le 9 septembre 2024, The Corporate Finance Group AG («TCFG») a été chargée par le Conseil d'administration d'ENR Russia Invest SA («ENR») d'émettre un avis sur l'adéquation financière de l'offre d'acquisition de Valartis du point de vue des actionnaires publics d'ENR («*Fairness opinion*»).

La *Fairness opinion* s'adresse au Conseil d'administration d'ENR et, conformément à l'Ordonnance de la Commission des OPA («COPA»), fait partie intégrante du rapport du Conseil d'administration aux actionnaires sur l'offre publique d'acquisition.

La présente *Fairness opinion* peut être publiée dans son intégralité dans le cadre de l'offre, remise aux personnes intéressées et mentionnée dans le prospectus d'offre. L'utilisation de la présente *Fairness opinion* à toute autre fin n'est pas autorisée.

ENR constitue l'objet de l'évaluation de la *Fairness opinion*. L'évaluation a été réalisée au 30 juin 2024 (la «Date d'évaluation»). La *Fairness opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'ENR d'accepter ou de refuser l'offre de Valartis; elle ne contient pas non plus d'appréciation des éléments suivants:

- Conditions de l'offre publique d'acquisition
- Appréciation juridique et fiscale de la structure de la transaction
- Effets que la décision d'accepter ou de rejeter l'offre pourraient avoir sur les actionnaires
- Valeur future de l'action ENR

TCFG confirme remplir les deux exigences de qualification particulière et d'indépendance, comme l'a confirmé la Commission des OPA (COPA) <sup>1</sup>.

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

La présente *Fairness opinion* est basée sur notre appréciation d'informations et de documents que nous avons jugés suffisamment complets et exacts aux fins de l'établissement de la présente *Fairness opinion*. TCFG n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence concernant ENR ou l'un de ses investissements.

Par ailleurs, nous avons présumé que les documents ont été préparés de bonne foi et que les assurances données par la Direction l'ont été au mieux de sa connaissance.

La responsabilité de TCFG se limite à une analyse méticuleuse et dans les règles de l'art ainsi qu'à une appréciation des informations mises à sa disposition.



# 3

## Profil de la société

# Domaines d'activité et d'investissement d'ENR

## Aperçu des activités commerciales et segmentation du chiffre d'affaires

ENR est une société d'investissement qui investit dans le *private equity* et la dette privée (*private debt*), l'immobilier, les actions cotées et les instruments à revenu fixe d'entreprises opérant en Russie.

Le portefeuille de private equity d'ENR se compose des actifs suivants:

### ▪ Centre de bureaux de Petrovsky Fort

Petrovsky Fort est un centre de bureaux et de commerces de classe B+ situé à Saint-Pétersbourg, à proximité des quais du fleuve Neva. Il comprend neuf étages de bureaux (15'328 m<sup>2</sup> d'espace à louer) et deux étages de commerces (5'815 m<sup>2</sup> d'espace à louer), deux étages techniques, un grand hall central ainsi qu'un parking souterrain pour 118 voitures (parking en surface pour 36 voitures). Le nombre total de places vacantes a pu être réduit de 19.0% en décembre 2022 à 11.8% en décembre 2023. En août 2024, le taux de vacance a encore reculé pour atteindre 4% dans l'ensemble.

### ▪ Parking Turgenevskaya

Le parking est bien situé dans le quartier central des affaires de Moscou, au niveau de la place Turgenevskaya, sur l'anneau des boulevards. Il dispose d'une surface brute bâtie de près de 10'000 m<sup>2</sup>, avec un parking en surface et six niveaux souterrains. Les places de parc sont louées à des clients commerciaux et à des particuliers, ainsi que sur une base horaire à d'autres usagers. Il existe plusieurs centres d'affaires et commerces dans les environs, avec trois stations de métro accessibles à pied.

