



Oaklins

# Fairness Opinion Spice Private Equity AG

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des geplanten öffentlichen Kaufangebots von GP Swiss AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Spice Private Equity AG.

ZÜRICH, 27. JUNI 2022

## Sehr geehrte Damen und Herren

Die unabhängigen Mitglieder des Verwaltungsrats der Spice Private Equity AG («Spice» oder «Spice PE») haben Oaklins Binder AG («Oaklins» oder «wir») mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, in deren Rahmen die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots von GP Swiss AG für die sich im Publikum befindlichen Aktien von Spice Private Equity AG beurteilt wird.

Adressat dieser Fairness Opinion ist ausschliesslich der Verwaltungsrat von Spice PE, welcher sich in seiner Stellungnahme zur Beurteilung des oben erwähnten Angebots darauf beziehen wird. Sie darf als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Personen zugänglich gemacht werden. Eine Verwendung zu einem anderen Zweck als der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots ist ausgeschlossen. Die Fairness Opinion stellt insbesondere keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre bezüglich der Annahme oder Ablehnung des Angebots dar.

Oaklins hat diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance Berater erstellt und erhält für diese Dienstleistung ein angemessenes Honorar. Oaklins hat keine Entschädigung erhalten bzw. wird keine Entschädigung erhalten, die von den Aussagen im Bericht oder dem Abschluss der Transaktion abhängt. Oaklins bestätigt, im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV als Sachverständiger für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt sowie unabhängig vom Anbieter, der Zielgesellschaft sowie mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen zu sein.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Oaklins die Korrektheit und Vollständigkeit der von Spice PE bereitgestellten Informationen vorausgesetzt. Der Verwaltungsrat hat bestätigt, dass ihm keine Tatsachen oder Gegebenheiten bekannt sind, welche die bereitgestellten Informationen irreführend, ungenau oder unvollständig machen würden. Die Verantwortung von Oaklins beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen sowie auf die professionelle Durchführung der Wertüberlegungen.



**DR. JÜRG STUCKER, CFA**

Partner

[j.stucker@ch.oaklins.com](mailto:j.stucker@ch.oaklins.com)

T: +41 44 268 45 30



**DR. DANIEL SPRING, CFA**

Director, Head of Valuations

[d.spring@ch.oaklins.com](mailto:d.spring@ch.oaklins.com)

T: +41 31 326 18 17

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung .....</b>	<b>4</b>
Ausgangslage .....	4
Unser Mandat.....	5
Bewertungsgrundsätze.....	5
Informationsgrundlage und Quellen.....	5
<b>Unternehmensübersicht.....</b>	<b>6</b>
Unternehmensprofil .....	6
Anlageportfolio .....	6
Ausgewiesener Net Asset Value (NAV).....	8
Anzahl ausstehender Aktien und Aktienrückkaufprogramme.....	8
Aktienkurs- und Liquiditätsanalyse .....	9
NAV-Abschlag .....	11
<b>Bewertungsmethoden .....</b>	<b>12</b>
Allgemeines Bewertungsvorgehen.....	12
Adjusted Net Asset Value (ANAV) .....	13
Methoden zur Bewertung einzelner Vermögenswerte .....	13
<b>Adjusted Net Asset Value .....</b>	<b>14</b>
Berechnung des Adjusted Net Asset Values (ANAV) .....	14
Bravo Brio .....	15
G2D Investments.....	18
Insole.....	19
Argo Brazil .....	20
Legacy-Portfolio.....	21
Flüssige Mittel .....	22
Andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten.....	22
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten .....	22
Illiquiditätsabschlag .....	23
<b>Analyse vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen .....</b>	<b>24</b>
NAV-Abschläge von vergleichbaren Unternehmen .....	24
NAV-Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen .....	26
Übernahmeprämien.....	27
Schlussfolgerung nach Analyse vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen .....	27
<b>Beurteilung der Alternativen für die Publikumsaktionäre .....</b>	<b>28</b>
Aktienverkauf über die Börse .....	28
Ablehnung des Angebots .....	28
Liquidation .....	28
<b>Fazit .....</b>	<b>29</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>31</b>
Abkürzungsverzeichnis.....	32
Aktionärsstruktur .....	33
Kapitalkosten (WACC).....	34
Details zur Bewertung: Bravo Brio .....	37
Details zur Bewertung: G2D Investments.....	43
Details zur Bewertung: Insole .....	44
Details zur Bewertung: Argo Brazil .....	45



# Einführung

## AUSGANGSLAGE

- Spice Private Equity AG («Spice PE») ist ein an der SIX kotiertes Investmentunternehmen mit Schwerpunkt auf globale Private-Equity-Investitionen. Ende Mai 2022 verfügte das Unternehmen über vier grosse Direktinvestitionen in den USA und Brasilien sowie über ein Portfolio älterer Fund of Funds-Beteiligungen.
- Die Anlagen werden von GP Advisors (Bermuda) Ltd. verwaltet, einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft von GP Investments Ltd. («GP» oder «GP Investments»), bei der es sich um ein börsenkotiertes Unternehmen für alternative Anlagen handelt, welches gleichzeitig der Hauptaktionär von Spice PE ist.
- Der Firmensitz von Spice PE befindet sich in Zug, Schweiz. Das Unternehmen beschäftigt keine Mitarbeitenden, da sämtliche Verwaltungs- und Managementarbeiten ausgelagert wurden.
- Spice PE ist an der SIX Swiss Exchange mit der Valorennummer 915.331, der ISIN CH0009153310 und dem Ticker-Symbol SPCE kotiert. Per 31. Mai 2022 verfügte das Unternehmen über 5'360'617 voll liberierte Namenaktien. Basierend auf dem Schlusskurs von USD 15.10 am selben Tag beläuft sich die Marktkapitalisierung auf rund USD 81 Mio. Die Aktie ist gemäss der Definition des Schweizer Übernahmerechts illiquide.
- Über ihre Tochtergesellschaften GP Swiss AG und GP Cash Management Ltd. ist GP Investments Mehrheitsaktionär mit einem Anteil von ca. 73%. Kein anderer Aktionär besitzt mehr als 5% der Aktien des Unternehmens.
- Am 2. Juni 2022 hat die GP Swiss AG ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien von Spice PE angekündigt. Der Angebotspreis für jede Aktie beläuft sich auf USD 16.25 netto in bar.
- Gemäss Art. 132 FinfraG ist der Verwaltungsrat («VR») der Zielgesellschaft im Falle eines öffentlichen Übernahmeangebots verpflichtet, den Aktionären einen Bericht vorzulegen, in welchem er seine Position in Bezug auf das Angebot darlegt («Verwaltungsratsbericht»). Um seine Einschätzung zu unterstützen, kann der VR eine unabhängige Fairness Opinion von einem externen Anbieter in Auftrag geben.
- Der Verwaltungsrat von Spice PE besteht aus fünf Mitgliedern, wovon drei unabhängig von GP Investments sind. Die beiden anderen vertreten den Mehrheitsaktionär und Anbieter. Die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder haben beschlossen, eine Fairness Opinion in Auftrag zu geben, um ihre Empfehlung im Verwaltungsratsbericht darauf stützen zu können.

## UNSER MANDAT

- Der Verwaltungsrat von Spice PE hat Oaklins damit beauftragt, eine Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots zu erstellen.
- Die Fairness Opinion ist ausschliesslich zur Verwendung durch den Verwaltungsrat als Bestandteil des Verwaltungsratsberichts bestimmt. Die Fairness Opinion kann zur Publikation in Verbindung mit sowie als Bestandteil des Verwaltungsratsberichts verwendet werden. Sie kann auch im Angebotsprospekt des Anbieters erwähnt werden.
- Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Spice PE bezüglich der Annahme oder Ablehnung des Angebots dar. Ferner enthält sie keine Beurteilung der Zahlungsbedingungen und sonstiger Bedingungen des Angebots, der Transaktionsstruktur aus rechtlicher und steuerlicher Sicht, möglicher Auswirkungen einer Annahme oder Ablehnung des Angebots und äussert sich nicht zum zukünftigen Wert der Aktie von Spice PE.
- Oaklins hat weder eine aktienrechtliche Revision noch irgendeine Form von Due Diligence durchgeführt.
- Gemäss Verfügung der Übernahmekommission («UEK») vom 25. April 2012 ist die Oaklins Binder AG für die Erstellung von Fairness Opinions im Rahmen öffentlicher Kaufangebote besonders befähigt.

## BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

- Die vorliegende Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots an die Aktionäre der Spice PE basiert auf Wertüberlegungen von Oaklins.
- Bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots an die Aktionäre von Spice PE wurde die steuerliche oder rechtliche Situation auf Ebene der einzelnen Aktionäre nicht berücksichtigt.
- Folglich sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen über die finanzielle Angemessenheit des Angebots aus Sicht der Publikumsaktionäre möglich.
- Der Bewertungsstichtag ist der 31. Mai 2022.

## INFORMATIONSGRUNDLAGE UND QUELLEN

Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld bis zum Bewertungsstichtag am 31. Mai 2022. Danach auftretende Umstände können die Informationen, die als Grundlage für diese Analyse verwendet wurden, beeinflussen. Oaklins ist nicht dazu verpflichtet, die Informationen in diesem Dokument zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen. Die Einschätzung basiert auf folgenden Informationsgrundlagen:

- Die Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots durch GP Swiss AG am 2. Juni 2022;
- Ausgewählte öffentlich zugängliche Unternehmens- und Finanzinformationen über Spice PE (einschliesslich geprüfter Jahresberichte und vierteljährlicher NAV-Berechnungen);
- Jahresberichte der Beteiligungsunternehmen (d. h. Bravo Brio Restaurants, FoodFirst Global LP, G2D, Argo Brazil, Insole) für ausgewählte Jahre;
- Ausgewählte Berichte über die Beteiligungen des Legacy-Portfolios und Informationen über die interne NAV-Berechnung;
- Öffentlich zugängliche ungeprüfte Jahresberichte und detaillierte NAV-Berechnungen für G2D;
- Budget 2022 und Mittelfristplanung für Bravo Brio;
- Informationen über flüssige Mittel, Finanzverbindlichkeiten und andere Vermögenswerte/Verbindlichkeiten sowie Informationen über wiederkehrende Ausgaben von Spice PE und anderen Gruppenunternehmen;
- Informationen über die Beteiligungsstruktur von Spice PE;
- Einzelheiten zu den Aktienrückkaufprogrammen von Spice PE;
- Informationen über die Transaktionen im Zusammenhang mit den Investitionen in Insole bzw. Argo Brazil;
- Informationen über vergangene Verkaufsabsichten für Beteiligungen des Legacy-Portfolios;
- Marktstudien zur Einschätzung des Marktumfelds und zukünftiger Entwicklungen;
- Historische Aktienkursdaten und Handelsvolumen von Spice PE und G2D;
- Kapitalmarktdaten und andere öffentlich zugängliche Informationen zu ausgewählten Vergleichsunternehmen, die nach Auffassung von Oaklins in vergleichbaren Bereichen wie das Unternehmen oder seine Beteiligungen tätig sind;
- Informationen über vergleichbare frühere Transaktionen;
- Es fanden Gespräche mit Rodrigo Boscolo, Head of Investor Relations bei Spice PE, sowie mit den unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern statt;
- Sonstige Finanzstudien, Analysen und Informationen, die Oaklins für angemessen erachtet hat.



# Unternehmensübersicht

## UNTERNEHMENSPROFIL

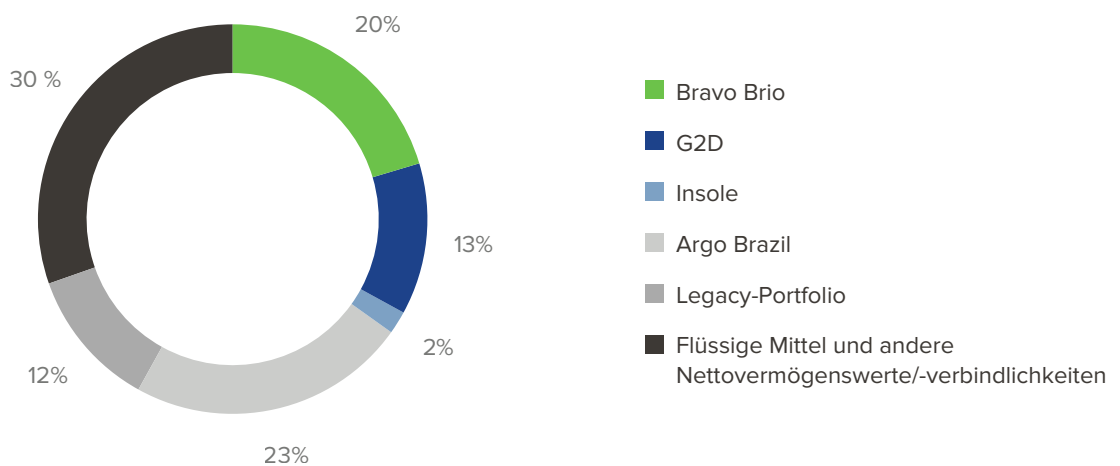
Spice Private Equity AG («Spice PE») ist ein Investmentunternehmen mit Schwerpunkt auf globale Private-Equity-Investitionen. Spice PE strebt ein langfristiges Kapitalwachstum für seine Aktionäre an, indem es direkt in Unternehmen und in auf Private Equity spezialisierte Fonds investiert. Die Anlagen werden von GP Advisors (Bermuda) Ltd. verwaltet, einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft von

GP Investments Ltd. Der Hauptsitz von Spice PE befindet sich in Zug, Schweiz.

Spice PE ist seit dem 20. Mai 2015 an der SIX Swiss Exchange (SPCE) kotiert. Per 31. Mai 2022 beträgt die Marktkapitalisierung ca. USD 81 Millionen.

## ANLAGEPORTFOLIO

Portfoliozusammensetzung basierend auf dem ausgewiesenen NAV per 31. März 2022



Quelle: Spice PE, NAV-Bericht per 31. März 2022



ARGO SEGUROS

Spice PE verfügt über die folgenden relevanten Beteiligungen<sup>1</sup>:

- **Bravo Brio Holdings, LLC («Bravo Brio»):** Bravo Brio ist ein in den USA ansässiger Eigentümer und Betreiber von zwei verschiedenen italienischen Restaurantketten, «BRAVO! Italian Kitchen» und «BRIO Italian Grille» (zusammen «Bravo Brio Restaurants»). Die Kette verfügt über mehr als 60 Filialen in mehreren Bundesstaaten der Vereinigten Staaten. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von USD 196 Millionen. Zudem investierte Bravo Brio kürzlich USD 10 Millionen in Virtual Dining Concepts («VDC»), einen Anbieter von Lieferlösungen für Betreiber von traditionellen Restaurants. Bravo Brio ist ein Joint Venture mit Co-Investoren und Earl Enterprises. Spice PE hält indirekt eine Beteiligung von 34.8% an Bravo Brio.
- **G2D Investments Ltd. («G2D»):** G2D ist eine an der Börse kotierte Investmentplattform, die in erster Linie auf Minderheitsbeteiligungen an technologieorientierten Unternehmen ausgerichtet ist. Spice PE hält eine Beteiligung von 17.1% an G2D. Das Unternehmen verfügt über ein Portfolio, das folgende Beteiligungen umfasst<sup>2</sup>:
  - Expanding Capital, eine im Silicon Valley angesiedelte Risikokapitalgesellschaft, die in einen Pool von Technologieunternehmen investiert (US);
  - Blu Pagamentos, ein schnell wachsendes Fintech-Unternehmen (BR; 16.1%);
  - Quero Educação, eine führende Bildungsplattform (BR; 3.2%);
  - The Craftory, eine auf Konsumgüter ausgerichtete Investmentgesellschaft (US/UK; 16.4%);
  - Sim;paul, eine Maklerplattform (BR; 6.4%);
  - Inova FIP, ein Aktieninvestmentfonds, der in CERC (4.5%) und in 2TM (2.9%) investiert ist;
  - Digibee, eine hybride Integrationsplattform für Business-Systeme (BR; 1.6%).
- **Insole Energia Solar S.A. («Insole»):** Insole ist ein 2013 gegründetes Clean-Fintech-Unternehmen, das Lösungen für Solarprojekte in den Bereichen Projektdesign, Installation und Finanzierung bereitstellt. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Insole einen Umsatz von BRL 38.6 Millionen (ca. USD 7.2 Millionen). Spice PE hält eine Beteiligung von 14.8% an Insole.
- **Argo Seguros Brasil S.A. («Argo Brazil»):** Argo Brazil ist ein in Brasilien tätiges Multikanal-Spezialversicherungsunternehmen. Das Unternehmen besitzt ein diversifiziertes Produktportfolio, das über Unternehmens- und Privatkundenkanäle vertrieben wird: Transport-/Seeversicherung, D&O- und E&O-Versicherung, Kautionsversicherung, Sach- und allgemeine Haftpflichtversicherung. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Argo Brazil Prämieinnahmen von BRL 423.4 Millionen (ca. USD 78.5 Millionen) und ein operatives Betriebsergebnis von BRL 18.6 Millionen (ca. USD 3.5 Millionen). Spice PE hält eine Beteiligung von 87.5% an Argo Brazil.
- **Legacy-Portfolio:** Das Legacy-Portfolio besteht aus älteren Fund of Funds-Beteiligungen mit Schwerpunkt auf Schwellenländer. Diese Anlagen sind Restbestände einer ehemaligen Fund of Funds-Anlagestrategie, daher der Name «Legacy-Portfolio». Das Portfolio umfasst Beteiligungen an: GP Capital Partners V (1.9%), Tara India III (6.43%), NYLIM Jacob Ballas III (4.55%), Africa Oil Corporation (5.61%), DLJ South America Partners (1.65%).
- **Flüssige Mittel und andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten:** Zusätzlich zu den Beteiligungen umfasst die Bilanz von Spice PE einen bedeutenden Betrag an flüssigen Mitteln sowie andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten.

