



Attestation d'équité Spice Private Equity SA

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat prévue par GP Swiss SA pour toutes les actions nominatives détenues publiquement de Spice Private Equity SA.

ZÜRICH, 27 JUIN 2022

Chère Madame, Cher Monsieur

Les membres indépendants du Conseil d'administration de Spice Private Equity SA (« Spice » ou « Spice PE ») ont retenu Oaklins Binder SA (« Oaklins » ou « nous ») pour préparer une attestation d'équité qui évalue l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de GP Swiss SA pour les actions détenues par le public de Spice Private Equity SA.

L'attestation d'équité est destinée uniquement au conseil d'administration de Spice PE, qui peut s'y référer dans sa déclaration d'évaluation de l'offre susmentionnée. L'attestation d'équité peut être publiée en intégralité et mise à la disposition des parties concernées. Toutefois, elle ne peut être utilisée à d'autres fins que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre. En particulier, l'attestation d'équité ne constitue pas pour les actionnaires publics une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre.

Oaklins a préparé cette attestation d'équité en tant que conseiller financier d'entreprise indépendant et recevra des honoraires raisonnables pour ce service. Oaklins n'a pas reçu et ne recevra aucune compensation dépendant des déclarations contenues dans l'opinion ou de la réalisation de la transaction. Oaklins confirme qu'il est dûment qualifié en tant qu'évaluateur au sens de l'art. 30 (6) OOPA pour préparer une attestation d'équité et est indépendant de l'offrant, de la société visée et des personnes agissant de concert avec eux.

Lorsqu'elle a préparé l'attestation d'équité, Oaklins a supposé l'exactitude et l'exhaustivité des informations fournies par Spice PE. La direction a confirmé qu'elle n'avait pas connaissance de faits ou de circonstances qui rendraient les informations fournies trompeuses, inexactes ou incomplètes. La responsabilité d'Oaklins se limite à l'évaluation prudente et professionnelle de la plausibilité des informations et des calculs qui lui ont été fournis, ainsi qu'à l'exécution professionnelle de l'évaluation.



DR. JÜRG STUCKER, CFA

Partner

j.stucker@ch.oaklins.com

T: +41 44 268 45 30



DR. DANIEL SPRING, CFA

Director, Head of Valuations

d.spring@ch.oaklins.com

T: +41 31 326 18 17

Sommaire

Introduction	4
Contexte.....	4
Notre mandat	5
Principes de valorisation	5
Base et sources d'information.....	5
Présentation de l'entreprise	6
Description de l'entreprise.....	6
Portefeuille d'investissement	6
Valeur nette d'inventaire (VNI) déclarée.....	8
Nombre d'actions en circulation et programmes de rachat d'actions	8
Analyse du cours de l'action et des liquidités.....	9
Décote de VNI	11
Méthode d'évaluation.....	12
Procédure d'évaluation générale.....	12
Valeur nette d'inventaire ajustée (VNIA).....	13
Méthodes appliquées pour évaluer les actifs individuels	13
Valeur nette d'inventaire ajustée	14
Calcul de la valeur nette d'inventaire ajustée (VNIA)	14
Bravo Brio	15
G2D Investments.....	18
Insole.....	19
Argo Brazil	20
Ancien portefeuille.....	21
Trésorerie et équivalents de trésorerie.....	22
Autres actifs/passifs nets.....	22
Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus	22
Décote d'illiquidité	23
Analyse des sociétés et des transactions comparables	24
Décotes de la VNI de sociétés comparables	24
Décotes de la VNI dans des transactions comparables	26
Primes d'OPA	27
Conclusion après analyse des sociétés comparables et des transactions	27
Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Spice	28
Vente d'action en bourse	28
Rejet de l'offre.....	28
Liquidation	28
Conclusion	29
Annexe	31
Liste des abréviations	32
Structure de l'actionnariat	33
Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	34
Détails de l'évaluation : Bravo Brio	37
Détails de l'évaluation : G2D Investments.....	43
Détails de l'évaluation : Insole	44
Détails de l'évaluation : Argo Brazil	45