### ▪ Kaluga Flower Holding LLC

ENR détient une participation de 50% dans LLC Kaluga Flower Holding, qui possède un complexe de serres destinées à la floriculture dans l'Oblast de Kalouga en Russie (135 km au sud-ouest de Moscou) («Installation de floriculture»). L'installation de floriculture est bien aménagée et équipée de cinq serres indépendantes. Chaque serre dispose de générateurs à gaz à cycle combiné et de systèmes de chauffage, de systèmes de traitement de l'eau et de machines et d'équipements de culture et de récolte des fleurs.

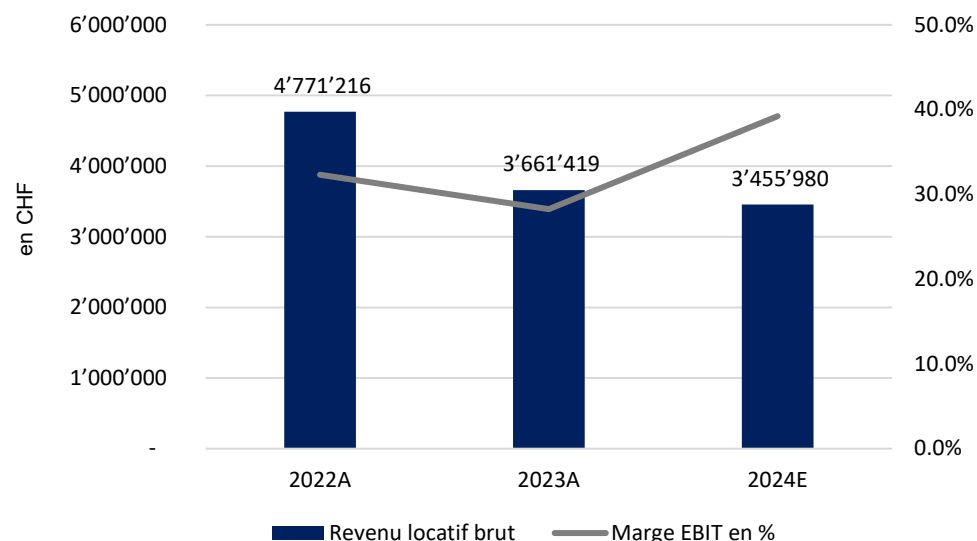
En outre, ENR gère un portefeuille d'actions et d'obligations cotées en bourse. La valeur réelle au 30 juin 2024 était de CHF 485'000. Toutefois, ces actifs ne peuvent pas être négociés car ils font l'objet de sanctions.

# Situation financière d'ENR

## Situation financière d'ENR

L'évaluation d'ENR dans le cadre de la présente *Fairness opinion* repose sur les comptes intermédiaire du 1<sup>er</sup> semestre 2024 et sur le budget pour 2024. Les données financières ont été discutées avec la direction d'ENR. Les revenus locatifs sont générés en rouble russe («Rouble») et dans la devise de présentation des comptes qui est le franc suisse («CHF»). Les revenus locatifs en Rouble ont légèrement augmenté en 2022 et 2023, et devraient encore augmenter en 2024 en raison de la baisse des taux de vacance et des loyers corrigés de l'inflation. Cependant, les loyers ne peuvent pas être augmentés en raison de l'inflation en Russie et, du fait des effets de change, le revenu locatif libellé en CHF a diminué de CHF 4,8 millions en 2022 à CHF 3,7 millions en 2023; il devrait encore baisser à CHF 3,5 millions en 2024.

La baisse de marge en 2022 et 2023 est due à la diminution des loyers durant la pandémie de COVID, visant à retenir les locataires. En outre, le taux de vacance a augmenté en raison du service militaire obligatoire, qui a causé le départ de nombreux travailleurs et a incité les entreprises à quitter les espaces de bureaux. La situation a commencé à se normaliser en 2024 et, à ce jour, le taux global de vacance n'est que de 4%, ce qui explique l'augmentation de la marge.