<sup>1</sup> Die Gruppe besteht aus mehreren Tochtergesellschaften und Sub-Holdings. Die untenstehenden Beschreibungen beziehen sich nur auf die operativen Geschäftseinheiten. Ausführliche Informationen über die rechtliche Struktur finden Sie im Anhang.

<sup>2</sup> Siehe G2D Investments Ltd.: Ungeprüfte Zwischenergebnisse für den Berichtszeitraum zum 31. März 2022.

**AUSGEWIESENER NET ASSET VALUE (NAV)**

Spice PE berechnet und veröffentlicht den Net Asset Value viermal im Jahr, jeweils zum Quartalsende.

**Ausgewiesener NAV gemäss dem Management von Spice PE per 31. März 2022**

in USD'000	Region	Sektor	Anteil	Wert
Bravo Brio	USA	Konsumgüter	34.8%	32'449
G2D	Weltweit	Technologie	17.1%	20'141
Insole	Lateinamerika	Clean Fintech	14.8%	2'966
Argo Brazil	Lateinamerika	Versicherungen	87.5%	36'962
Legacy-Portfolio	Schwellenmärkte	Versch.	Versch.	18'411
<b>NAV der Direktinvestitionen</b>				<b>110'929</b>
Flüssige Mittel				48'920
Andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten				(557)
<b>Total ausgewiesener NAV</b>				<b>159'292</b>

**Ausgewiesener NAV pro Aktie (USD)****31.7**

Quelle: Spice PE, NAV-Bericht 1Q22

**ANZAHL AUSSTEHENDER AKTIEN UND AKTIENRÜCKKAUFPROGRAMME**

Seit Dezember 2021 hat Spice PE zwei Programme zum Rückkauf eigener Aktien zu einem fixen Preis mit dem Ziel einer Kapitalherabsetzung durchgeführt. Im Zuge des ersten Programms im Dezember 2021 wurden 308'858 Namenaktien (5.8% des Aktienkapitals, was einem Anteil von 17.0% des Streubesitzes entsprach) zu einem Preis von USD 17.00 pro Aktie zurückgekauft. Das zweite Rückkaufprogramm umfasste 202'796 Namenaktien (3.8% des Aktienkapitals, was einem Anteil von 13.5% des Streubesitzes entsprach) zu einem Preis von USD 15.50 pro Aktie. Beide Aktienrückkaufprogramme stiessen auf eine starke Nachfrage und waren deutlich überzeichnet.

Der Wert pro Aktie wird berechnet, indem der Adjusted Net Asset Value (ANAV) durch die Anzahl der sich im Umlauf befindlichen Aktien (ohne eigene Aktien) geteilt wird. Per 31. Mai 2022 verfügte das Unternehmen über 5'360'617 Namenaktien. Nach den beiden Rückkaufprogrammen hielt das Unternehmen 536'061 eigene Aktien, wodurch 4'824'556 Aktien im Umlauf waren, wie in der folgenden Tabelle dargestellt. Es sind keine Mitarbeiteroptionen oder andere Instrumente vorhanden, die zu einer Verwässerung der Anzahl der Aktien führen könnten.

	Anzahl Aktien
Namenaktien	5'360'617
- Eigene Aktien	536'061
<b>Ausstehende Aktien</b>	<b>4'824'556</b>

Quellen: Handelsregister des Kantons Zug; Spice PE, Geschäftsbericht 2021, Rückkaufprogramme



## AKTIENKURS- UND LIQUIDITÄTSANALYSE

## Aktienkurs und VWAP 60 (in USD)



Quelle: Oaklins-Analyse; Daten von Infront Analytics, SIX

- Die Aktien von Spice PE sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Per 31. Mai 2022 verfügte das Unternehmen über 5'360'617 voll liberierte Namenaktien. Der Streubesitz entspricht 24.3% der Gesamtzahl der Aktien.
- Der Aktienkurs von Spice PE schwankte in den letzten zwölf Monaten vor der Voranmeldung zwischen USD 13.40 und USD 17.30.
- Der Schlusskurs am Tag vor der Voranmeldung lag bei USD 15.10.
- Gemäss SIX lag der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Tage (VWAP 60) vor der Voranmeldung bei USD 15.11.

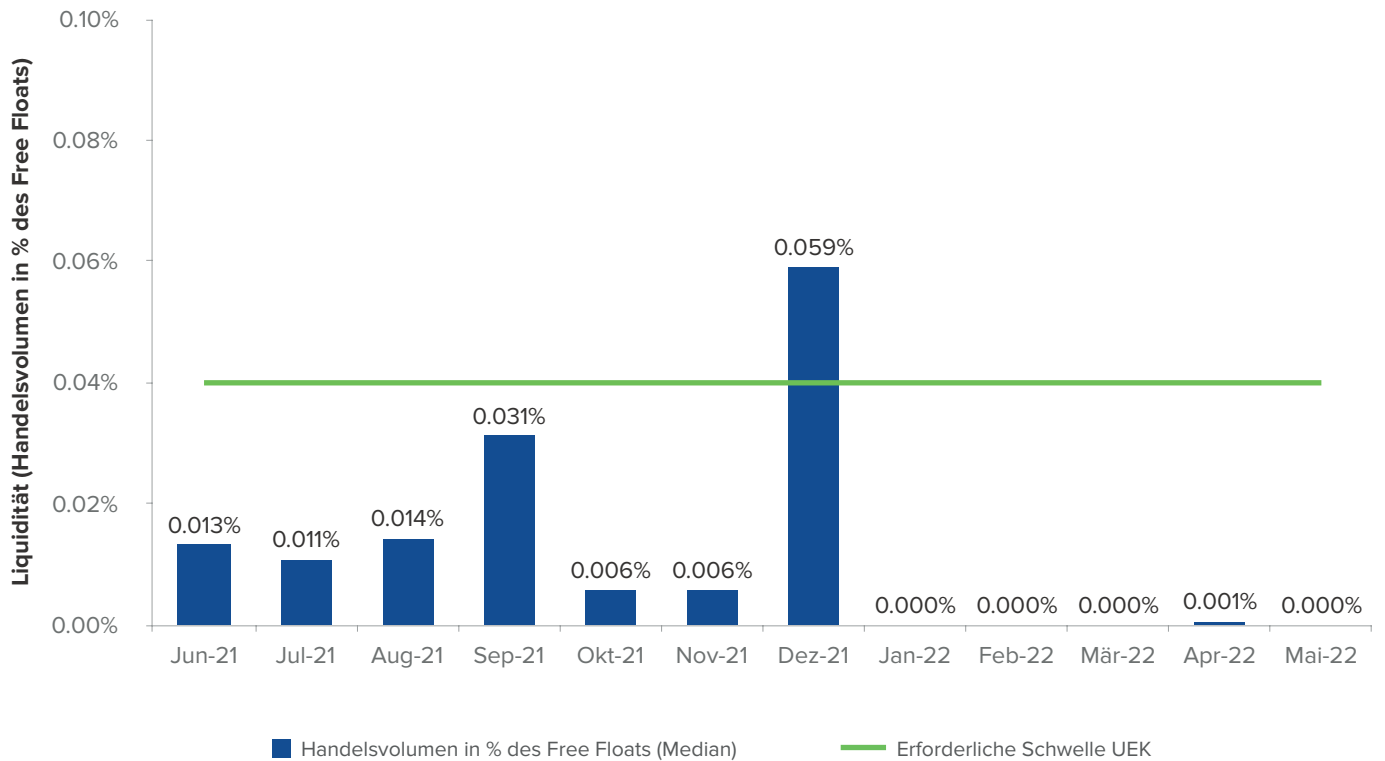
Nach dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die nicht im Swiss Leader Index («SLI») kotiert sind, als liquide angesehen, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.<sup>3</sup>

Das Diagramm auf der nächsten Seite zeigt die Handelsvolumina in Prozent des Free Floats (monatlicher Median) während der letzten zwölf vollen Monate vor der Voranmeldung. Während der letzten zwölf vollen Monate hat der monatliche Median des Handelsvolumens in Prozent des Free Floats nur in einem Monat den Schwellenwert von 0.04% überschritten.

Somit zeigt die Liquiditätsanalyse, dass die Aktie von Spice PE gemäss der Definition der Übernahmekommission illiquide ist.

<sup>3</sup> Rundschreiben Nr. 2 der UEK vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

## Liquiditätsanalyse



Quelle: Oaklins-Analyse; Daten von Infront Analytics

Die Aktie von Spice PE gilt gemäss der Definition der UEK als illiquide. Aus diesem Grund ist der Aktienkurs bei der Bewertung des vorliegenden Angebots nur von nachrangiger Bedeutung.

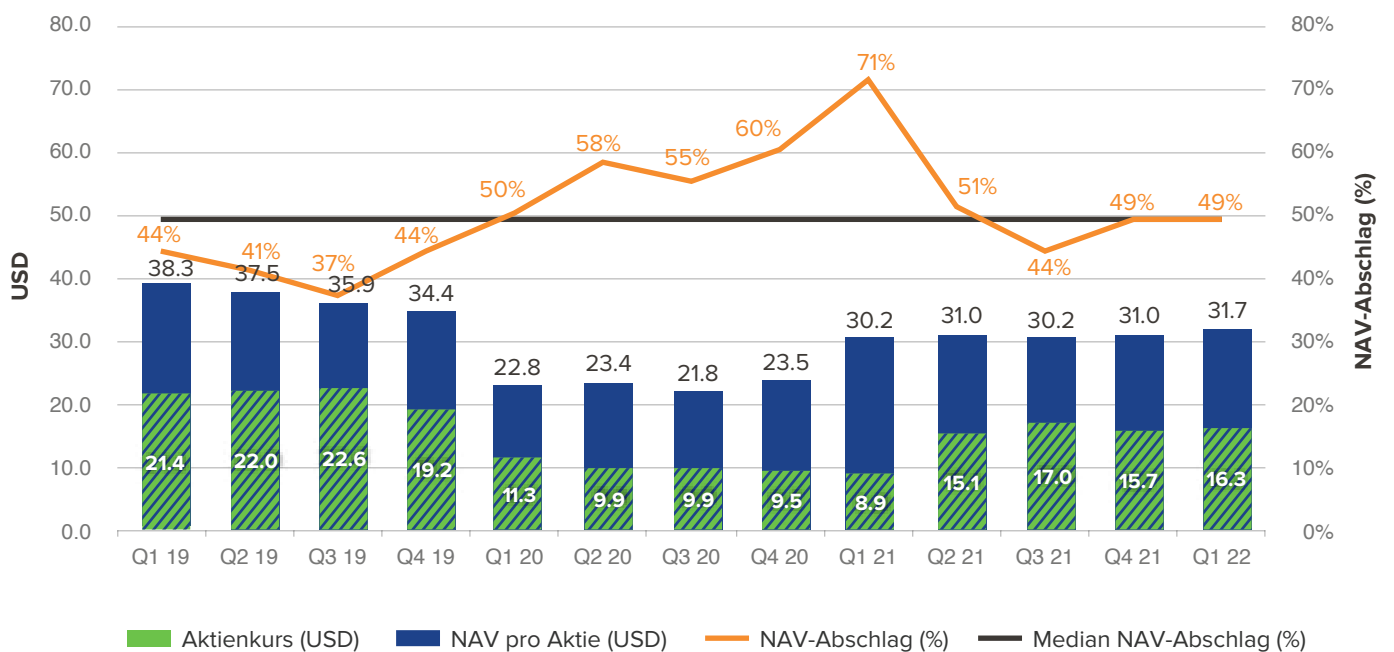
## NAV-ABSCHLAG

Der Net Asset Value (NAV) bezeichnet die Summe der Vermögenswerte eines Fonds oder Unternehmens nach Abzug seiner Verbindlichkeiten. Der NAV ist eine häufig verwendete Kennzahl bei der Analyse von Investmentgesellschaften.

Die Anteile an einem Fonds oder einer Investmentgesellschaft können am Markt zu Werten gehandelt werden, die von ihrem ausgewiesenen Net Asset Value abweichen.

Der NAV-Abschlag von Spice PE (prozentualer Abschlag des Aktienkurses gegenüber dem ausgewiesenen NAV) schwankte in den letzten drei Jahren zwischen 37% und 71%, mit einem Median-Abschlag von 49%. Am 31. Mai 2022 betrug der NAV-Abschlag 52% (basierend auf dem letzten Ende Q1 22 ausgewiesenen NAV). Das unten stehende Diagramm zeigt die historischen NAV-Abschläge der letzten drei Jahre.

### Historischer NAV-Abschlag von Spice PE



Quelle: Oaklins-Analyse; Daten von Infront Analytics; Spice PE, Jahresbericht 2021



# Bewertungsmethoden

## ALLGEMEINES BEWERTUNGSVORGEHEN

Spice PE ist eine Investmentgesellschaft. Deren Wert setzt sich daher hauptsächlich aus den Werten der einzelnen Beteiligungen sowie allfälligen weiteren Vermögenswerten/ Verbindlichkeiten zusammen. Deshalb ist der Adjusted Net Asset Value (ANAV) unsere primäre Bewertungsmethode. Zudem hat Spice PE kürzlich zwei Aktienrückkäufe zu fixen Preisen vorgenommen. Im Rahmen dieser beiden Rückkaufprogramme überstieg die Zahl der angedienten Aktien deutlich die der angebotenen Aktien, was darauf hindeutet, dass die angebotenen Rückkaufpreise ein faires Angebot darstellen. In dieser Fairness Opinion verwenden wir diese Rückkaufpreise als zusätzliche Hauptindikatoren für den Fair-Value-Bereich der Aktie von Spice.

In einem zweiten Schritt werden die wichtigsten Ergebnisse auf ihre Plausibilität hin überprüft. Dabei werden hauptsächlich verfügbare Marktdaten zu vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen verwendet.

Zur Ermittlung des ANAV muss jeder Vermögenswert in der Bilanz von Spice PE bewertet werden. Wir wenden jeweils die Bewertungsmethoden an, die im konkreten Fall am besten geeignet sind.

Zur Ermittlung des fairen Werts der Aktie von Spice orientieren wir uns in erster Linie am ANAV, gestützt durch die im Rahmen der letzten Aktienrückkaufprogramme bezahlten Preise.

Die unten stehende Tabelle fasst die für die einzelnen Vermögenswerte verwendeten Bewertungsmethoden zusammen. Die primären Bewertungsmethoden fliessen direkt in die Berechnung unserer Hauptergebnisse ein,

während die sekundären Methoden komplementär sind und zur Unterstützung der primären Ergebnisse und als Plausibilitätsprüfung dienen.

Bewertungsobjekt	Primäre Bewertungsmethode(n)	Sekundäre Bewertungsmethode(n)
Spice Private Equity AG	Adjusted Net Asset Value (ANAV) Letzte Rückkaufpreise	NAV-Abschläge vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen Übernahmeprämien
Bravo Brio	Diskontierter Cashflow (DCF)	EBITDA-Multiples
G2D Investments	Aktueller Aktienkurs	Ausgewiesene NAV und Abschläge
Insole	Letzter Markttransaktionspreis	Umsatz-Multiples
Argo Brazil	Letzter Markttransaktionspreis	P/B-Multiples P/E-Multiples
Legacy-Portfolio	NAV mit Abschlag	
Flüssige Mittel	Buchwerte	
Andere kurzfristige Nettovermögenswerte	Buchwerte	
Erwartete Unternehmenskosten	DCF	

Die Bewertung wird durch eine qualitative Beurteilung der Alternativen für die Publikumsaktionäre von Spice PE ergänzt.

## ADJUSTED NET ASSET VALUE (ANAV)

Ausgangspunkt für die Berechnung des ANAV ist der Net Asset Value (NAV) eines Unternehmens. Dieser entspricht dem Eigenkapital, das sich aus der Summe der Vermögenswerte nach Abzug der Verbindlichkeiten ergibt. Zur Ermittlung des ANAV werden alle Bilanzposten hinsichtlich ihres Neubewertungspotenzials überprüft und bei Bedarf entsprechend angepasst. Wir haben für jede der Direktinvestitionen unsere eigenen Wertüberlegungen durchgeführt.

In der Regel entstehen bei Investmentgesellschaften wie Spice PE bestimmte Betriebskosten auf der Ebene der Holdinggesellschaft. Obwohl der NAV den Wert zukünftiger Nettoerträge aus den Portfoliounternehmen

(z. B. Dividenden, Gewinne aus dem Verkauf von Beteiligungen) widerspiegelt, berücksichtigt er nicht die Auswirkungen der erwarteten zukünftigen Kosten der Holdinggesellschaft, wie beispielsweise Managementgebühren, Verwaltungskosten und andere Betriebskosten. Dies gilt sowohl auf Ebene von Spice PE als auch für alle Sub-Holdings auf Portfolio-Ebene. Aus diesem Grund muss bei der Ermittlung des ANAV der Barwert der erwarteten Unternehmenskosten in Abzug gebracht werden.

Schliesslich wird noch ein Illiquiditätsabschlag abgezogen, um die Auswirkungen des geringen Handelsvolumens der Aktie von Spice PE auf den Wert zu berücksichtigen.

## METHODEN ZUR BEWERTUNG EINZELNER VERMÖGENSWERTE

Zur Bewertung der einzelnen Direktinvestitionen und des sonstigen Nettovermögens wurden, wie oben dargestellt, verschiedene Methoden angewandt, darunter die Discounted

Cashflow (DCF)-Methode, die Analyse vergleichbarer Unternehmen und vergleichbarer Transaktionen oder die in kürzlichen Transaktionen bezahlten Marktpreise.



# Adjusted Net Asset Value

## BERECHNUNG DES ADJUSTED NET ASSET VALUES (ANAV)

Zur Ermittlung des ANAV von Spice PE werden zuerst die Fair Values der einzelnen Vermögenswerte anhand der im vorangehenden Abschnitt beschriebenen Bewertungsmethoden bestimmt. In einem zweiten Schritt wird der Barwert der erwarteten Unternehmenskosten abgezogen.