Introduction

CONTEXTE

- Spice Private Equity SA (« Spice PE ») est une société d'investissement cotée à la SIX, qui se consacre aux placements privés mondiaux. À la fin du mois de mai 2022, la société disposait de quatre principaux investissements directs aux États-Unis et au Brésil, ainsi que d'un portefeuille d'investissements en fonds de fonds anciens.
- Les investissements sont gérés par GP Advisors (Bermuda) Ltd., une filiale à 100% de GP Investments Ltd. (« GP » ou « GP Investments »), qui est une société d'investissement alternatif cotée en bourse est également l'actionnaire majoritaire de Spice PE.
- Le siège social de Spice PE se trouve à Zoug, Suisse. L'entreprise n'a aucun employé, car elle soustraite l'ensemble de ses services administratifs et de gestion.
- Spice PE est cotée à la SIX Swiss Exchange et dispose d'un numéro de sécurité suisse: 915.331, ISIN : CH0009153310, et symbole ticker : SPCE. Le 31 mai 2022, l'entreprise comptait 5'360'617 d'actions entièrement libérées. Sur la base du cours de clôture de l'action de USD 15.10 le même jour, la capitalisation boursière s'élève à environ USD 81 millions. Conformément à la loi suisse sur les OPA, l'action est illiquide.
- Par l'intermédiaire de ses filiales GP Swiss SA et GP Cash Management Ltd., GP Investments est l'actionnaire majoritaire, avec une participation d'environ 73%. Aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% des actions de l'entreprise.
- Le 2 juin 2022, GP Swiss SA a annoncé une offre publique d'achat volontaire de toutes les actions nominatives détenues par Spice PE. Le prix de l'offre pour chaque action est de USD 16.25 en espèces.
- Aux termes de l'Art. 132 FMIA, en cas d'offre publique d'achat, le conseil d'administration (« CA ») de la société cible devra soumettre un rapport aux détenteurs de titres de participation dans lequel il détaille sa position par rapport à l'offre (« Rapport du Conseil »). Afin de soutenir cette évaluation, le CA peut obtenir une attestation d'équité auprès d'un prestataire externe.
- Le CA de Spice PE est constitué de cinq membres, dont trois sont indépendants de GP Investments. Les deux autres sont affiliés avec l'actionnaire majoritaire et l'offrant. Les membres indépendants du CA ont décidé de faire préparer une attestation d'équité pour appuyer leur recommandation dans le rapport du conseil d'administration.

NOTRE MANDAT

- Le CA de Spice PE a sélectionné Oaklins pour préparer une attestation d'équité afin d'évaluer l'adéquation financière de l'offre publique d'achat.
- L'attestation d'équité est destinée uniquement à être utilisée par le CA dans le cadre du rapport du conseil. L'attestation d'équité peut être publiée en relation avec le rapport du conseil d'administration et en tant que partie intégrante de celui-ci. Elle peut également être mentionnée dans le prospectus d'offre de l'initiateur.
- L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Spice PE d'accepter ou de rejeter l'offre. En outre, elle n'évalue pas les modalités de paiement et les autres conditions de l'offre, la structure de la transaction d'un point de vue juridique et fiscal, les conséquences possibles en cas d'acceptation ou de rejet de l'offre, ni la valeur future de l'action de Spice PE.
- Oaklins n'a pas effectué d'audit au sens du droit suisse des sociétés ni aucun type de due diligence.
- Selon une décision de la Commission des OPA (« COPA ») suisse datée du 25 avril 2012, Oaklins est qualifié pour préparer des attestations d'équité sur les offres publiques d'achat en Suisse.

PRINCIPES DE VALORISATION

- Cette évaluation de l'adéquation financière de l'offre aux actionnaires de Spice PE est basée sur des considérations d'évaluation par Oaklins.
- Il n'a pas été tenu compte de la situation fiscale ou juridique au niveau des actionnaires individuels dans l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre aux actionnaires de Spice PE.
- Par conséquent, seules des déclarations générales sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue des actionnaires publics sont possibles dans le cadre de cette attestation d'équité.
- La date de valorisation est le 31 mai 2022.

BASE ET SOURCES D'INFORMATION

Les informations et critères figurant dans le présent document sont fondés sur les conditions de marché, d'entreprise et économiques en vigueur à la date d'évaluation du 31 mai 2022. Toute circonstance ultérieure peut affecter les informations qui ont servi de base à cette analyse. Oaklins n'a aucune obligation de mettre à jour, vérifier ou confirmer les informations contenues dans ce document. L'évaluation est basée sur les informations suivantes :