# 4

## Évaluation

# Trading multiples (1/2)

## Évaluation sur la base de sociétés cotées comparables (*trading multiples*)

Cette approche d'évaluation utilise des ratios financiers (p. ex. cours/valeur comptable, cours/bénéfices et VE/CA net) de sociétés cotées comparables. La première étape consiste à identifier le groupe approprié de sociétés cotées comparables. Les sociétés comparables d'ENR doivent être comparables en termes de secteur d'activité et de modèle d'affaires. La liste des 60 sociétés de placement immobilier (*Real Estate Investment Trusts* ou REITs) sélectionnées, dont le siège est en Europe, constitue la base de ces sociétés comparables. La liste de ces sociétés, leur localisation et leurs objets d'investissement figure en annexe.

Comme le montre le tableau ci-dessous, les valeurs par action d'ENR basées sur les multiples médians conduisent à une fourchette de valeur comprise entre CHF 3.34 et CHF 5.88.

On peut résumer les points suivants:

- Les multiples de chiffre d'affaires génèrent des valeurs légèrement plus élevées, surtout pour 2024e.
- La fourchette de valeur dérivée de la valeur de l'action sur la base des multiples cours/bénéfices est la plus basse.
- La fourchette de valeur dérivée de la valeur de l'action reposant sur les multiples de cours/valeur comptable se situe dans la partie supérieure de la fourchette de valeur; pour les sociétés de placement immobilier (REITs), nous considérons cette méthode de benchmarking comme la plus appropriée, car elle compare la valeur comptable par action au cours de l'action et tient compte de l'importance du bilan à forte capitalisation pour générer des revenus futurs.

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

## Trading multiples (2/2)

### Ajustement des *trading multiples* constatés sur la base de la prime de risque des actions et de la taille de la société

- Le groupe de sociétés comparables comprend des sociétés d'Europe occidentale. Bien qu'étant cotée en Suisse, ENR investit dans des actifs russes qui présentent un profil de risque différent et, par conséquent, se traduisent par une prime de risque lié aux actions plus élevée (*Equity Risk Premium* ou ERP) pour la Russie.
- L'ERP pour la Russie est de 11,18% alors que l'ERP pondéré par le PIB pour l'Europe occidentale est de 5,89%. Nous avons calculé une décote de 37,9% pour l'ERP supérieur en Russie. La décote a été calculée en comparant le coût des fonds propres en Europe occidentale (où les sociétés comparables sont cotées) avec le coût des fonds propres en Russie. Le taux sans risque utilisé pour calculer le coût des fonds propres correspond au rendement des obligations d'État à 10 ans de la zone euro. Le bêta utilisé pour calculer le coût des fonds propres était le bêta à effet de levier pour les REITs selon Damodaran.
- Les risques spécifiques à un pays incluent, sans s'y limiter, les risques suivants:
  - **Risques économiques et de croissance en Russie:** Toute instabilité économique en Russie pourrait avoir un impact négatif sur les activités d'ENR, ses investissements et les stratégies de croissance de ses entreprises.
  - **Risque de dépréciation du Rouble:** En 2022, en raison de la situation en Ukraine et des sanctions qui ont suivi, l'environnement opérationnel en Russie a changé, notamment en ce qui concerne les importations/exportations, les conversions de devises et le contrôle des capitaux. En 2023, le Rouble s'est fortement déprécié par rapport aux principales devises en raison de la baisse des recettes d'exportation et des tendances inflationnistes locales.
  - **Système bancaire et financier russe:** Une crise bancaire pourrait imposer des contraintes de liquidité aux sociétés du portefeuille d'ENR et nuire à leur situation financière.
  - **Risques politiques, sociaux et réglementaires:** La Russie est confrontée à une instabilité politique et les conflits politiques ont créé un environnement opérationnel incertain ainsi qu'un risque d'investissement accru.
  - **Faiblesse du système juridique:** Les faiblesses liées au système juridique russe comprennent, à des degrés divers, des incohérences entre les lois, les décrets présidentiels, les actes législatifs, les arrêtés et résolutions gouvernementaux et ministériels, qui engendrent des conflits entre les règles et réglementations locales, régionales et fédérales.
- En outre, en raison de la taille beaucoup plus réduite en termes de capitalisation boursière, une décote de 10% a été appliquée aux multiples. La capitalisation boursière médiane du groupe de sociétés comparables est de CHF 859 millions, tandis que la capitalisation boursière d'ENR est d'environ CHF 15 millions au 17 septembre 2024.