Schliesslich nehmen wir einen Illiquiditätsabschlag von 10% bis 20% vor, um das begrenzte Handelsvolumen der Aktien von Spice PE an der Börse zu berücksichtigen. Die untenstehende Tabelle fasst die Ermittlung der fairen ANAV-Bandbreite von **USD 15.3–USD 17.3** je Aktie zusammen.

### Adjusted Net Asset Value von Spice PE

in USD'000		31 Mai 2022	
1	Bravo Brio	24'623	
2	G2D Investments	15'979	
3	Insole	3'800	
4	Argo Brazil	37'027	
<b>Direktinvestitionen</b>		<b>81'430</b>	
5	Legacy-Portfolio	9'205	
6	Flüssige Mittel	45'605	
7	Andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten	(943)	
<b>Andere Vermögenswerte</b>		<b>53'867</b>	
<b>Net Asset Value</b>		<b>135'297</b>	
<b>8</b>		<b>(42'727)</b>	
<b>Barwert der erwarteten Unternehmenskosten von Spice PE</b>		<b>(42'727)</b>	
<b>ANAV vor Illiquiditätsabschlag</b>		<b>92'570</b>	
<b>9</b>		<b>20% 10%</b>	
<b>Illiquiditätsabschlag</b>		<b>20% 10%</b>	
<b>ANAV nach Illiquiditätsabschlag</b>		<b>74'056</b>	<b>83'313</b>
Anzahl der ausstehenden Aktien		4'824'556	4'824'556
<b>ANAV pro Aktie (USD)</b>		<b>15.3</b>	<b>17.3</b>

Die Bewertung der verschiedenen Vermögenswerte wird nachstehend detailliert beschrieben:

### 1 Bravo Brio

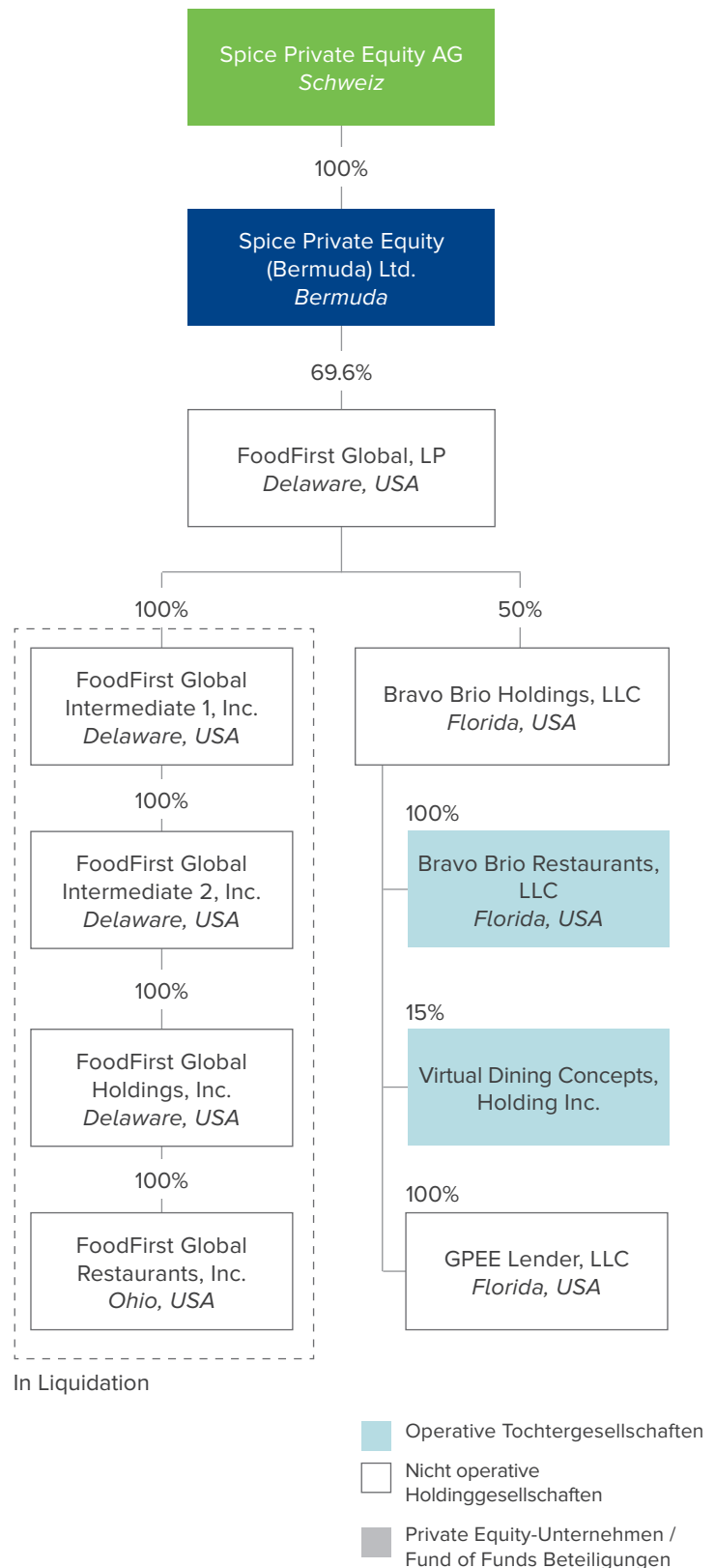
Die Beteiligung von Spice PE besteht aus zwei Geschäftsbereichen (Bravo Brio Restaurants und VDC) sowie aus allen Vermögenswerten und zukünftigen Kosten innerhalb der verschiedenen darüber liegenden Sub-Holdings (vgl. die rechtliche Struktur rechts). Dazu gehören flüssige Mittel und andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten. Schliesslich wird der Barwert der erwarteten wiederkehrenden Unternehmenskosten und der erwarteten Kosten für die Liquidation der «alten» FoodFirst Global Restaurants, Inc. abgezogen, die im April 2020 freiwillig ein Insolvenzverfahren nach Chapter 11 einleitete.<sup>4</sup>

### Bewertungsvorgehen

- Wir verwenden die DCF-Methode zur Bewertung der Bravo Brio Restaurants. Die Plausibilität der Ergebnisse wurde anhand von Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen (Trading-Multiples) sowie vergangener Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen (Transaction-Multiples) bestätigt.
- In Anbetracht des relativ geringen Anteils von 5.2%, den Spice PE indirekt an VDC hält, und der Tatsache, dass die Investition erst kürzlich erfolgte, bewerten wir diesen Anteil zu Anschaffungskosten, d. h. auf Basis des zuletzt bezahlten Kaufpreises. Gemäss der Geschäftsleitung sind seit dem Zeitpunkt der Investition keine Ereignisse eingetreten, die auf eine wesentliche Veränderung des Anlagewertes hinweisen würden.

### Zentrale Annahmen und Beurteilung der Datengrundlage

- Die DCF-Analyse für Bravo Brio basiert auf dem aktuellen Budget für 2022 sowie auf der von der Geschäftsleitung vorgelegten mittelfristigen Planung (GJ23–25).
- Wir verwenden einen WACC von 12.4% zur Diskontierung des Cashflows in der DCF-Bewertung. Weitere Informationen zu den Berechnungsdetails und der Datengrundlage sind im Anhang zu finden.
- Die Annahmen zur ewigen Wachstumsrate im Restwert basieren auf langfristigen Überlegungen, die sich aus dem langfristigen Inflationsziel der amerikanischen Notenbank von 2% ableiten.
- Die Plausibilität der zugrunde liegenden Annahmen des Budgets und der Mehrjahresplanung wurde anhand von Marktstudien und Benchmark-Informationen von vergleichbaren Unternehmen überprüft. Ausserdem wird das Budget für 2022 gut durch die Zahlen seit Jahresbeginn bis April 2022 gestützt.



<sup>4</sup> Am 10. April 2020 leitete FoodFirst Global Restaurants, Inc. freiwillig ein Insolvenzverfahren nach Chapter 11 ein, nachdem es gezwungen war, sämtliche Restaurants während der COVID-19-Pandemie zu schliessen. Am 17. Juni 2020 erwarb ein Joint Venture zwischen Earl Enterprises, der Muttergesellschaft von Buca di Beppo und Planet Hollywood, und Spice Private Equity sowie Co-Investoren den Grossteil der Vermögenswerte von FoodFirst, einschliesslich der Marken BRIO Italian Grille und BRAVO! Italian Kitchen. Ein anderer wichtiger Meilenstein im Rahmen des Restrukturierungsprozesses war die Abweisung des Konkursverfahrens von FoodFirst durch das Konkursgericht in Orlando am 4. August 2021. Für weitere Informationen siehe den Jahresbericht 2021. Die Gesellschaften in Verbindung mit der «alten» FoodFirst Global Restaurants befinden sich gegenwärtig in Liquidation und die Geschäftsführung geht davon aus, dass sie keinen Wert mehr haben. Die voraussichtlichen Liquidationskosten werden bei der Analyse gemäss Beschreibung berücksichtigt.

Die Tabelle rechts fasst die wichtigsten Annahmen des Businessplans von Bravo Brio und der DCF-Bewertung zusammen.

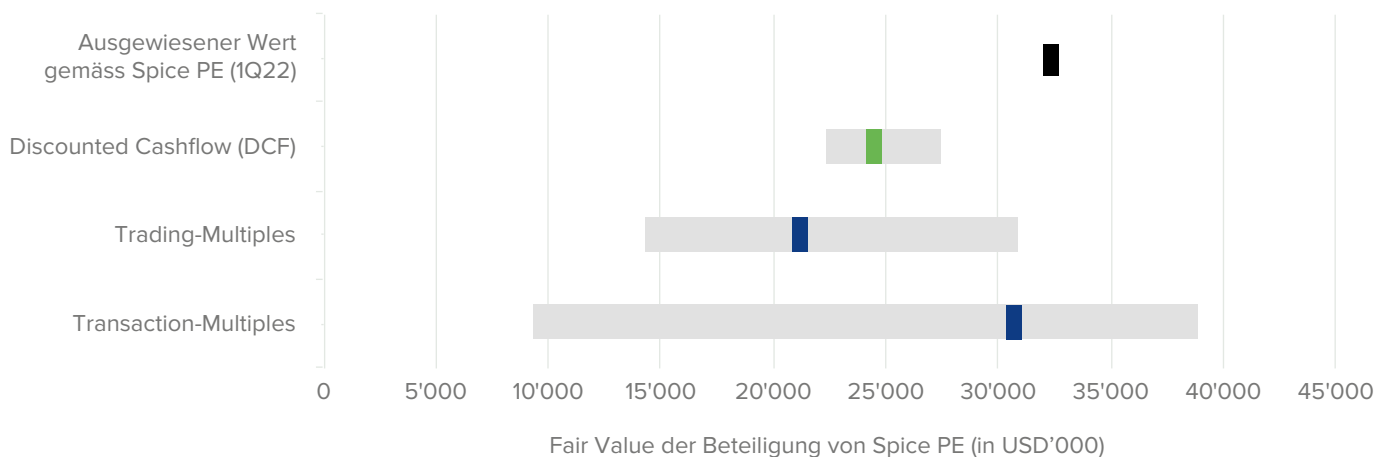
Die Analysen der EBITDA-Multiples basieren auf mehreren kotierten Vergleichsunternehmen bzw. vergangenen Transaktionen im US-amerikanischen Restaurantkettenmarkt. Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die jüngsten Erfolgsrechnungen sowie die grössere Unternehmensgrösse und unterschiedliche Rentabilität vieler Vergleichsunternehmen schränken die Aussagekraft dieser Analyse jedoch ein.

Wichtige Kennzahlen/Annahmen der DCF-Bewertung	
CAGR des Nettoumsatzes GJ22–25	7.1%
COGS in % des Nettoumsatzes	28.0%
Personalkosten in % des Nettoumsatzes	34.5–36.0%
EBITDA-Marge	4.5–7.0%
Nettoumlaufvermögen in % des Nettoumsatzes	-6.5%
Investitionen in die Instandhaltung in % des Nettoumsatzes	3.2%
Steuersatz	21.0%
Langfristiges Wachstum	2.0%
WACC	12.4%

## Ergebnisse

Das unten stehende Diagramm zeigt die Wertbandbreiten der Beteiligung von Spice PE an Bravo Brio (einschliesslich VDC), die sich aus den verschiedenen Bewertungsmethoden ergeben.

## Bewertungsübersicht Bravo Brio



- Der Hauptwert ergibt sich aus der DCF-Analyse. Die im obigen Diagramm angegebene Bandbreite des DCF-Wertes basiert auf einer Sensitivitätsanalyse der Annahmen bzgl. Kapitalkosten und ewigem Wachstum – zwei der zentralen Faktoren bei der DCF-Bewertung.
- Auf Basis der DCF-Bewertung von Bravo Brio Restaurants liegt der Fair Value der gesamten Beteiligung von Spice PE zwischen USD 22.3 Mio. und USD 27.5 Mio., mit einem Punktwert von USD 24.6 Mio.
- Letzterer Wert wird in der Tabelle auf der nächsten Seite hergeleitet.

in USD'000	Wert von 100%	Beteiligung von Spice PE	Wert der Beteiligung
Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants	65'353	34.8%	22'743
Eigenkapitalwert der VDC-Investition	66'667	5.2%	3'480
Eigenkapitalwert der insolventen FoodFirst Global	-	69.6%	-
Sonstige Vermögenswerte von Holdinggesellschaften	1'098	69.6%	764
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten	(1'396)	69.6%	(971)
Barwert der Liquidationskosten der alten FoodFirst Global	(2'000)	69.6%	(1'392)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>			<b>24'623</b>

- Die Beteiligung an VDC wird auf Basis des ursprünglichen Kaufpreises von USD 10 Mio. bewertet, den Bravo Brio Holdings, LLC für seine Beteiligung von 15% an VDC gezahlt hat.
- Vorhandene flüssige Mittel und andere Nettovermögenswerte auf Holding-Ebene werden zu ihrem letzten verfügbaren Buchwert berücksichtigt.
- Die Geschäftsleitung geht bei FoodFirst Global, LP von jährlich wiederkehrenden Unternehmenskosten in Höhe von USD 0.133 Mio. für Verwaltung, Geschäftsführung usw. aus.
- Bei einem Wachstum im Umfang der erwarteten Inflation von 2% und einem WACC von 12.4% beläuft sich der Barwert dieser erwarteten Unternehmenskosten auf USD -1.4 Millionen.
- Die Geschäftsleitung schätzt die verbleibenden Kosten für die Liquidation der «alten» Gesellschaften auf USD 2 Millionen.
- Die DCF-Werte werden durch die Wertebereiche gestützt, die sich aus den Multiple-Analysen ergeben, auch wenn deren Aussagekraft, wie oben erläutert, beschränkt ist
- Weitere Informationen zu den detaillierten Berechnungen sind im Anhang zu finden.

#### Unterschiede zu dem von Spice ausgewiesenen Wert

Unser Fair Value von USD 24.6 Mio. ist niedriger als der Wert von USD 32.4 Mio., den Spice PE in seinem NAV-Bericht per 31. März 2022 ausweist. Die Hauptgründe dafür sind folgende:

- unterschiedliche Investitionsannahmen;
- leicht abweichende Annahmen bezüglich der Kapitalkosten und des ewigen Wachstums;
- unterschiedliches Bewertungsdatum;
- Der NAV von Spice PE berücksichtigt weder Nettovermögenswerte in den Sub-Holdings noch die erwarteten Kosten dieser Unternehmen.

## 2 G2D Investments

Über seine Tochtergesellschaft Spice Private Equity (Bermuda) Ltd. hält Spice PE einen Anteil von 17.1% an G2D Investments Ltd.

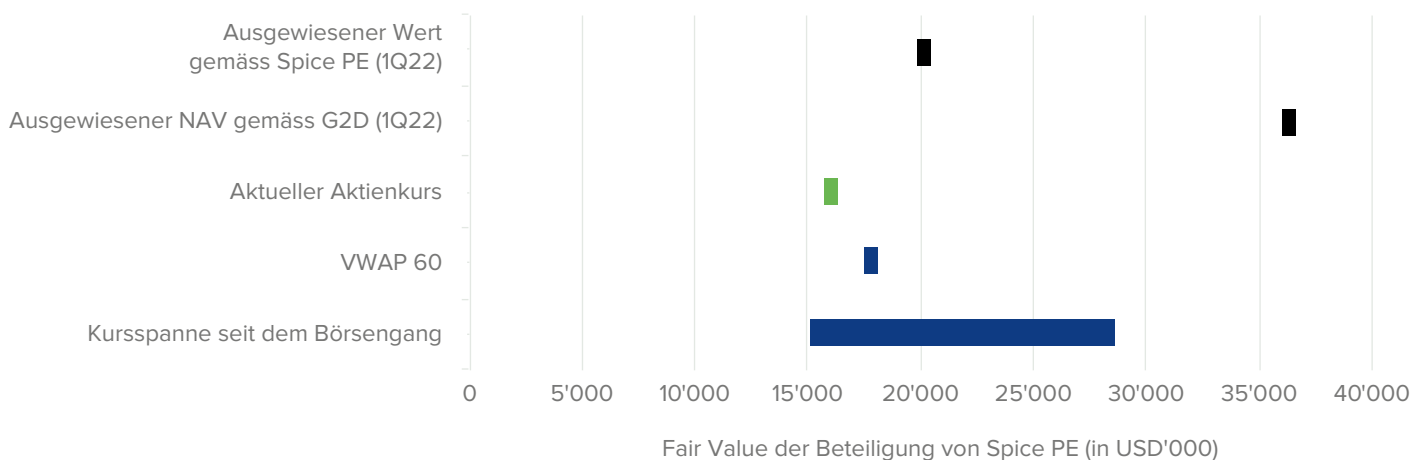
### Bewertungsvorgehen

- Die Aktien von G2D werden an der brasilianischen Börse B3 gehandelt. Da die Aktien nach der Definition der Schweizerischen Übernahmekommission («UEK») als liquide gelten<sup>5</sup>, kann der Aktienkurs von G2D als zuverlässiger Marktpreis betrachtet werden. Der Fair Value der Beteiligung wird somit berechnet als der Aktienkurs von G2D von BRL 4.19 per 31. Mai 2022 multipliziert mit den 18'043'576 Aktien (davon 1'752'631 Aktien der Klasse A und 16'290'945 Aktien der Klasse B), die sich im Besitz von Spice PE befinden.