Source: S&P Capital IQ, Damodaran, rapport de gestion d'ENR Russia Invest SA, analyse de TCFG

# Transactions pertinentes

## Acquisitions récentes d'actions de Valartis AG

---

Le 21 août 2024, Valartis AG et Athris AG ont conclu un accord en vertu duquel Valartis AG acquiert 892'703 actions ENR d'Athris AG à CHF 5.59 par action. En conséquence, la participation commune de Valartis Group AG et Valartis AG a augmenté, pour atteindre 97.90% du capital-actions d'ENR.

Valartis AG a acheté d'autres actions sur le marché libre après la transaction de gré à gré (OTC) avec Athris AG:

- 8 octobre 2024: 2'701 actions au prix unitaire de CHF 5.60
- 9 septembre 2024: 3'000 actions au prix unitaire de CHF 5.55
- 6 septembre 2024: 2'659 actions au prix unitaire de CHF 5.55
- 5 septembre 2024: 1'000 actions au prix unitaire de CHF 5.55
- 22 août 2024: 1'000 actions au prix unitaire de CHF 5.55

La société visée a introduit une clause d'opting-out dans ses statuts et cette offre publique d'acquisition constitue une offre publique d'acquisition volontaire.

La règle du prix minimum ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition volontaires et les prix les plus élevés payés par Valartis au cours des 12 derniers mois ainsi que le VWAP à 60 jours ne constituent pas un prix de l'offre minimum au sens de la loi.

Cependant, le prix de l'offre de CHF 5.60 par action ENR satisferait à la règle du prix minimum, puisque le prix de l'offre est supérieur au VWAP à 60 jours de CHF 5.55 et au prix le plus élevé payé par Valartis au cours des 12 derniers mois (CHF 5.59) avant l'annonce préalable.

Selon la règle du meilleur prix (*Best Price Rule*), le prix minimum à offrir par l'offrant est de CHF 5.60, car après l'annonce préalable du 18 septembre 2024, d'autres actions ont été achetées sur le marché libre au prix de CHF 5.60.

# Transaction multiples

## Évaluation sur la base de transactions de fusion-acquisition (M&A) achevées avec des sociétés visées comparables (*transaction multiples*)

Concernant les *transaction multiples*, des acquisitions de sociétés visées comparables à ENR ont été analysées. Les principaux critères de sélection que nous avons retenus pour la sélection des transactions comparables sont les suivants:

- Transactions de contrôle lorsque plus de 50% des actions sont acquis
- La transaction ne date pas de plus de 5 ans, car les multiples évoluent avec le temps
- La société visée est active dans le même secteur qu'ENR
- Les données financières ont été communiquées afin de pouvoir calculer les multiples nécessaires à l'évaluation

TCFG a effectué une recherche de transactions similaires mais n'a pas trouvé un ensemble satisfaisant de transactions comparables pour intégrer cette méthode d'évaluation dans la définition de la fourchette de valeur par action d'ENR.



# 5

## Analyse de la liquidité et du cours de l'action

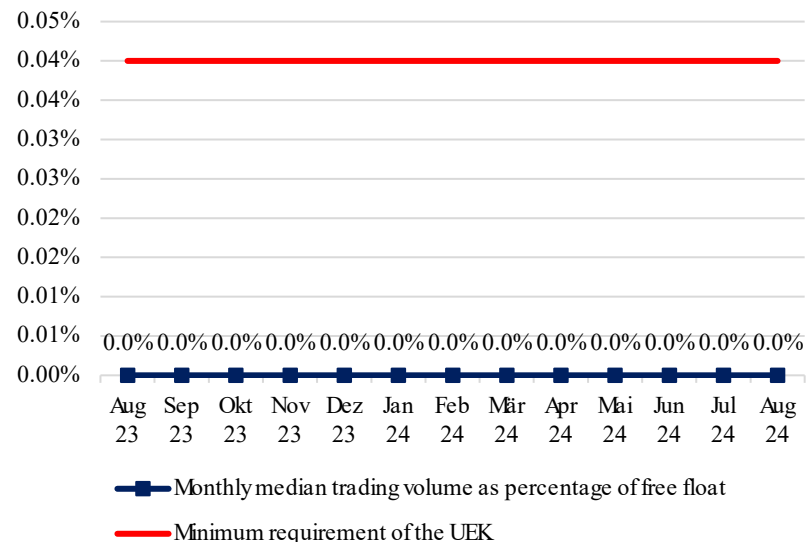
# Analyse de la liquidité et du cours de l'action

## Analyse de la liquidité d'ENR

Pour que le cours de l'action de la société visée puisse être utilisé aux fins de l'évaluation du prix de l'offre, l'action doit être liquide, c'est-à-dire avoir un volume de transactions suffisant. La circulaire COPA n°2 définit la liquidité comme suit:

*«Un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI est considéré comme liquide au sens de l'art. 42 al. 4 OIMF-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (free float).»*

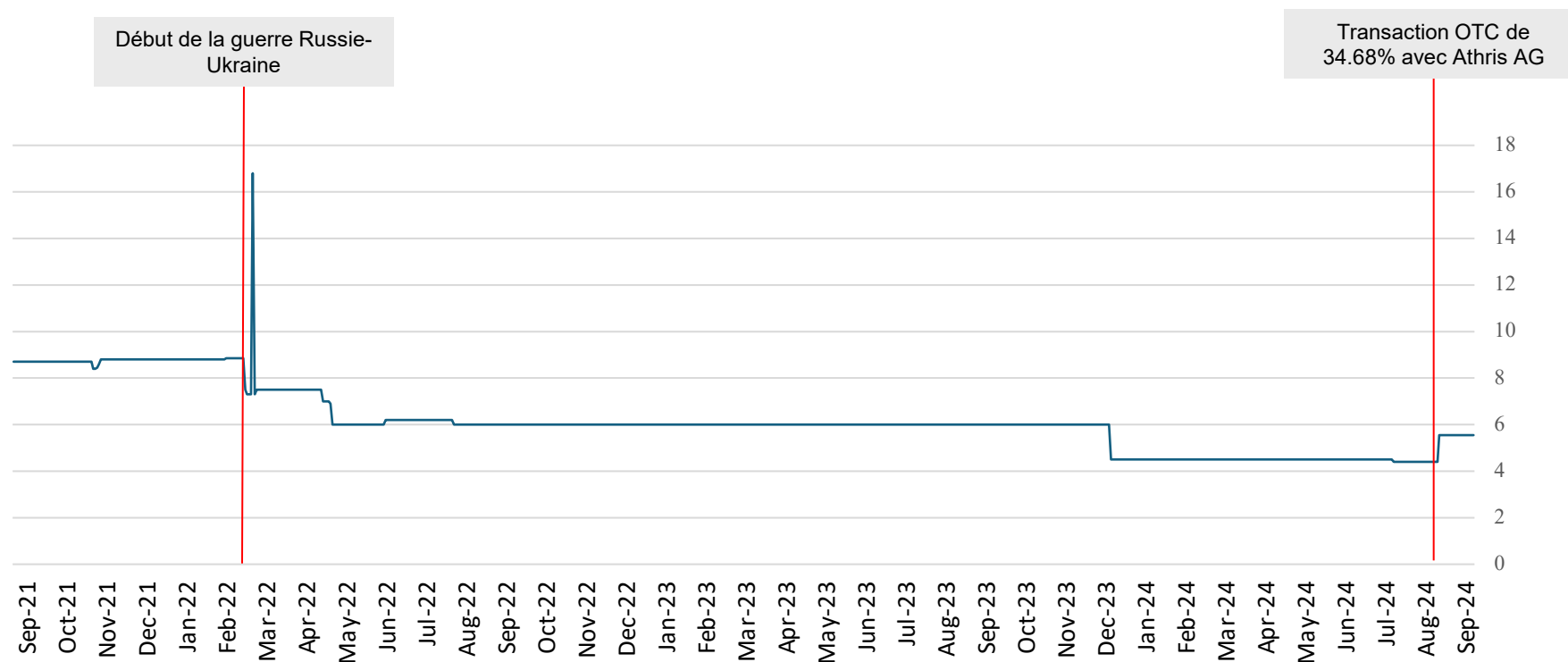
**Les actions d'ENR ne remplissent pas les critères de liquidité et le cours de l'action ne peut pas être utilisé pour déterminer le prix équitable de l'offre.**