### Ergebnisse

Das nachstehende Diagramm zeigt den Fair Value der Beteiligung von Spice PE an G2D sowie weitere Referenzwerte.

### Bewertungsübersicht G2D Investments



- Bei einem Schlusskurs von BRL 4.19 am 31. Mai 2022 und einer entsprechenden Marktkapitalisierung von ca. USD 93 Mio. wird die Beteiligung von Spice an G2D mit USD 16.0 Mio. bewertet.<sup>6</sup>
- Da der Aktienkurs derzeit am unteren Ende der Kursspanne seit dem Börsengang im Mai 2021 liegt, liegt der Marktwert auch unter dem wertgewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage.
- Der von G2D für Q1 2022 ausgewiesene NAV impliziert einen Wert für die Beteiligung von Spice PE in Höhe von USD 36.3 Mio., was einem NAV-Abschlag gegenüber dem Aktienkurs am 31. März 2022 von 44.5% entspricht. Ausgehend vom Aktienkurs am 31. Mai 2022 stieg der Abschlag gegenüber dem zuletzt ausgewiesenen NAV auf 56%. Diese Abschläge sind konsistent mit dem beobachteten Abschlag auf der Spice PE-Aktie.
- Weiterführende Informationen befinden sich im Anhang.

<sup>5</sup> Rundschreiben Nr. 2 der UEK vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

<sup>6</sup> Bei einem USD/BRL-Wechselkurs von 0.2114 per 31. Mai 2022.

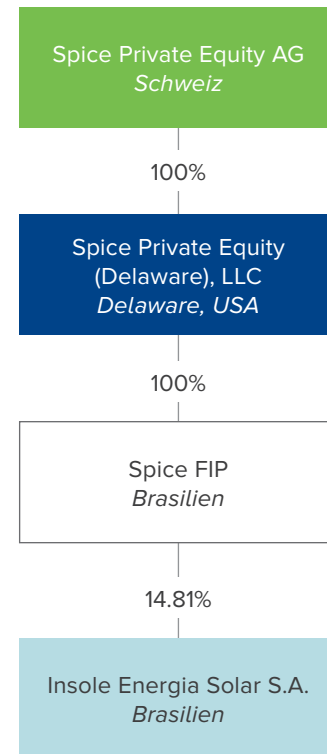


### 3 Insole

Die Investition in Insole wurde von Spice Private Equity (Delaware), LLC über ein Vehikel namens Spice Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia («Spice FIP») getätigt. Zum Bewertungszeitpunkt beläuft sich die Beteiligung auf 14.81%.

#### Bewertungsvorgehen:

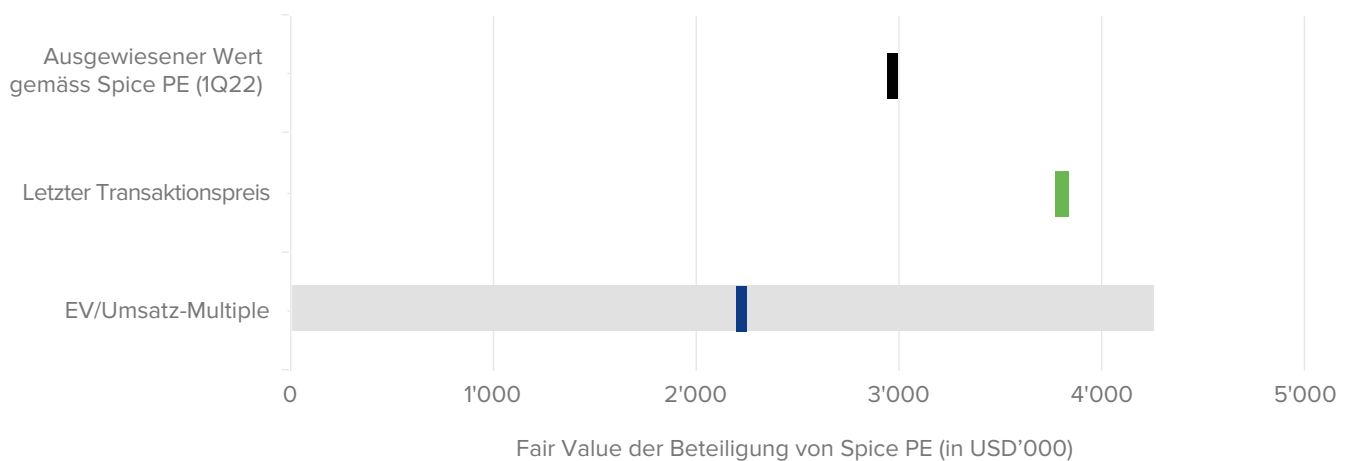
- Der Fair Value für die Beteiligung an Insole wird aus dem letzten Kaufpreis der Aktien abgeleitet. Spice PE hat seine aktuelle Beteiligung an Insole in zwei Tranchen im Dezember 2021 und Mai 2022 erworben. Die Investitionen wurden gemeinsam mit einem dritten unabhängigen Investor getätigt, was ein zusätzlicher Indikator dafür ist, dass der bezahlte Preis einen Marktwert reflektiert.
- In einem zweiten Schritt werden sämtliche zusätzlichen Nettovermögenswerte von Spice FIP addiert und der Barwert der erwarteten wiederkehrenden Unternehmenskosten vom Marktwert der operativen Gesellschaft abgezogen, um so den Gesamtwert der Investition von Spice PE in Insole zu ermitteln.
- Wir haben die Plausibilität dieses Wertes anhand einer Umsatz-Multiple-Analyse überprüft.



#### Ergebnisse:

Das nachstehende Diagramm zeigt die Wertbandbreiten der Beteiligung von Spice PE an Insole.

#### Bewertungsübersicht Insole



- Auf Basis des zuletzt bezahlten Kaufpreises für den Erwerb des Anteils bewerten wir die Beteiligung von Spice PE an Insole mit USD 3.8 Mio., bestehend aus den folgenden Elementen:

in USD'000	
Fair Value der Beteiligung an Insole (14.8%)	5'636
Flüssige Mittel von Spice FIP	13
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten von Spice FIP	(1'849)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>	<b>3'800</b>

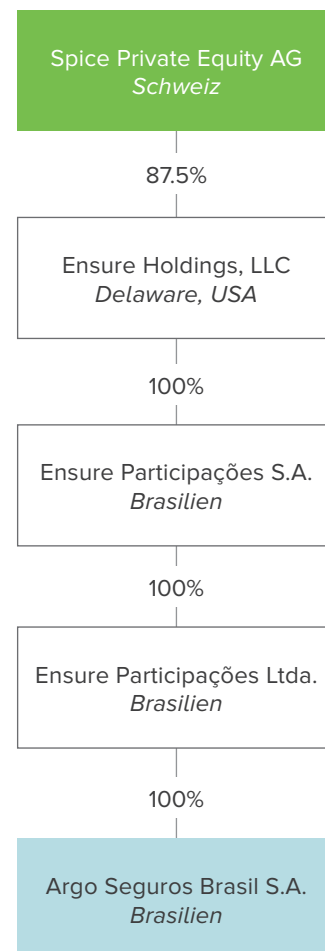
- Der Fair Value der Gesamtbeteiligung an Insole basiert auf einer Post-Money-Bewertung von BRL 180 Mio. aus der zweiten Investitionsrunde im Mai 2022.
- Die Geschäftsleitung geht bei Spice FIP von jährlich wiederkehrenden Betriebskosten in Höhe von USD 0.2 Mio. für Verwaltung, Geschäftsführung usw. aus. Ausgehend von einem Wachstum im Umfang der erwarteten Inflation, welches von heute 12% schrittweise auf das langfristige Inflationsziel der brasilianischen Zentralbank von 3% sinkt, sowie einem WACC von 16.7% beläuft sich der Barwert dieser erwarteten Unternehmenskosten auf USD -1.8 Mio.
- Der von Spice PE zum Ende von 1Q22 ausgewiesene Wert ist niedriger, da dieser die Kapitalerhöhung im Mai 2022 noch nicht berücksichtigt. Gleichzeitig spiegelt er aber auch nicht die Unternehmenskosten von Spice FIP wider.
- Eine Analyse der Umsatz-Multiples vergleichbarer Unternehmen offenbart eine grosse Bandbreite, die sich aus der Heterogenität der Multiplikatoren ergibt, die angesichts der wenigen verfügbaren Vergleichsunternehmen zu beobachten ist. Die Bandbreite unterstützt aber im Allgemeinen den letzten Marktpreis.
- Weitere Informationen zu den detaillierten Berechnungen befinden sich im Anhang.

#### 4 Argo Brazil

Die Beteiligung an Argo Brazil ist die jüngste Ergänzung des Portfolios von Spice PE. Das brasilianische Geschäft wurde von dem weltweit tätigen Spezialversicherungsunternehmen Argo Group übernommen. Die Übernahme wurde im ersten Quartal 2022 abgeschlossen. Spice PE hält 87.5% der Holdinggesellschaft Ensure Holdings, LLC, während der Co-Investor CyberLabs Insurance Holdings, LLC den restlichen Anteil hält.

##### Bewertungsvorgehen:

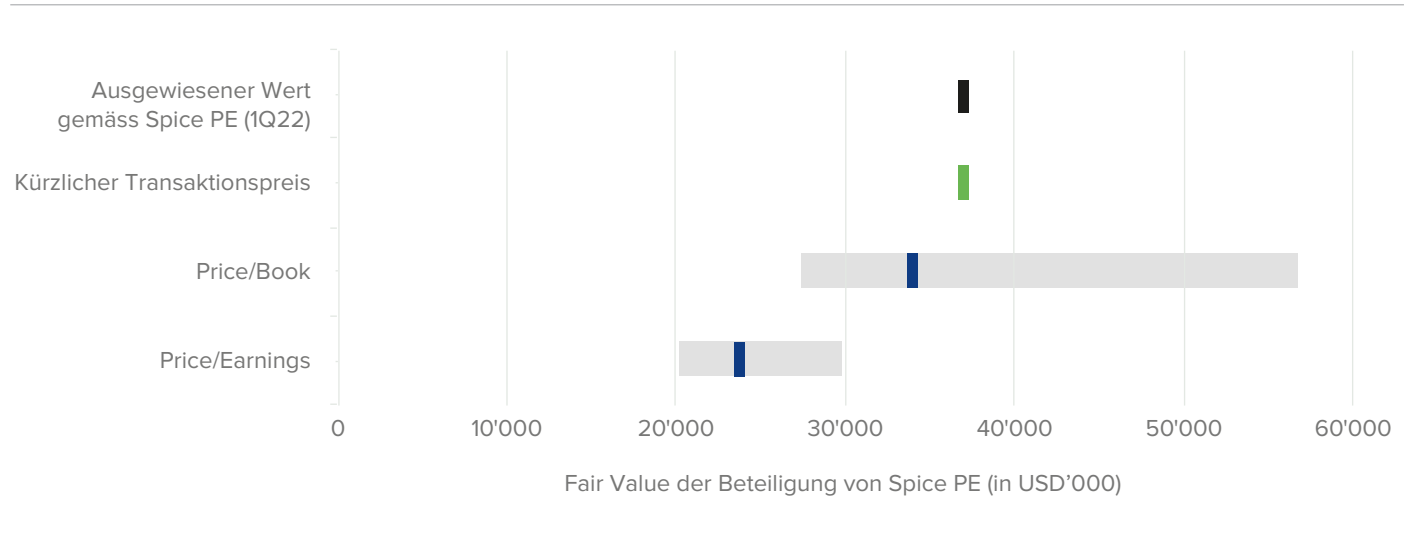
- Im März 2022 unterzeichnete Spice PE eine Vereinbarung über eine Investition von USD 35 Mio. in Ensure Holdings, LLC, der Holdinggesellschaft von Argo Brazil. Der Co-Investor CyberLabs Insurance Holding, LLC hat USD 5 Mio. investiert. Beide Investitionen wurden bis Ende März 2022 abgeschlossen. Nach Zahlung des Kaufpreises für Argo Brazil wurden die verbleibenden Barmittel in Form einer Kapitalerhöhung in das erworbene Unternehmen eingebracht.
- Da zwischen der Transaktion und dem Bewertungsstichtag nur ein kurzer Zeitraum lag, ist diese letzte Investition von Spice PE zusammen mit einem unabhängigen Dritten die beste Schätzung für einen fairen Wert der Beteiligung, da dies einen Marktwert widerspiegelt. Die ursprüngliche Investition wurde um den Wechselkurseffekt zwischen dem Investitionszeitpunkt und dem Bewertungszeitpunkt angepasst.
- Zur Unterstützung dieser Bewertung werden P/E- und P/B-Multiples von kotierten Vergleichsunternehmen herangezogen.
- Ein Dividendendiskontierungsmodell («DDM»), eine weitere gängige Methode zur Bewertung eines Versicherungsunternehmens, wurde aufgrund fehlender zukunftsorientierter Daten nicht herangezogen.



## Ergebnisse

Das nachstehende Diagramm zeigt die Wertbandbreiten der Beteiligung von Spice PE an Argo Brazil.

### Bewertungsübersicht Argo Brazil



- Auf Basis der kürzliche getätigten Investition beläuft sich der Post-Money-Wert, der sich aus dem Kaufpreis sowie der Kapitaleinlage zusammensetzt, auf USD 40 Mio., wovon 87.5% oder USD 35 Mio. auf Spice PE entfallen. Berücksichtigt man den Wechselkurseffekt zwischen dem Investitionszeitpunkt und dem Bewertungszeitpunkt, so ergibt sich ein Fair Value von USD 37.0 Mio.
- Dieser Marktpreis wird durch die Price/Book-Multiple-Analyse, die häufig zur Bewertung von Versicherungsunternehmen verwendet wird, bestätigt.
- Der ertragsbasierte Price/Earnings-Ansatz ergibt einen niedrigeren Wert, was darauf hindeutet, dass Argo Brazil im Vergleich zu seinen Konkurrenten derzeit eine eher unterdurchschnittliche Performance aufweist.

## 5 Legacy-Portfolio

Das Legacy-Portfolio besteht aus mehreren älteren Fund of Funds-Anlagen mit Fokus auf Schwellenländer. Die Eigentumsanteile variieren zwischen 1% und 7%.

### Bewertungsvorgehen:

- Ausgangspunkt für die Bewertung dieser Vermögenswerte sind die neuesten verfügbaren NAV-Berichte, die von den Fondsverwaltern erstellt und bereitgestellt werden.
- Kotierte Investmentfonds werden in der Regel mit einem erheblichen Abschlag gegenüber dem ausgewiesenen NAV gehandelt, was unter anderem auf die begrenzte Liquidität ihrer Aktien zurückzuführen ist.<sup>7</sup> Die meisten dieser Anlagen sind nicht kotiert, was ihre Marktfähigkeit weiter einschränkt.
- Vergangene Versuche, die Anlagen zu verkaufen, scheiterten, weil es keine Nachfrage gab oder die wenigen Angebote hohe Abschläge von mehr als 50% enthielten.
- Dementsprechend wenden wir einen NAV-Abschlag von 50% auf die ausgewiesenen NAVs an, was auch mit dem langfristigen NAV-Abschlag von Spice PE im Einklang steht.

<sup>7</sup> Für zusätzliche Informationen siehe die Erläuterungen zu den NAV-Abschlägen im entsprechenden Kapitel unten.

## Ergebnisse

Die unten stehende Tabelle zeigt die ausgewiesenen NAVs sowie die Fair Values nach Anwendung eines Abschlags von 50%.

in USD'000	Sektor	Anteil	31. März 2022 ausgewiesen	NAV- Abschlag	Fair Value
GP Capital Partners V	Global EM Funds	1.90%	2'356	(1'178)	1'178
Tara India III	Global EM Funds	6.43%	87	(44)	44
NYLIM Jacob Ballas III	Global EM Funds	4.55%	11'328	(5'664)	5'664
Africa Oil Corporation	Sub Saharan African Funds	5.61%	4'578	(2'289)	2'289
DLJ South America Partners	Latin American Funds	1.65%	61	(31)	31
<b>Legacy-Portfolio</b>			<b>18'411</b>	<b>(9'205)</b>	<b>9'205</b>

## 6 Flüssige Mittel

Zum Bewertungsstichtag verfügt Spice PE über flüssige Mittel in Höhe von USD 45.6 Mio. in der Bilanz. Wir berücksichtigen dieses Barguthaben im ANAV zu seinem Buchwert.

## 7 Andere Nettovermögenswerte/-verbindlichkeiten

Zusätzlich zu den Beteiligungen sowie den flüssigen Mitteln weist die Bilanz noch weitere Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aus, darunter Forderungen, Kreditoren und Abgrenzungen. Basierend auf den letzten verfügbaren Bilanzinformationen belaufen sich diese auf einen Nettobuchwert von TUSD -943, die wir in die ANAV-Berechnung einbeziehen. Spice PE weist auf Holding-Ebene keine Finanzschulden auf.

## 8 Barwert der erwarteten Unternehmenskosten

Auf Basis des Budgets für das laufende Jahr wurden für die Berechnung des Barwerts der Unternehmenskosten von Spice PE wiederkehrende Betriebskosten in Höhe von USD 3.7 Mio. angenommen. Diese Kosten umfassen Managementgebühren (1.5% des ausgewiesenen NAV) und Verwaltungsgebühren, die an GP Advisors (Bermuda) Ltd. gezahlt werden, sowie andere Betriebskosten, einschliesslich der Vergütung des Verwaltungsrats, Reisekosten und Buchhaltungsgebühren. Die Geschäftsleitung geht davon aus, dass diese Betriebskosten zukünftig konstant bleiben und im Einklang mit der Inflation steigen werden.

Durch die Diskontierung der zukünftigen Unternehmenskosten mit einem WACC von 11.3% und unter Berücksichtigung einer erwarteten Inflation von 2% beläuft sich der Barwert der zukünftigen Unternehmenskosten per 31. Mai 2022 auf USD -42.7 Mio.

## 9 Illiquiditätsabschlag

Basierend auf der oben gezeigten Analyse des Aktienkurses ist die Aktie von Spice PE nicht liquide. Anleger berücksichtigen im Rahmen ihrer Bewertungsüberlegungen die Liquidität einer Investition. Aufgrund von Risikoüberlegungen wird ein Anleger in der Regel weniger für eine illiquide Anlage zahlen als für eine identische Anlage, die leichter verkauft werden kann. Aus der Bewertungsperspektive ist es daher unbestritten, dass in einem solchen Fall ein Illiquiditätsabschlag angewandt werden sollte.

Eine illiquide Investition wird in der Regel auf der Grundlage einer vollständigen Liquidität bewertet und in einem zweiten Schritt wird ein Abschlag angewandt, um die fehlende Liquidität zu berücksichtigen. Gemäss der relevanten Fachliteratur liegen solche Abschläge zwischen 15% und 20%.<sup>8</sup>

Zusätzlich zu dieser in der Praxis häufig verwendeten Abschlagsbandbreite, wird heute oft der Liquiditätsabschlag auch mit einem «Put-Option»-Modell quantifiziert. Die Überlegung hinter diesem Ansatz ist, dass, wer illiquide Aktien hält und eine Option auf den Verkauf dieser Aktien zum freien Marktpreis erwirbt, faktisch Liquidität für diese Aktien erworben hat. Der Preis dieser Put-Option ist der Abschlag für fehlende Liquidität.<sup>9</sup>

Wir verwenden das Black-Scholes-Modell für Put-Optionen, um den Illiquiditätsabschlag zu ermitteln und damit die in der Literatur angegebene Abschlagsbandbreite zu stützen.

Black Scholes-Annahmen		
Aktienkurs	S	15.1
Ausübungspreis	K	15.1
Restlaufzeit	t	1
Risikofreier Zinssatz	r	2.9%
Volatilität	v	35%
<b>Wert der Put-Option</b>	<b>P</b>	<b>1.86</b>
<b>Abschlag</b>		<b>12.3%</b>

Einer der wichtigsten Inputs des Put-Option-Modells ist die angenommene Volatilität. Gemäss Elmore (2017)<sup>10</sup>, schwankt die annualisierte Volatilität von Aktien von Privatunternehmen in der Regel zwischen 50% und 125%, während börsenkotierte und liquide Aktien wie die des Swiss Market Index (SMI) eine Volatilität von rund 20% aufweisen. Da die Aktie von Spice PE zwar kotiert ist, aber nur selten gehandelt wird, verwenden wir den Mittelwert zwischen der Volatilität einer liquiden, kotierten Aktie (20%) und dem unteren Ende der Spanne von Unternehmen in Privatbesitz (50%), was eine angenommene Volatilität von 35% ergibt.<sup>11</sup> Der Abschlag auf Basis dieses Put-Option-Modells beträgt 12.3%.

In Anbetracht der in der Literatur vorgeschlagenen Bandbreite und unserer eigenen Berechnungen, die wiederum einer gewissen Sensitivität unterliegen, wenden wir eine Abschlagsbandbreite von 10% bis 20% an, um den ANAV um die fehlende Liquidität der Aktie von Spice PE zu korrigieren. Daraus ergibt sich ein ANAV nach Abzug des Illiquiditätsabschlags von **USD 15.3 bis USD 17.3** pro Aktie. Die unten stehende Tabelle zeigt die Sensitivität des ANAV gegenüber den verschiedenen Illiquiditätsabschlägen.

### Sensitivitätsanalyse bezüglich des Illiquiditätsabschlags

Abschlag	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
ANAV pro Aktie nach Abzug des Illiquiditätsabschlags	17.3	16.8	16.3	15.8	15.3

<sup>8</sup> Cheridito Y., Schneller T. (2008): Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung.

<sup>9</sup> David Chaffe (1993), «Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations», Business Valuation Review, 12, 4:182–188.

<sup>10</sup> Elmore (2017): Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations, in: Insights / Winter 2017.

<sup>11</sup> Siehe auch IFBC (2018): Fairness Opinion Qino AG, S. 22.





# Analyse vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen

## NAV-ABSCHLÄGE VON VERGLEICHBAREN UNTERNEHMEN

Die meisten kotierten Investmentgesellschaften werden mit einem Abschlag im Vergleich zu ihrem ausgewiesenen NAV gehandelt. Wie oben beschrieben, ist dies auch bei der Aktie von Spice PE der Fall, deren mittlerer Abschlag auf den NAV in den letzten drei Jahren bei 49% lag.

Die Gründe für solche Abschläge sind vielfältig und können Folgendes umfassen:<sup>12</sup>

- **Unternehmenskosten/-gebühren:** Die Unternehmenskosten, die wir im Rahmen unserer ANAV-Analyse abziehen, sind ein wichtiger Grund für den Abschlag, da sie im NAV nicht berücksichtigt sind. Je höher also die Kosten für Verwaltungs- und Managementgebühren sowie andere Betriebsaufwendungen im Verhältnis zur Portfoliogrösse sind, desto höher ist der Abschlag. Je nach Unternehmensstruktur können sogar mehrere Gebührenebenen anfallen.
- **Illiquidität der Aktie:** Wenn Anleger ihre Aktien nicht problemlos auf dem Markt verkaufen können, werden sie einen Abschlag anwenden, um ihr Liquiditätsrisiko abzudecken.

- **Illiquidität und Qualität des investierten Portfolios:** Unternehmen, die ausschliesslich in andere kotierte Unternehmen investieren, werden tendenziell mit geringeren Abschlägen gehandelt als Unternehmen, die in privat gehaltene Vermögenswerte investieren.
- **Qualität/Transparenz der Berichterstattung:** Je geringer die Qualität der Berichterstattung (hinsichtlich Häufigkeit, Detaillierungsgrad, Zeitnähe usw.), desto grösser ist die Unsicherheit für den Investor, was sich auch im Abschlag bemerkbar macht.
- **Dividendenpolitik:** Aktien, die regelmässig eine Dividende ausschütten, weisen tendenziell niedrigere Abschläge auf.
- **Aktionärsstruktur:** Unternehmen mit einem einflussreichen Mehrheitsaktionär werden tendenziell mit höheren Abschlägen gehandelt als Unternehmen mit grösserem Streubesitz.

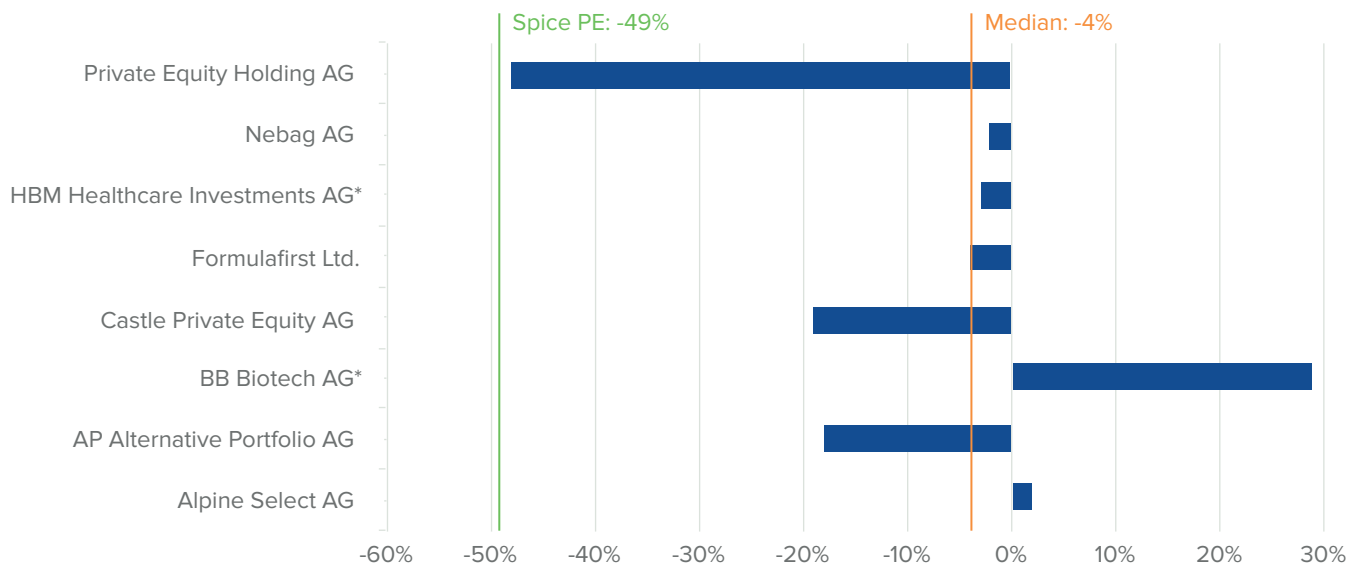
Mehrere dieser Merkmale treffen auch auf Spice PE zu, was den relativ hohen Abschlag im Vergleich zu einigen seiner Vergleichsunternehmen erklärt, wie im Folgenden erläutert wird.

<sup>12</sup>NZZ: Der stete Kampf gegen einen Abschlag an der Börse (4. Dezember 2019); Cadre Insights: Why do Secondary Market Opportunities Trade at a Discount? (7. August 2019).

In diesem Abschnitt analysieren wir die NAV-Abschläge vergleichbarer Unternehmen. Wenn man sich eine Vergleichsgruppe anderer an der Schweizer Börse kotierter Investmentunternehmen ansieht, gibt es erhebliche Unterschiede bei den NAV-Abschlägen, die von minus 50%

bis zu einem Aufschlag von 30% reichen. Angesichts der grossen Spanne ist der Median von 4% nur begrenzt aussagekräftig. Da die Aktien der meisten Vergleichsunternehmen von Spice PE ebenfalls nicht liquide sind, wird die Qualität der Analyse zusätzlich beeinträchtigt.

### Schweizer Vergleichsunternehmen: Aktienkursabschlag zum NAV (31. März 2022)



Quelle: Infront Analytics, NAV-Berichte der Unternehmen; \*) Liquide im Sinne des Schweizer Übernahmeregchts

Spice PE ist aufgrund seiner Kombination aus Anlagefokus, Grösse und Aktionärsstruktur ziemlich einzigartig an der Schweizer Börse. Dadurch lässt sich der relativ grosse Unterschied zwischen seinem NAV-Abschlag und dem der meisten Vergleichsunternehmen erklären. Das einzige kotierte Schweizer Investmentunternehmen mit einer relativ hohen Vergleichbarkeit ist die Private Equity Holding AG,

die gemessen am NAV etwa gleich gross ist wie Spice PE. Ca. 1/4 des Portfolios besteht aus Direktinvestitionen, der Rest aus Fund of Funds-Investitionen. Zudem verfügt das Unternehmen über ein bedeutendes Engagement in der Konsum- und Technologiebranche und sein Investmentmanager ist auch sein grösster Aktionär, genau wie bei Spice PE.

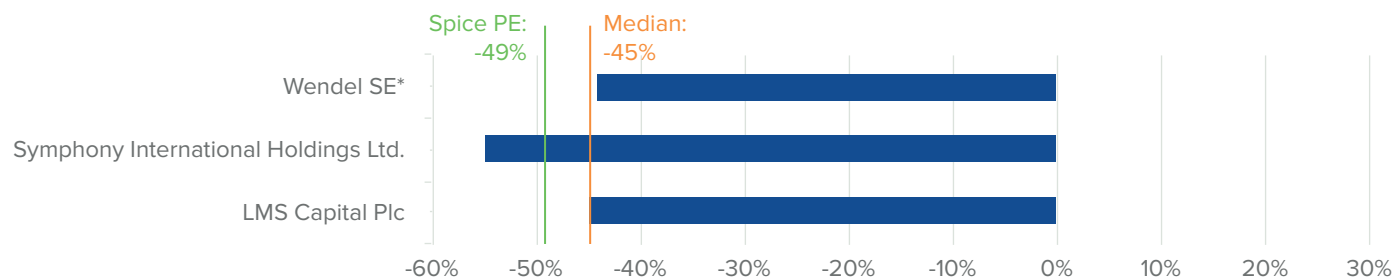
Zusätzlich zu den Schweizer Vergleichsunternehmen von Spice PE haben wir weitere internationale Vergleichsunternehmen identifiziert, die in Bezug auf Investitionsfokus, Aktionärsstruktur und teilweise auch Grösse, besser mit Spice PE vergleichbar sind.

- LMS Capital ist ein kleines Investmentunternehmen (NAV ca. USD 58 Mio.), das etwa zur Hälfte in Private Equity investiert ist und die andere Hälfte in Form von flüssigen Mitteln hält. Die Anlegerbasis besteht ebenfalls hauptsächlich aus Privatanlegern, wohlhabenden Privatpersonen und Family Offices, wie im Falle des Streubesitzes von Spice PE.
- Mit einem NAV von fast USD 500 Mio. ist Symphony International Holding Ltd. grösser. Wie Spice PE konzentriert sich das Unternehmen jedoch auf die Schwellenländer (Asien). Das Unternehmen hat auch ein bedeutendes Engagement im Bereich des Gastgewerbes, so wie Spice mit Bravo Brio.

- Wendel SE ist ein viel grösseres Investmentunternehmen, aber seine Referenzaktionäre halten etwa 40% des Unternehmens und es weist ein ziemlich konzentriertes Portfolio mit einer Mischung aus privaten und kotierten Unternehmen auf. Ausserdem verfügt es wie Spice PE über ein beträchtliches Barguthaben.

Diese Vergleichsunternehmen haben einen NAV-Abschlag in einer ähnlichen Grössenordnung wie Spice PE, was zeigt, dass ein solcher Abschlag für diese Art von Investmentunternehmen nicht ungewöhnlich ist.

## Internationale Vergleichsunternehmen: Aktienkursabschlag zum NAV (31. März 2022)

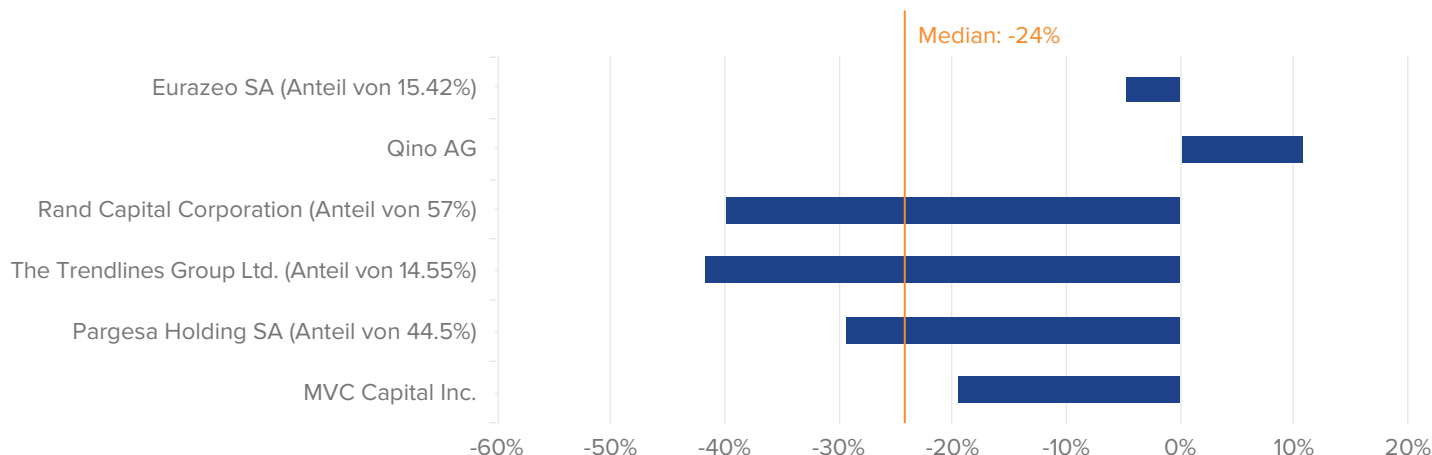


Quelle: Infront Analytics, NAV-Berichte der Unternehmen; \*) Liquide im Sinne des Schweizer Übernahmerechts

## NAV-ABSCHLÄGE BEI VERGLEICHBAREN TRANSAKTIONEN

Die NAV-Abschläge vergangener vergleichbarer Transaktionen ergeben ein ähnliches Bild wie die Analyse der NAV-Abschläge von vergleichbaren Unternehmen. Die Abschläge/Prämien reichen von -40% bis +10%, mit einem mittleren Abschlag von 24%.

### NAV-Abschlag bei vergleichbaren Transaktionen



Quelle: Mergermarket, NAV-Berichte der Unternehmen

## ÜBERNAHMEPRÄMIEN

Eine Analyse der Übernahmeprämien bei vorangegangenen öffentlichen Transaktionen von Investmentunternehmen zeigt, dass in den vergangenen zwanzig Jahren in der Schweiz bei Übernahmen eine Prämie zwischen 0% und 55% auf dem aktuellen Aktienkurs gezahlt wurde.

Die Zahlung einer Prämie hängt stark von den Merkmalen der Transaktion und den aktuellen Marktbedingungen (z. B. Wettbewerb) ab.

Jahr	Erworbenes Unternehmen	Prämie
2020	Pargesa Holding SA	14.0%
2018	QINO AG	54.5%
2013	Absolute Invest AG	3.3%
2009	Harwanne Compagnie	50.0%
2009	Athris Holding	3.7%
2009	BB Medtech	10.9%
2008	Growth Value Opportunities	1.0%
2008	Micro Value AG	4.4%
2005	Swiss Small Cap Invest	-1.4%
2005	EIC Electricity	0.6%
2004	Pelham Investments	3.9%

## SCHLUSSFOLGERUNG NACH ANALYSE VERGLEICHBARER UNTERNEHMEN UND TRANSAKTIONEN

Aus der Analyse der NAV-Abschläge und Übernahmeprämien lässt sich eine grosse Bandbreite bei den vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen erkennen. Dies hängt mit der Heterogenität der Investmentunternehmen hinsichtlich Grösse, Investitionsfokus, Aktionärsstruktur usw. zusammen.