# Analyse de la liquidité et du cours de l'action

## Analyse du cours de l'action ENR

- Les actions d'ENR sont illiquides, mais le cours de l'action a également été affecté par les risques géopolitiques associés à la Russie et les sanctions correspondantes imposées à la Russie par plusieurs grandes économies.
- Le cours de l'action est passé de CHF 8.70 à CHF 4.55 au cours des 3 dernières années. L'augmentation récente est due à la transaction de gré à gré (OTC) avec Athris AG, qui a fait monter le cours de l'action. Au cours des 24 derniers mois, le cours moyen a été de CHF 5.48.
- Le prix moyen pondéré par le volume (*Volume Weighted Average Price* ou VWAP) à 60 jours au 17 septembre 2024 est de CHF 5.55.



Source: S&P Capital IQ, analyse de TCFG

# 6

## Annexe

# **I. Liste des sociétés cotées comparables sélectionnées**

## Liste des sociétés cotées comparables sélectionnées (1/2)

Société	Pays	Sous-secteur	Capitalisation	Cours/bénéfice		VE/CA net		Cours/valeur comptable	
			En million CHF	LTM	2024e	LTM	2024e	Précédent	2024e
AEDAS Homes, S.A.U.	Espagne	REITs industriels et de bureaux	961	10.1x	10.1x	1.4x	1.3x	1.1x	1.1x
Aedifica	Belgique	REITs résidentiels	2'890	12.7x	13.4x	9.7x	16.2x	0.9x	0.9x
Altarea SCA	France	REITs commerciaux	2'195	N/M	16.4x	N/A	2.4x	1.3x	N/A
Apax Global Alpha Ltd,	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	768	26.1x	5.3x	N/A	N/A	0.6x	N/A
Argan SA	France	REITs industriels et de bureaux	1'843	20.8x	14.0x	20.8x	19.9x	1.0x	0.9x
Arima Real Estate SOCIMI SA	Espagne	REITs commerciaux	226	N/M	N/M	41.1x	24.8x	0.8x	N/A
Big Yellow Group PLC	Royaume-Uni	REITs spécialisés	2'849	10.8x	22.9x	14.9x	14.4x	1.1x	1.0x
Bluefield Solar Income Fund Lt...	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	691	45.3x	6.0x	N/A	N/A	0.7x	0.8x
BriQ Properties R.E.I.C.	Grèce	REITs industriels et de bureaux	66	3.8x	N/A	8.3x	5.7x	0.7x	N/A
Care Property Invest	Belgique	REITs résidentiels	513	75.4x	14.4x	9.5x	15.6x	0.9x	0.9x
Cofinimmo SA	Belgique	REITs industriels et de bureaux	2'376	N/M	10.4x	8.8x	15.2x	0.7x	0.7x
Covivio SA	France	REITs industriels et de bureaux	5'691	N/M	12.6x	8.1x	20.1x	0.5x	0.7x
Derwent London plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	3'054	N/M	23.8x	20.8x	19.3x	0.8x	0.8x
Eurocommercial Properties NV	Pays-Bas	REITs commerciaux	1'233	35.4x	10.5x	7.5x	12.4x	0.7x	0.6x
Fonciere Inea	France	REITs industriels et de bureaux	311	N/M	13.7x	12.3x	11.4x	0.6x	N/A
Gecina SA	France	REITs industriels et de bureaux	7'530	N/M	16.4x	14.1x	20.7x	0.8x	0.8x
Great Portland Estates plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	1'610	N/M	67.8x	23.4x	24.2x	0.9x	0.7x
Hamborner REIT AG	Allemagne	REITs diversifiés	494	76.3x	49.7x	7.1x	12.3x	1.2x	0.9x
Hammerson plc	Royaume-Uni	REITs commerciaux	1'631	N/M	14.6x	16.2x	13.8x	0.6x	0.8x
Home Invest Belgium SA	Belgique	REITs résidentiels	363	N/M	16.9x	21.9x	21.1x	0.9x	N/A
Icade SA	France	REITs industriels et de bureaux	1'760	N/M	6.8x	2.3x	3.7x	0.4x	0.4x
Immobiliare Grande Distribuzio...	Italie	REITs commerciaux	262	N/M	8.1x	5.1x	8.8x	0.3x	0.3x
Impact Healthcare REIT PLC	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	411	7.6x	11.2x	N/A	N/A	0.8x	N/A
Klepierre SA	France	REITs commerciaux	7'769	12.2x	11.6x	15.5x	15.0x	0.8x	1.0x
Land Securities Group PLC	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	5'550	N/M	13.6x	10.6x	13.4x	0.8x	0.8x
Lar Espana Real Estate SOCIMI ...	Espagne	REITs industriels et de bureaux	647	18.8x	11.6x	12.0x	11.6x	0.8x	N/A
Leasinvest Real Estate SCA	Belgique	REITs industriels et de bureaux	425	21.2x	11.7x	17.5x	9.5x	0.5x	0.5x
LondonMetric Property Plc	Royaume-Uni	REITs diversifiés	4'625	35.4x	15.9x	34.8x	16.9x	1.1x	1.0x