Der NAV-Abschlag von Spice PE liegt am oberen Ende der beobachteten Bandbreite. Es gibt jedoch mehrere Gründe, die den relativ hohen Abschlag erklären. Daher ist der Abschlag von 49% gegenüber dem letzten ausgewiesenen Net Asset Value, der sich aus dem Angebotspreis von USD 16.25 ergibt, im Vergleich zu den beobachtbaren Marktdaten nicht aussergewöhnlich.



# Beurteilung der Alternativen für die Publikumsaktionäre

## AKTIENVERKAUF ÜBER DIE BÖRSE

Der Verkauf der Aktien über die Börse würde im Allgemeinen als praktische Alternative zur Annahme des Angebots von GP Swiss AG betrachtet werden. Ein rational denkender Anleger wird diese Option wählen, wenn der Nettoerlös aus dem Verkauf über die Börse höher ist als der Angebotspreis. Anders ausgedrückt wäre dies nur dann der Fall, wenn der Aktienkurs am Ende des Angebotszeitraums über dem Angebotspreis liegen würde. Am Tag vor der Voranmeldung lag der Schlusskurs der Aktie bei USD 15.10 und damit USD 1.15 unter dem Angebotspreis.

Eine Prognose des Aktienkurses bis zum Ende des Angebotszeitraums ist nicht möglich. Allerdings ist es eher unwahrscheinlich, dass er den Angebotspreis deutlich übersteigen wird, denn dies würde bedeuten, dass bestimmte Anleger bereit wären, die Aktie für mehr als den Angebotspreis zu kaufen.

Ferner kann man aufgrund der Illiquidität der Aktien davon ausgehen, dass der Verkauf einer grösseren Anzahl von Aktien über die Börse einen negativen Einfluss auf den Aktienkurs hätte. Daher würde im Gegensatz zu dem Angebot von GP Swiss AG von USD 16.25 für alle ausstehenden Aktien ein Verkauf über die Börse keinen fixen Preis für alle ausstehenden Aktien garantieren.

## ABLEHNUNG DES ANGEBOTS

Die Publikumsaktionäre, welche die ausstehenden Aktien halten, könnten das Angebot ablehnen. Ein Anleger würde dies tun, wenn er damit rechnet, dass der Aktienkurs in absehbarer Zeit über den Angebotspreis steigen wird, wenn er beabsichtigt, das Angebot zu blockieren oder wenn er in Zukunft ein besseres Angebot erwartet.

Es ist davon auszugehen, dass die Liquidität der ohnehin schon illiquiden Aktie durch den reduzierten Streubesitz infolge der Annahme des Angebots durch einzelne Aktionäre noch weiter sinken wird. Dadurch erscheint eine Verringerung des NAV-Abschlags und damit ein Anstieg des Aktienkurses unwahrscheinlich.

Gemäss der Voranmeldung unterliegt das Angebot einer Mindestannahmequote von 90%. Wird dies erreicht, hat der Erwerber die Möglichkeit, eine Fusion mit Spice PE zu erwirken (Art. 18 Abs. 5 FusG). Wenn der Erwerber nach der Angebotsfrist mehr als 98% hält, kann er die verbleibenden Aktien für kraftlos erklären (Art. 137 FinfraG). In beiden Fällen ist es unwahrscheinlich, dass ein Aktionär einen höheren Preis als den Angebotspreis erzielen würde.

GP Investments beabsichtigt schliesslich, die Aktie nach dem öffentlichen Angebot dekotieren zu lassen. Es ist anzunehmen, dass die beabsichtigte Dekotierung zu einem Verkaufsdruck führen wird, der vermutlich eher zu einem weiteren Kursrückgang als zu einem Anstieg führen wird, der jedoch erforderlich wäre, um diese Alternative für einen Minderheitsaktionär genügend attraktiv zu machen.

## LIQUIDATION

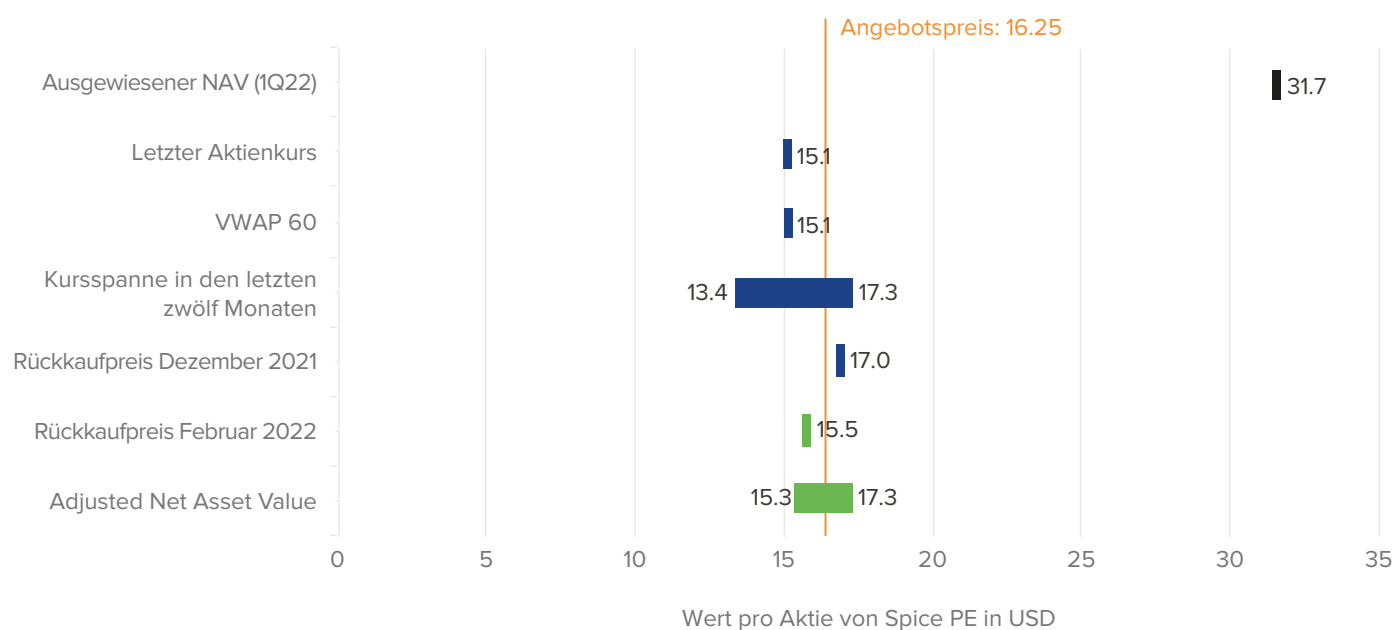
Ein weiteres Szenario wäre die Liquidation von Spice PE. Aus Sicht der Minderheitsaktionäre, die über die Annahme oder Ablehnung des bestehenden Angebots entscheiden müssen, ist dies jedoch keine Alternative, die sie aktiv anstreben könnten. Da der dominierende Mehrheitsaktionär über 70% des Unternehmens kontrolliert, wäre keiner der Minderheitsaktionäre in der Lage, eine Liquidation des Unternehmens zu veranlassen.

**Zusammenfassend lässt sich sagen, dass keine der besprochenen Alternativen für die Publikumsaktionäre von Spice PE eindeutig besser zu sein scheint als die Annahme des bestehenden Angebots.**



# Fazit

## Bewertungsübersicht





Die vorhergehende Grafik fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse sowie weitere Referenzpunkte zusammen. Oaklins stützt seine Schlussfolgerung auf die folgenden Überlegungen:

- GP Investments hat einen Preis pro Aktie von **USD 16.25** netto in bar geboten.
- Das Angebot von GP Investments entspricht einer Prämie von 7.6% auf dem 60-tägigen VWAP von USD 15.11 und einer Prämie von 7.6% auf dem Schlusskurs des Tages vor der Voranmeldung, der bei USD 15.10 lag.
- In den letzten zwölf Monaten bewegte sich der Aktienkurs von Spice PE zwischen USD 13.4 und USD 17.3. Der Angebotspreis liegt näher am oberen Ende dieser Spanne.
- Die Aktie von Spice PE ist gemäss der Definition des Schweizerischen Übernahmerechts illiquide. Aus diesem Grund ist der Vergleich mit dem Aktienkurs nur bedingt aussagekräftig.
- Basierend auf unserer zentralen Bewertungsmethode – dem Adjusted Net Asset Value (ANAV) – liegt der Wert für eine Aktie von Spice PE bei **USD 15.3 bis USD 17.3**. Der angebotene Preis wird durch diese Wertbandbreite gestützt.
- Der zweite wichtige Wertindikator sind die Preise, die im Rahmen der beiden letzten Aktienrückkaufprogramme bezahlt wurden. Diese betrugen USD 17.0 im Dezember 2021 und USD 15.5 im Februar 2022. Der letzte Rückkaufpreis ist ein guter Indikator für einen marktbasierten Wert der Aktie von Spice PE. Die Nachfrage nach beiden Aktienrückkaufprogrammen war hoch und die Anzahl der Aktien, die dem Unternehmen angedient wurden, überstieg die Anzahl der angebotenen Aktien bei weitem. Das zweite Rückkaufprogramm zum niedrigeren Preis von **USD 15.5** war um den Faktor 2.5 überzeichnet, was darauf hindeutet, dass dieser Rückkaufpreis ein attraktives Angebot für die Aktionäre darstellte. Der Angebotspreis von USD 16.25 entspricht einem Aufschlag von 4.8% auf diesem letzten Rückkaufpreis.

Ausgehend von unseren Analysen beurteilen wir das öffentliche Übernahmeangebot von GP Investments in Höhe von USD 16.25 pro Aktie aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.



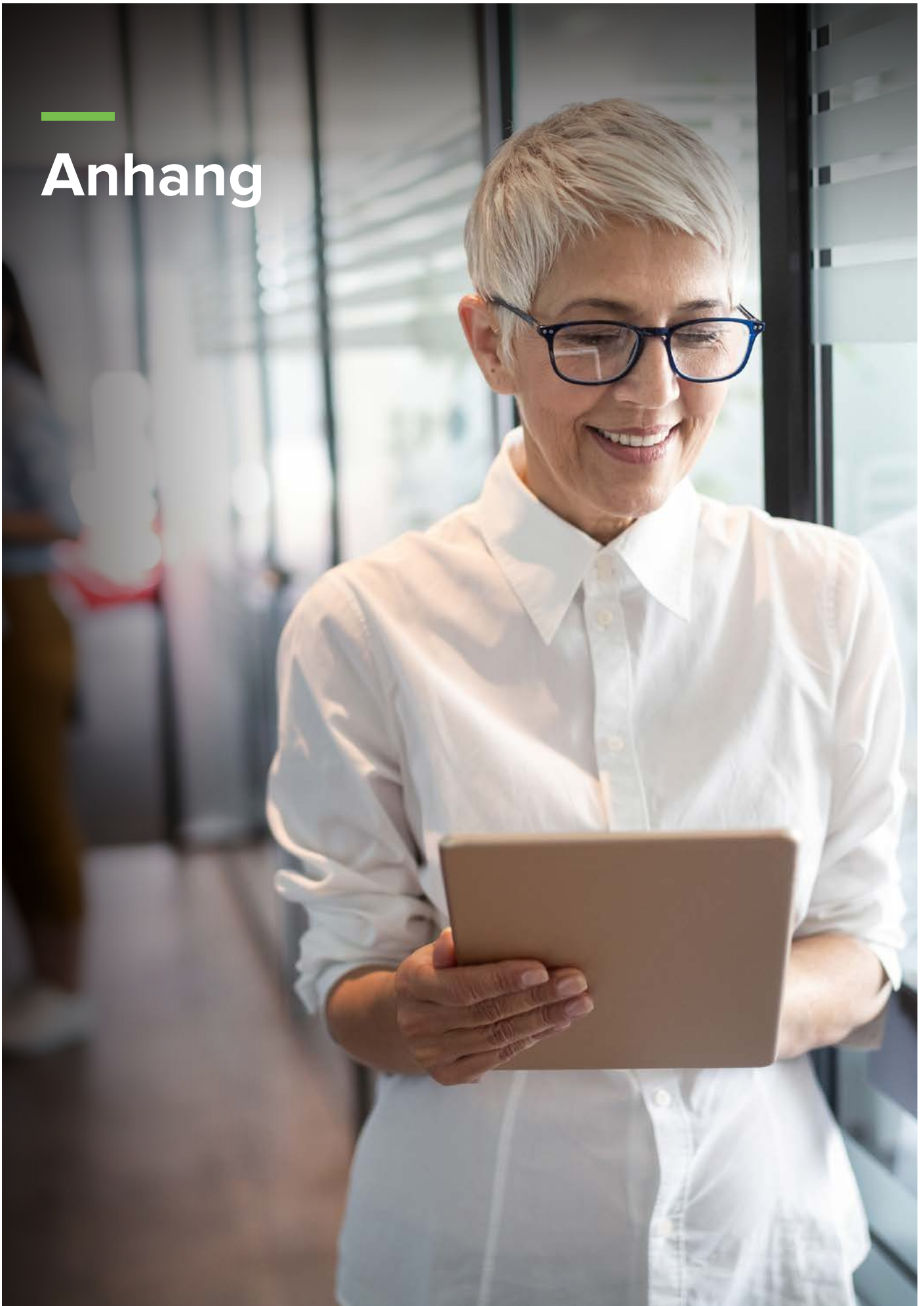
**DR. JÜRIG STUCKER, CFA**  
Partner



**DR. DANIEL SPRING, CFA**  
Director, Head of Valuations



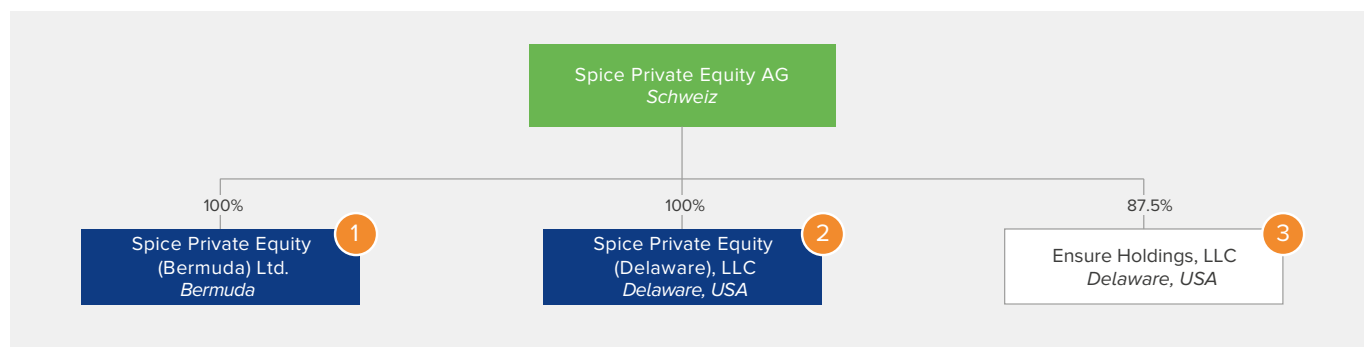
# Anhang



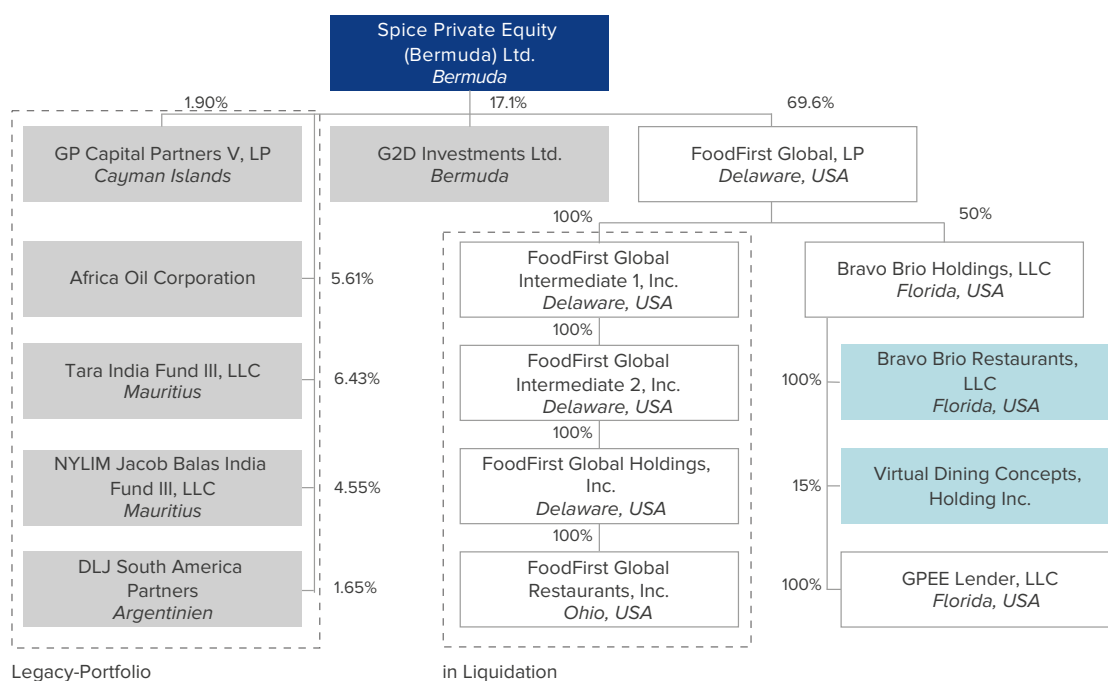
## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

<b>1Q</b>	Erstes Quartal (des Jahres)	<b>IPO</b>	Initial Public Offering (Börsengang)
<b>ANAV</b>	Adjusted Net Asset Value	<b>ISIN</b>	International Securities Identification Number
<b>BR</b>	Brasilien	<b>LLC</b>	Limited liability company
<b>BRL</b>	Brasilianischer Real	<b>Ltd.</b>	Limited
<b>CAGR</b>	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)	<b>Ltda.</b>	Limitada
<b>CDS</b>	Credit Default Swap	<b>LTM</b>	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
<b>CFA</b>	Chartered Financial Analyst	<b>NAV</b>	Net Asset Value
<b>CH</b>	Schweiz	<b>P/B</b>	Price-to-book value ratio (Kurs-Buchwert-Verhältnis)
<b>CHF</b>	Schweizer Franken	<b>P/E</b>	Price-to-earnings ratio (Kurs-Gewinn-Verhältnis)
<b>COGS</b>	Cost of goods sold	<b>S.A.</b>	Sociedade Anónima
<b>COVID</b>	Coronavirus	<b>SLI</b>	Swiss Leader Index
<b>D&amp;O</b>	Directors and officers (Vermögensschadenhaftpflichtversicherung, die ein Unternehmen für seine Organe und leitenden Angestellten abschliesst)	<b>SMI</b>	Swiss Market Index
<b>DCF</b>	Discounted Cashflow	<b>Spice PE</b>	Spice Private Equity AG
<b>DDM</b>	Dividendendiskontierungsmodell	<b>UEK</b>	Schweizerische Übernahmekommission
<b>E&amp;O</b>	Errors and omissions (Versicherung gegen Schadenersatzansprüche aus dem operativen Geschäft)	<b>UEV</b>	Übernahmeverordnung
<b>EM</b>	Emerging Markets (Schwellenmärkte)	<b>UK</b>	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
<b>EV</b>	Enterprise Value (Unternehmenswert)	<b>US</b>	United States
<b>FinfraG</b>	Finanzmarktinfrastukturgesetz	<b>USA</b>	United States of America
<b>FOF</b>	Fund of funds	<b>USD</b>	US-Dollar
<b>FusG</b>	Fusionsgesetz	<b>usw.</b>	und so weiter
<b>FYE</b>	Financial year end (Ende des Geschäftsjahres)	<b>VDC</b>	Virtual Dining Concept
<b>GJ</b>	Geschäftsjahr	<b>VR</b>	Verwaltungsrat
<b>IC</b>	Inter-company	<b>VWAP</b>	Value-weighted average price (wertgewichteter Durchschnittskurs)
<b>Inc.</b>	Incorporated	<b>WACC</b>	Weighted average cost of capital (gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
		<b>YTD</b>	year to date (seit Jahresbeginn)
		<b>z. B.</b>	zum Beispiel

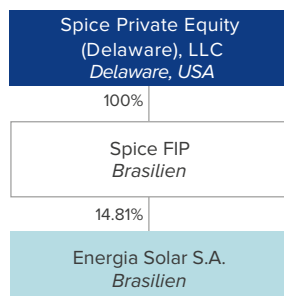
## AKTIONÄRSSTRUKTUR



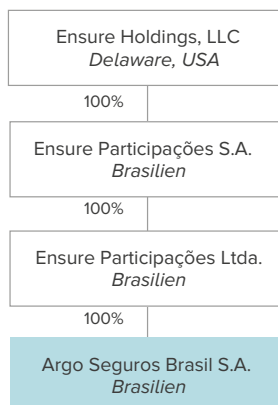
## 1 Spice Private Equity (Bermuda) Ltd.



## 2 Spice Private Equity (Delaware), LLC



## 3 Ensure Holdings, LLC



- Operative Tochtergesellschaften
- Nicht-operative Holdinggesellschaften
- Private-Equity-Gesellschaften / Fund of Funds Beteiligungen

Quelle: Spice Private Equity AG

## KAPITALKOSTEN (WACC)

Parameter	Bravo Brio	Insole	Spice PE
Land	USA	Brasilien	Schweiz
Währung	USD	BRL	USD
① Risikofreier Zinssatz	2.9%	9.4%	2.9%
② Marktrisikoprämie	5.1%	7.2%	6.2%
③ Unlevered Beta	0.98	0.67	0.55
Relevered Beta	1.07	0.90	0.55
④ Grössenprämie	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>13.3%</b>	<b>20.9%</b>	<b>11.3%</b>
① Risikofreier Zinssatz	2.9%	9.4%	n/a
⑤ Kreditrisikoprämie	3.0%	3.0%	n/a
<b>Fremdkapitalkosten</b>	<b>5.9%</b>	<b>12.4%</b>	<b>n/a</b>
⑥ Anteil Eigenkapital	89.4%	66.4%	100.0%
⑥ Anteil Fremdkapital	10.6%	33.6%	-
⑦ Unternehmenssteuersatz		34.0%	11.9%
<b>WACC</b>	<b>12.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>11.3%</b>

## Ableitung der Kapitalkostenparameter

- ① Wir schätzen die erwartete risikofreie Rendite auf Basis der Rendite der jeweiligen 10-jährigen Staatsanleihen zum Bewertungszeitpunkt (d. h. Vereinigte Staaten, Brasilien). Die derzeitigen Renditen 10-jähriger brasilianischer Staatsanleihen enthalten eine beträchtliche Länderrisikoprämie. Um Doppelzählungen zu vermeiden und einen tatsächlichen risikofreien Satz zu ermitteln, wird von der aktuellen Rendite der länderspezifische CDS-Spread abgezogen.
- ② Wir verwenden die letzte verfügbare implizite Marktrisikoprämie nach Prof. A. Damodaran<sup>13</sup>. Die implizite Marktrisikoprämie ergibt sich aus der Invertierung von Aktienbewertungen, bereinigt um das länderspezifische Risiko. Für Bravo Brio und Insole verwenden wir die länderspezifische Marktrisikoprämie und für Spice PE einen nach dem NAV gewichteten Durchschnitt zwischen USA und Brasilien.
- ③ Bravo Brio & Spice PE: Die Betas entsprechen dem Median der Betas von vergleichbaren Unternehmen. Diese basieren auf einer Regression der monatlichen Renditen auf den jeweiligen Index über einen Zeitraum von fünf Jahren.  
Insole: Wir verwenden das «unlevered» Beta der entsprechenden Branche für Schwellenländer nach Prof. A. Damodaran, da die Vergleichsgruppe keine ausreichenden Daten liefert.
- ④ Die Grössenprämie von 5.0% basiert auf dem 2021 Valuation Handbook von Duff & Phelps.
- ⑤ Die Kreditrisikoprämie basiert auf den aktuellen Zinskonditionen.
- ⑥ Bravo Brio: Die langfristige Zielkapitalstruktur entspricht einer branchenüblichen Finanzierungsstruktur und ist von der Vergleichsgruppe abgeleitet.  
Insole: Langfristige Zielkapitalstruktur für die Branche nach Prof. A. Damodaran, da die Daten der Vergleichsgruppe nicht ausreichen, um einen aussagekräftigen Wert abzuleiten.  
Spice PE: Wir gehen von einer Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital aus, wie sie für eine Investmentgesellschaft üblich ist.
- ⑦ Erwarteter Unternehmenssteuersatz gemäss Annahmen der Geschäftsleitung bzw. dem KPMG Corporate Tax Report.

<sup>13</sup>Prof. Dr. Aswath Damodaran ist ein renommierter Professor für Unternehmensfinanzierung und -bewertung an der Stern School of Business der New York University. Seine regelmässig veröffentlichten Daten zu Marktrisikoprämien und anderen Corporate Finance Informationen sind zu einem Standard in der Bewertungspraxis geworden.

## Bravo Brio: Beta und Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Land	Marktkapitalisierung	Finanzverbindlichkeiten <sup>1</sup>	Anteil der Finanzverbindlichkeiten	Levered Beta <sup>2</sup>	Unlevered Beta	Umsatz
Bj's Restaurants Inc.	USA	660	50	7.0%	n/m	n/m	1'087
Brinker International Inc.	USA	1'671	1'009	37.6%	2.43	1.87	3'338
The Cheesecake Factory Inc.	USA	4'219	467	10.0%	n/m	n/m	2'928
Red Robin Gourmet Burgers Inc.	USA	265	194	42.3%	1.67	0.98	1'162
Cracker Barrel Old Country Store Inc.	USA	2'760	327	10.6%	0.81	0.74	2'821
Texas Roadhouse Inc.	USA	5'732	100	1.7%	0.61	0.60	3'464
Darden Restaurants Inc.	USA	16'583	1'849	10.0%	1.43	1.36	7'196
Denny's Corp.	USA	883	184	17.2%	1.07	0.94	398
Noodles & Co.	USA	274	41	13.0%	n/m	n/m	475
Dine Brands Global, Inc.	USA	1'305	1'352	50.9%	n/m	n/m	896
Ruth's Hospitality Group Inc.	USA	768	50	6.1%	1.39	1.27	429
Bloomin Brands Inc.	USA	1'957	722	27.0%	1.05	0.76	4'122
Chuy's Holdings Inc.	USA	513	-	0.0%	1.29	1.29	396
Minimum		265	-	0.0%	0.61	0.60	396
Maximum		16'583	1'849	50.9%	2.43	1.87	7'196
Mittelwert		2'892	488	18.0%	1.31	1.09	2'209
<b>Median</b>		<b>1'305</b>	<b>194</b>	<b>10.6%</b>	<b>1.29</b>	<b>0.98</b>	<b>1'162</b>

Quelle: Infront Analytics

n/m = nicht aussagekräftig

Beträge in Millionen USD

Marktkapitalisierung und Finanzverbindlichkeiten per 31. März 2022; der Umsatz bezieht sich auf das am 31. Dezember 2021 abgeschlossene Geschäftsjahr.

<sup>1</sup> Verzinsliches Fremdkapital<sup>2</sup> Regression mit dem jeweiligen Benchmark-Index, basierend auf den monatlichen Renditen über einen Zeitraum von fünf Jahren. Nur statistisch signifikante Betas wurden in der Analyse berücksichtigt (Signifikanzniveau von 95%).

## Spice Private Equity: Beta der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Land	Markt- kapitalisierung	Levered Beta <sup>1</sup>
Alpine Select AG	Schweiz	150	0.23
AP Alternative Portfolio AG	Schweiz	98	n/m
BB Biotech AG	Schweiz	3'881	1.15
Castle Private Equity AG	Schweiz	117	n/m
Formulafirst Ltd.	Schweiz/Britische Jungferninseln	13	n/m
HBM Healthcare Investments AG	Schweiz	2'079	0.76
nebag ag	Schweiz	93	0.51
Private Equity Holding AG	Schweiz	221	0.55
Minimum		13	0.23
Maximum		3'881	1.15
Mittelwert		832	0.64
<b>Median</b>		<b>134</b>	<b>0.55</b>

Quelle: Infront Analytics  
n/m = nicht aussagekräftig  
Beträge in Millionen USD  
Marktkapitalisierung per 31. März 2022

<sup>1</sup> Regression mit dem jeweiligen Benchmark-Index, basierend auf den monatlichen Renditen über einen Zeitraum von fünf Jahren. Nur statistisch signifikante Betas wurden in der Analyse berücksichtigt (Signifikanzniveau von 95%).

## DETAILS ZUR BEWERTUNG: BRAVO BRIO

## Überleitung vom DCF-Wert zum Wert der Beteiligung von Spice PE an Bravo Brio

in USD'000	Wert von 100%	Beteiligung von Spice PE	Wert der Beteiligung
<b>Bravo Brio Restaurants, LLC</b>			
Unternehmenswert (DCF-Wert)	69'030		
Finanzverbindlichkeiten	(3'677)		
Nicht-betriebliche flüssige Mittel	-		
<b>Eigenkapitalwert vor inter-company Verbindlichkeiten</b>	<b>65'353</b>		
GPEE Lender Debt (inter-company Verbindlichkeiten)	(15'438)		
<b>Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants, LLC</b>	<b>49'915</b>		
<b>Bravo Brio Holdings, LLC</b>			
Beteiligung an Bravo Brio Restaurants, LLC	49'915		
Konsolidierung der inter-company Verbindlichkeiten (GPEE)	15'438		
VDC-Beteiligung (zu Anschaffungskosten; 15%)	10'000		
Andere Nettovermögenswerte und -verbindlichkeiten	-		
<b>Eigenkapitalwert der Bravo Brio Holdings, LLC</b>	<b>75'353</b>		
<b>FoodFirst Global, LP</b>			
Beteiligung an Bravo Brio Holdings, LLC	37'676	69.6%	26'223
Andere Vermögenswerte	1'098	69.6%	764
Barwert der erwarteten Kosten der Insolvenzabwicklung	(2'000)	69.6%	(1'392)
Barwert der erwarteten wiederkehrenden Kosten von FoodFirst Global	(1'396)	69.6%	(971)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>			<b>24'623</b>

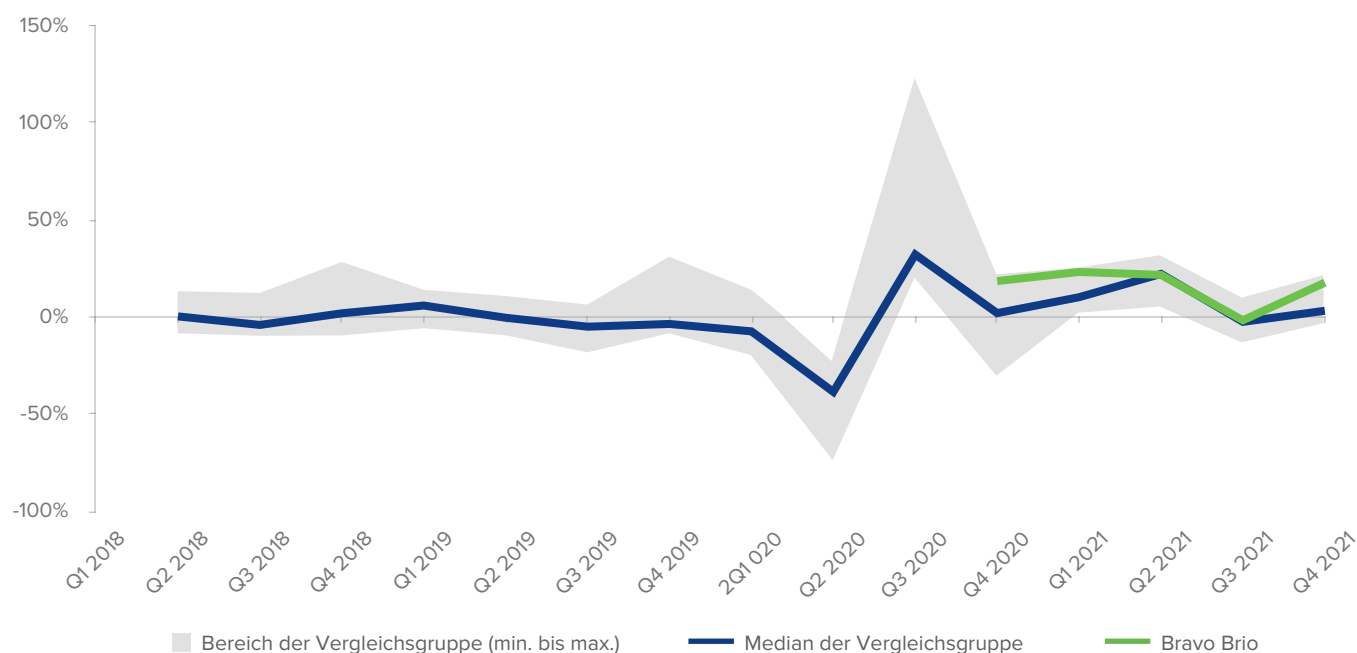
## Sensitivitätsanalyse (DCF-Bewertung)

in USD'000		WACC				
ewige Wachstumsrate		11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%
	1.0%	50'222	46'637	43'371	40'384	37'641
	1.5%	54'022	50'074	46'493	43'230	40'245
	2.0%	58'227	53'858	49'915	46'337	43'078
	2.5%	62'905	58'046	53'682	49'744	46'171
	3.0%	68'142	62'704	57'852	53'495	49'563



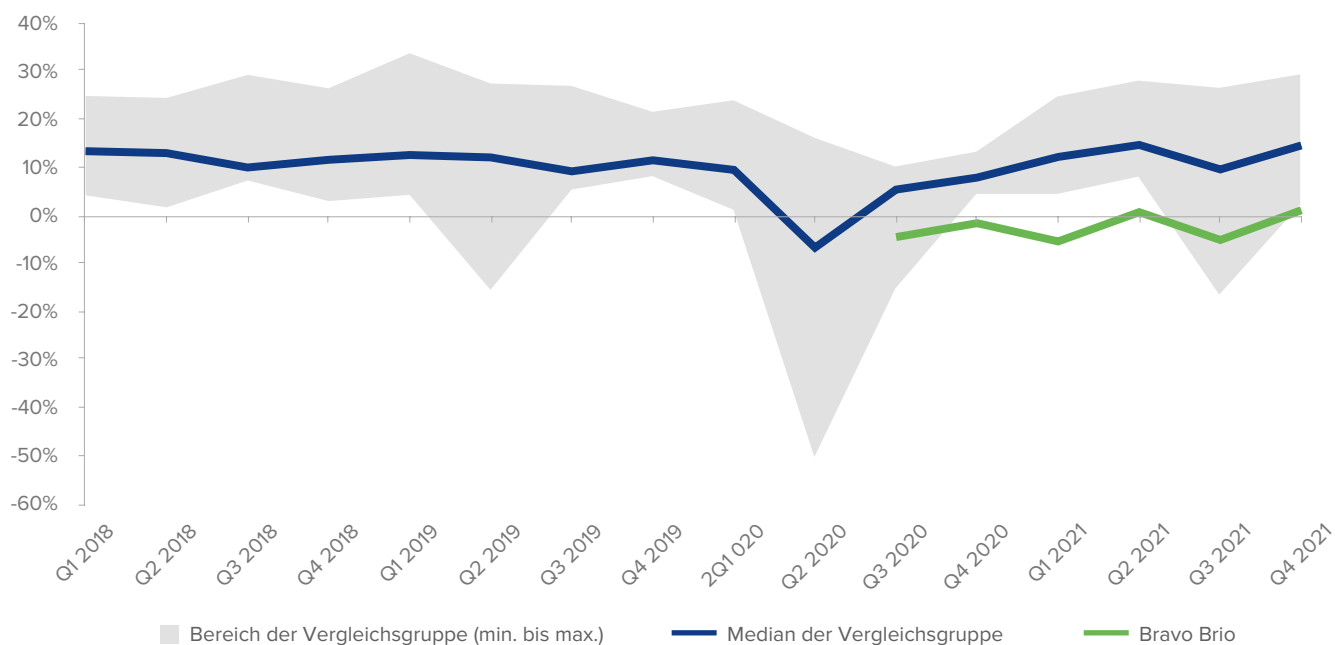
## Bravo Brio: Benchmark-Analyse/Plausibilisierung des Businessplans

## Benchmark-Analyse: Umsatzwachstum



Quelle: Infront Analytics; Monatliche Reports Bravo Brio Restaurants

## Benchmark-Analyse: EBITDA-Marge



Quelle: Infront Analytics; Monatliche Reports Bravo Brio Restaurants

## Fazit

- Das Umsatzwachstum von Bravo Brio entspricht dem Wachstumsmuster der Vergleichsunternehmen.
- Die EBITDA-Marge von Bravo Brio liegt am unteren Ende oder sogar unter der Bandbreite, die bei den Vergleichsunternehmen zu beobachten ist.