Source: InfrontAnalytics

## Liste des sociétés cotées comparables sélectionnées (2/2)

Société	Pays	Sous-secteur	Capitalisation	Cours/bénéfice		VE/CA net		Cours/valeur comptable	
			En million CHF	LTM	2024e	LTM	2024e	Précédent	2024e
MAS Plc	Royaume-Uni	REITs commerciaux	583	6.5x	N/A	14.4x	9.8x	0.6x	N/A
Mercialys SA	France	REITs commerciaux	1'084	19.5x	10.4x	13.3x	13.3x	1.3x	0.8x
Metrovacesa SA	Espagne	REITs commerciaux	1'199	N/M	39.3x	2.5x	2.3x	0.8x	0.8x
Millenium Hotels Real Estate I...	Espagne	REITs commerciaux	201	N/M	140.0x	14.7x	14.2x	0.4x	N/A
Montea SCA	Belgique	REITs industriels et de bureaux	1'576	8.2x	17.5x	13.1x	20.3x	1.1x	1.0x
NSI N.V.	Pays-Bas	REITs diversifiés	376	N/M	10.7x	10.4x	10.3x	0.6x	0.6x
NewRiver REIT Plc	Royaume-Uni	REITs commerciaux	281	85.3x	10.8x	7.5x	9.4x	0.7x	N/A
Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj	Finlande	REITs commerciaux	34	6.1x	30.7x	4.5x	6.9x	0.8x	N/A
PRS REIT Plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	6	0.1x	23.2x	N/A	N/A	0.0x	0.7x
Primary Health Properties PLC	Royaume-Uni	REITs spécialisés	1'482	N/M	14.6x	N/A	N/A	1.0x	1.0x
Qrf Comm. VA	Belgique	REITs commerciaux	82	N/A	12.5x	N/A	17.4x	0.7x	N/A
Regional REIT Ltd.	Royaume-Uni	REITs commerciaux	229	N/M	2.7x	N/A	N/A	0.7x	N/A
Retail Estates NV	Belgique	REITs commerciaux	949	8.2x	10.6x	13.8x	13.1x	0.9x	0.8x
SEGRO plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	13'373	N/M	25.8x	23.3x	25.5x	1.1x	1.0x
Shurgard Self Storage SA	Luxembourg	REITs spécialisés	3'882	10.2x	24.8x	12.9x	12.3x	1.1x	1.1x
Societe Fonciere Lyonnaise SA	France	REITs industriels et de bureaux	2'649	N/M	23.6x	25.7x	24.9x	0.6x	N/A
Supermarket Income REIT Plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	1'042	N/M	12.1x	N/A	N/A	0.8x	N/A
The British Land Company PLC	Royaume-Uni	REITs commerciaux	4'623	N/M	15.9x	11.2x	13.4x	0.8x	0.8x
Town Centre Securities PLC	Royaume-Uni	REITs diversifiés	64	N/M	19.2x	1.6x	1.8x	0.4x	N/A
Triple Point Social Housing RE...	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	282	17.6x	10.8x	N/A	N/A	0.6x	N/A
Tritax EuroBox Plc	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	657	N/M	16.5x	N/A	N/A	0.9x	N/A