**Marktstudien: Branchenwachstum**

Sektor	Region	Zeitraum	CAGR	Quelle
US Fast Casual Restaurants Market	USA	2020–2025	8.0%	Technavio (2021), Fast Casual Restaurants Market in US by Product – Forecast and Analysis 2021–2025
Fast Casual Restaurants Market	Weltweit	2021–2026	12.4%	Technavio (2022), Fast Casual Restaurants Market by Product and Geography – Forecast and Analysis 2022–2026
US Fast Food Market	USA	2021–2028	4.4%	Grand View Research (2021), Fast Food Market Size, Share & Trends Analysis Report
US Restaurant Employment Forecast	USA	2023–2030	1.3%	National Restaurant Association (2022), 2022 State of the Restaurant Industry
Fast Food and Quick Service Restaurant Market	Weltweit	2022–2027	4.9%	IMARC Group (2022), Fast Food and Quick Service Restaurant Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2022–2027

**Fazit**

- Das von Bravo Brio angestrebte Umsatzwachstum von 7.1% p.a. zwischen 2022 und 2025 liegt im Bereich der Wachstumsraten, die von führenden Branchenstudien und -berichten angegeben werden.

## Bravo Brio: Trading Multiple-Bewertung

In USD'000	Min.	25% Perzentil	Median
EV/EBITDA 2022e	3.7	5.7	8.1
EBITDA FY22B	10'731	10'731	10'731
<b>Unternehmenswert der Bravo Brio Restaurants</b>	<b>39'223</b>	<b>61'598</b>	<b>86'846</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten	(19'115)	(19'115)	(19'115)
<b>Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants</b>	<b>20'108</b>	<b>42'483</b>	<b>67'731</b>

Hinweis: Da die Rentabilität von Bravo Brio niedriger ist als der Median der Vergleichsgruppe, verwenden wir als Hauptmultiplikator das 25. Perzentil der Multiple-Verteilung. Würde man stattdessen den Median verwenden, wäre der Unternehmenswert wahrscheinlich zu hoch angesetzt.

## Trading-Multiples: Überleitung zum Wert der Beteiligung von Spice PE an Bravo Brio

In USD'000	Wert von 100%	Beteiligung von Spice PE	Wert der Beteiligung
Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants	42'483	34.8%	14'784
Konsolidierung der unternehmensinternen Schulden	15'438	34.8%	5'372
Eigenkapitalwert der VDC-Investition	66'667	5.2%	3'480
Sonstige Vermögenswerte von Holdinggesellschaften	1'098	69'6%	764
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten	(1'396)	69'6%	(971)
Barwert der Liquidationskosten der alten FoodFirst Global	(2'000)	69'6%	(1'392)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>			<b>22'037</b>

## Bravo Brio: Trading-Multiples der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Land	ISIN	EV/EBITDA 2022e
Bj's Restaurants Inc.	USA	US09180C1062	7.7
Brinker International Inc.	USA	US1096411004	5.3
The Cheesecake Factory Inc.	USA	US1630721017	14.3
Red Robin Gourmet Burgers Inc.	USA	US75689M1018	3.7
Cracker Barrel Old Country Store Inc.	USA	US22410J1060	8.3
Texas Roadhouse Inc.	USA	US8826811098	10.8
Darden Restaurants Inc.	USA	US2371941053	9.2
Denny's Corp.	USA	US24869P1049	9.5
Noodles & Co.	USA	US65540B1052	8.1
Dine Brands Global, Inc.	USA	US2544231069	8.8
Ruth's Hospitality Group Inc.	USA	US7833321091	7.8
Bloomin Brands Inc.	USA	US0942351083	5.0
Chuy's Holdings Inc.	USA	US1716041017	6.2
Minimum			3.7
Maximum			14.3
Mittelwert			8.0
Median			8.1
<b>25% Perzentil</b>			<b>5.7</b>

Quelle: Infront Analytics

**Bravo Brio: Transaction Multiple-Bewertung**

In USD'000	Min.	25% Perzentil	Median
EV/EBITDA	2.3	8.1	10.3
EBITDA FY22B	10'731	10'731	10'731
<b>Unternehmenswert der Bravo Brio Restaurants</b>	<b>24'965</b>	<b>87'277</b>	<b>110'086</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten	(19'115)	(19'115)	(19'115)
<b>Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants</b>	<b>5'850</b>	<b>68'162</b>	<b>90'971</b>

**Transaction-Multiples: Überleitung zum Wert der Beteiligung von Spice PE an Bravo Brio**

In USD'000	Wert von 100%	Beteiligung von Spice PE	Wert der Beteiligung
Eigenkapitalwert der Bravo Brio Restaurants	68'162	34.8%	23'720
Konsolidierung der unternehmensinternen Schulden	15'438	34.8%	5'372
Eigenkapitalwert der VDC-Investition	66'667	5.2%	3'480
Sonstige Vermögenswerte von Holdinggesellschaften	1'098	69.6%	764
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten	(1'396)	69.6%	(971)
Barwert der Liquidationskosten der alten FoodFirst Global	(2'000)	69.6%	(1'392)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>			<b>30'973</b>

## Bravo Brio: Multiples von vergleichbaren Transaktionen

Jahr	Zielunternehmen	Land	Erwerber	EV (in Mio. USD)	EV/EBITDA
2022	Del Taco Restaurants, Inc.	USA	Jack In The Box, Inc.	575	7.6
2021	Fazoli's	USA	FAT Brands, Inc.	130	8.7
2021	Twin Peaks Restaurants, LP	USA	FAT Brands, Inc.	300	11.0
2021	J. Alexander's Holdings, Inc.	USA	SPB Hospitality, LLC	220	8.7
2021	Taco Cabana, Inc.	USA	Yadav Enterprises, Inc.	85	10.0
2021	Global Franchise Group, LLC	USA	FAT Brands, Inc.	443	15.5
2020	Burgerfi	USA	Opes Acquisition Corp.	100	13.6
2020	Dunkin' Brands Group, Inc.	USA	Inspire Brands, Inc.	11'197	22.7
2020	KFC US franchisee	USA	Restaurant Brands New Zealand Limited	81	6.7
2020	The Habit Restaurants, Inc.	USA	Yum! Brands, Inc.	331	9.6
2020	Diversified Restaurant Holdings Inc.	USA	ICV Partners, LLC	128	11.5
2019	International Coffee & Tea, LLC	USA	Jollibee Foods; Viet Thai International	350	31.4
2019	Cambridge Franchise Holdings, LLC	USA	Carrols Restaurant Group, Inc.	238	2.3
2019	P.F. Chang's China Bistro, Inc.	USA	Paulson & Co.; TriArtisan Capital Advisors	700	31.4
2019	Bojangles' Restaurants, Inc.	USA	The Jordan Company; Durational CM	713	10.3
2018	Sonic Corp.	USA	Inspire Brands, Inc.	2'300	15.9
2018	Zoe's Kitchen, Inc.	USA	Cava Group, Inc.	267	12.6
2018	Sullivan's Steakhouse	USA	Romano's Macaroni Grill, Inc.	32	3.0
2018	Barteca Holdings, LLC	USA	Del Frisco's Restaurant Group, Inc.	325	10.3
2018	FoodFirst Global Restaurants	USA	Spice Private Equity Ltd.	101	6.6
2018	Fogo de Chao Churrascarias, LLC	USA	Rhone Capital, LLC	545	11.2
Minimum					2.3
Maximum					31.4
Mittelwert					12.4
Median					10.3
<b>25% Perzentil</b>					<b>8.1</b>

## DETAILS ZUR BEWERTUNG: G2D INVESTMENTS

## G2D Investments Ltd. Aktienkursanalyse (in BRL)



## DETAILS ZUR BEWERTUNG: INSOLE

## Insole: Trading Multiple-Bewertung

	Währung	unteres Ende	Median	oberes Ende
EV/Umsatz 2021		5.5	7.3	9.2
Umsatz (GJ21)	BRL'000	38'582	38'582	38'582
<b>Unternehmenswert</b>	<b>BRL'000</b>	<b>212'106</b>	<b>282'808</b>	<b>353'511</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten	BRL'000	(159'000)	(159'000)	(159'000)
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>BRL'000</b>	<b>53'106</b>	<b>123'808</b>	<b>194'511</b>
USD/BRL (31. Mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Anteil von Spice PE		14.8%	14.8%	14.8%
<b>Wert der unmittelbaren Beteiligung an Insole</b>	<b>USD'000</b>	<b>1'662</b>	<b>3'876</b>	<b>6'089</b>
Barguthaben von Spice FIP	USD'000	13	13	13
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten von Spice FIP	USD'000	(1'849)	(1'849)	(1'849)
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>	<b>USD'000</b>	<b>-</b>	<b>2'040</b>	<b>4'253</b>

Unteres und oberes Ende sind definiert als minus/plus 25% relativ zum Median.

## Insole: Trading-Multiples der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Land	ISIN	EV/Umsatz
SunRun, Inc.	USA	US86771W1053	7.2
Sunnova Energy International, Inc.	USA	US86745K1043	22.3
Sunlight Financial Holdings, Inc.	USA	US86738J1060	5.2
SolarEdge Technologies, Inc.	USA	US83417M1045	7.5
Minimum			5.2
Maximum			22.3
Mittelwert			10.5
<b>Median</b>			<b>7.3</b>

Quelle: Infront Analytics



## DETAILS ZUR BEWERTUNG: ARGO BRAZIL

## Argo Brazil: Price/Book Multiple-Bewertung

	Währung	25% Perzentil	Median	75% Perzentil
P/B-Multiple		0.8	1.1	2.0
Buchwert des Eigenkapitals	BRL'000	129'820	129'820	129'820
<b>Eigenkapitalwert (vor Kapitalerhöhung)</b>	<b>BRL'000</b>	<b>106'452</b>	<b>141'504</b>	<b>265'482</b>
Flüssige Mittel/implizite Kapitaleinlage	BRL'000	41'582	41'582	41'582
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten von Ensure Holdings		-	-	-
USD/BRL (31. Mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Anteil von Spice PE		87.5%	87.5%	87.5%
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>	<b>USD'000</b>	<b>27'378</b>	<b>33'860</b>	<b>56'788</b>

## Argo Brasilien: Price/Earnings Multiple-Bewertung

	Währung	25% Perzentil	Median	75% Perzentil
P/E-Multiple		8.0	10.0	13.2
Reingewinn GJ21	BRL'000	8'419	8'419	8'419
<b>Eigenkapitalwert (vor Kapitalerhöhung)</b>	<b>BRL'000</b>	<b>67'689</b>	<b>84'527</b>	<b>111'468</b>
Flüssige Mittel/implizite Kapitaleinlage	BRL'000	41'582	41'582	41'582
Barwert der erwarteten Unternehmenskosten von Ensure Holdings		-	-	-
USD/BRL (31. Mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Anteil von Spice PE		87.50%	87.50%	87.50%
<b>Wert der Beteiligung von Spice PE</b>	<b>USD'000</b>	<b>20'209</b>	<b>23'323</b>	<b>28'305</b>

## Argo Brazil: Trading-Multiples der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Land	ISIN	P/E	P/B
Porto Seguro S.A.	Brasilien	BRPSSAACNOR7	8.3	1.4
Argo Group International Holdings, Ltd.	Bermuda	BMG0464B1072	35.9	0.9
Mapfre SA	Spanien	ES0124244E34	7.0	0.6
Qualitas Controladora S.A.B. de C.V.	Mexiko	MX01Q0000008	6.4	2.3
BB Seguridade Participacoes SA	Brasilien	BRBBSEACNOR5	12.8	6.9
CNP Assurances SA	Frankreich	FR0000120222	9.2	0.7
Zurich Insurance Group AG	Schweiz	CH0011075394	13.3	1.8
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	Brasilien	BRQUALACNOR6	9.9	2.9
MetLife Inc.	USA	US59156R1086	8.6	0.8
Allianz SE	Deutschland	DE0008404005	13.2	1.1
Talanx AG	Deutschland	DE000TLX1005	10.0	0.9
AXA SA	Frankreich	FR0000120628	7.8	0.8
Tokio Marine Holdings Inc.	Japan	JP3910660004	29.3	1.3
Chubb Ltd.	Schweiz	CH0044328745	10.7	1.5
The Progressive Corporation	USA	US7433151039	20.2	3.7
Sompo Holdings, Inc.	Japan	JP3165000005	12.7	0.9
American International Group Inc.	USA	US0268747849	5.5	0.8
Minimum			5.5	0.6
25% Perzentil			8.0	0.8
75% Perzentil			13.2	2.0
Maximum			35.9	6.9
Mittelwert			13.0	1.7
<b>Median</b>			<b>10.0</b>	<b>1.1</b>

Quelle: Infront Analytics

# Lokale Marktkompetenz. Weltweit.

Als Weltorganisation mit Augen und Ohren in den lokalen Märkten erhalten unsere Kunden Zugang zu Käufern, Verkäufern und Investoren weltweit. Unsere jahrzehntelange erfolgreiche Zusammenarbeit ermöglicht massgeschneiderte Transaktionsabschlüsse, welche Ihren Vorstellungen gerecht werden.



**Gemeinsam erreichen wir Aussergewöhnliches.** Oaklins ist ein globales Team von mehr als 850 Experten in 45 Ländern, die mit ihren Kompetenzen in M&A, Corporate Finance, Kapitalbeschaffung/ECM und Debt Advisory Unternehmer, Unternehmen und Investoren bei der Erreichung ihrer Ziele unterstützen.

Oaklins Binder AG  
info@ch.oaklins.com  
www.oaklins.com

Oaklins – Zürich, Bern, Basel und 60 weitere Standorte weltweit

**Zürich**

Lintheschergasse 15  
8001 Zürich

T +41 44 268 45 35

**Bern**

Zeughausgasse 20  
Postfach  
3001 Bern

T +41 31 326 18 18

**Basel**

Sternengasse 6  
4051 Basel

T +41 61 271 88 44

Der Begriff «Oaklins» und jeder Begriff, der sich auf Oaklins oder den Schweizer Verein bezieht, bezieht sich je nach Kontext auf die verbundenen Unternehmen oder Einrichtungen, die berechtigt sind, den Namen «Oaklins» zu führen, oder auf eines oder mehrere dieser verbundenen Unternehmen oder Einrichtungen. Diese Begriffe werden nur aus praktischen Gründen verwendet und bedeuten nicht, dass alle oder einige dieser Unternehmen in einer Partnerschaft zusammenarbeiten oder die Verantwortung für die Handlungen oder Unterlassungen der anderen Unternehmen übernehmen.

Die rechtliche Verantwortung bezüglich der Erbringung von Dienstleistungen für Kunden ist in den Auftragsbedingungen festgelegt, die zwischen den Kunden und dem jeweiligen Mitglied von Oaklins International vereinbart wurden. Diese Bedingungen sind massgeblich zur Bestimmung der Haftung für die erbrachten Dienstleistungen. Sofern keine ausdrückliche Vereinbarung getroffen wurde und keine Zustimmung der beiden beteiligten Unternehmen vorliegt, ist kein Oaklins-Mitgliedsunternehmen für die Handlungen oder Unterlassungen eines anderen Oaklins-Mitgliedsunternehmens verantwortlich und hat keine Befugnis, ein anderes Oaklins-Mitgliedsunternehmen in irgendeiner Weise zu verpflichten oder zu binden. Entsprechend hat Oaklins International keine Befugnis, ein Mitgliedsunternehmen zu verpflichten oder anderweitig zu binden.

Entsprechend der gängigen Terminologie in professionellen Dienstleistungsunternehmen bezeichnet der Begriff «Partner» eine Person, die den Titel eines Partners oder eines gleichwertigen Titels eines Mitgliedsunternehmens trägt, und impliziert keine rechtliche Partnerschaft. Ebenso bezeichnet der Begriff «Büro» ein Büro, ein angeschlossenes Büro, eine Einrichtung, ein angeschlossenes Unternehmen oder eine besondere Allianz eines Mitgliedsunternehmens.

© 2022 Oaklins. Alle Rechte vorbehalten.

Oaklins ist der gemeinsame Handelsname unabhängiger Mitgliedsunternehmen, die mit Oaklins International Inc. verbunden sind. Einzelheiten über die Art der Verbindung finden Sie unter [www.oaklins.com/legal](http://www.oaklins.com/legal).