Unibail-Rodamco-Westfield	France	REITs commerciaux	9'890	N/M	7.7x	15.5x	12.4x	0.5x	0.7x
Urban Logistics REIT plc	Royaume-Uni	REITs commerciaux	626	N/M	16.6x	N/A	N/A	0.8x	0.6x
Vastned Retail N.V.	Pays-Bas	REITs commerciaux	437	N/M	13.4x	16.0x	16.3x	0.6x	0.7x
Warehouse REIT PLC	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	411	10.9x	15.2x	N/A	N/A	0.7x	N/A
Warehouses De Pauw SCA	Belgique	REITs industriels et de bureaux	5'251	16.5x	17.0x	13.1x	20.5x	1.2x	1.2x
Warehouses Estates Belgium S.C...	Belgique	REITs industriels et de bureaux	125	15.4x	10.0x	12.6x	11.6x	0.8x	N/A
Wereldhave Belgium SCA	Belgique	REITs commerciaux	396	5.6x	10.0x	10.7x	10.7x	0.6x	N/A
Wereldhave N.V.	Pays-Bas	REITs commerciaux	603	8.1x	8.4x	9.7x	10.5x	0.5x	0.7x
Workspace Group PLC	Royaume-Uni	REITs industriels et de bureaux	1'366	N/M	18.0x	11.4x	16.1x	0.8x	0.8x
XIOR STUDENT HOUSING	Belgique	REITs commerciaux	1'391	19.5x	15.9x	12.2x	19.0x	1.0x	0.9x
alstria office REIT-AG	Allemagne	REITs industriels et de bureaux	615	N/M	N/M	7.4x	15.2x	0.4x	0.4x

Source: InfrontAnalytics

## **II. Liste des abréviations**



## Liste des abréviations

<b>AG</b>	Aktiengesellschaft (société anonyme)	<b>LTM</b>	Last Twelve Months (douze derniers mois)
<b>CA</b>	Chiffre d'affaires	<b>M&amp;A</b>	Mergers & Acquisitions (fusions & acquisitions)
<b>COPA</b>	Commission des OPA	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>CHF</b>	Franc suisse	<b>Rouble</b>	Rouble russe
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow (actualisation des flux de trésorerie)	<b>SA</b>	Société anonyme
<b>Direction</b>	Direction d'ENR Russia Invest SA	<b>TCFG</b>	The Corporate Finance Group AG
<b>EBIT</b>	Earnings Before Interest and Taxes (bénéfice avant intérêts et impôts)	<b>Valartis</b>	Valartis AG
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements)	<b>Valartis Group</b>	Valartis Group AG
<b>ENR</b>	ENR Russia Invest SA	<b>VE</b>	Valeur d'entreprise
<b>ERP</b>	Equity Risk Premium (prime de risque)	<b>VWAP</b>	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré par le volume)
<b>La société</b>	ENR Russia Invest SA		
<b>LLC</b>	Limited Liability Company (société à responsabilité limitée)		