- L'annonce préalable de l'offre publique d'achat de GP Swiss SA le 2 juin 2022 ;
- Sélection d'informations commerciales et financières accessibles au public sur Spice PE (y compris les rapports annuels audités et les calculs trimestriels de la valeur liquidative) ;
- Rapports annuels des entreprises bénéficiaires des investissements (c'est-à-dire Bravo Brio Restaurants, FoodFirst Global LP, G2D, Argo Brazil, Insole) pour les années sélectionnées ;
- Rapports sélectionnés sur les avoirs de l'ancien portefeuille et informations sur la dérivation interne de la VNI ;
- Rapports annuels non audités accessibles au public et calculs détaillés de la VNI pour G2D ;
- Budget 2022 et le plan à moyen terme pour Bravo Brio ;
- Informations sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie, les dettes et autres actifs/passifs ainsi que les informations sur les dépenses récurrentes de Spice PE et des autres sociétés du groupe ;
- Informations sur la structure actionnariale de Spice PE ;
- Informations sur les programmes de rachat d'actions de Spice PE ;
- Informations sur les transactions récentes en tenant compte des investissements respectifs dans Insole et Argo Brazil ;
- Informations sur les intentions de vente précédentes pour les avoirs de l'ancien portefeuille ;
- Études de marché évaluant le contexte économique et les futurs développements ;
- Données historiques sur le cours des actions et les volumes de transactions pour Spice PE et G2D ;
- Données sur le marché des capitaux et autres informations accessibles au public sur des sociétés homologues sélectionnées qu'Oaklins juge actives dans des domaines comparables à ceux de la société ou de ses participations ;
- Informations sur de précédentes transactions comparables ;
- Des discussions ont été menées avec Rodrigo Boscolo, Responsable des relations avec les investisseurs chez Spice PE, ainsi qu'avec les membres indépendants du CA ;
- D'autres études, analyses et informations financières qu'Oaklins a jugées appropriées.

Présentation de l'entreprise

DESCRIPTION DE L'ENTREPRISE

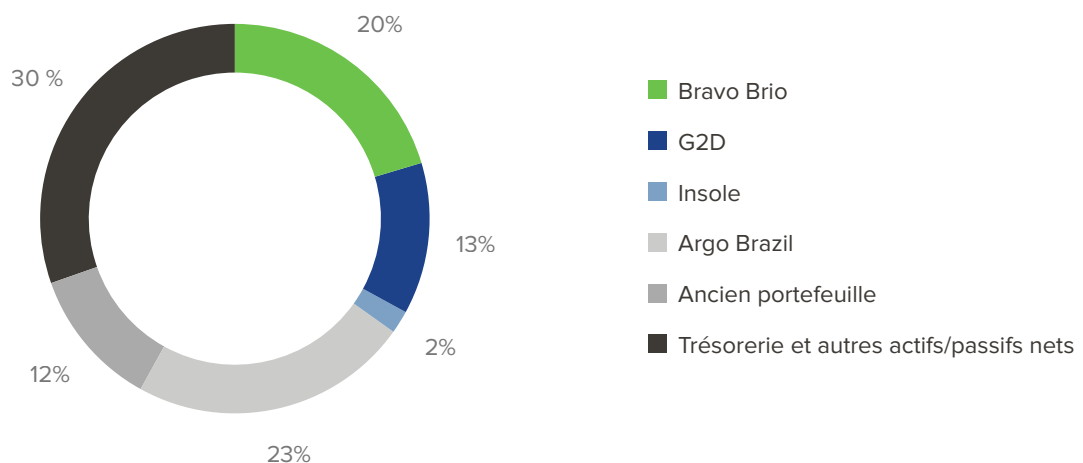
Spice Private Equity SA (« Spice PE ») est une société d'investissement qui se consacre aux placements privés mondiaux. L'objectif de Spice PE est d'obtenir une croissance du capital à long terme pour les actionnaires en investissant directement dans des entreprises et dans des fonds spécialisés en capitaux privés. Ses investissements sont gérés par GP Advisors (Bermuda) Ltd., une filiale à 100% de

GP Investments Ltd. Le siège social de Spice PE se trouve à Zoug, Suisse.

Spice PE est coté à la SIX Swiss Exchange (SPCE) depuis le 20 mai 2015. Au 31 mai 2022, la capitalisation boursière s'élève à environ USD 81 millions.

PORTFEUILLE D'INVESTISSEMENT

Composition du portefeuille sur la base de la VNI déclarée le 31 mars 2022



Source : Spice PE, rapport VNI le 31 mars 2022



ARGO SEGUROS

Spice PE détient les investissements importants suivants¹:

- **Bravo Brio Holdings, LLC (« Bravo Brio »)**: Bravo Brio est le propriétaire et l'exploitant, basé aux États-Unis, de deux marques distinctes de restaurants italiens, « BRAVO! Italian Kitchen » et « BRIO Italian Grille » (conjointement « Bravo Brio Restaurants »). Il compte plus de 60 points de vente répartis dans plusieurs États des États-Unis. Au cours de l'année fiscale 2021, l'entreprise a généré un chiffre d'affaires de USD 196 millions. En outre, Bravo Brio a investi récemment USD 10 millions dans Virtual Dining Concepts (« VDC »), un prestataire de solution de livraison auprès des propriétaires de restaurants traditionnels. Bravo Brio est une entreprise commune avec des co-investisseurs et Earl Enterprises. Spice PE détient indirectement une participation de 34.8% dans Bravo Brio.
- **G2D Investments Ltd. (« G2D »)**: G2D est une plateforme d'investissement cotée en bourse qui cible principalement les investissements minoritaires dans les entreprises technologiques. Spice PE possède une participation de 17.1% de G2D. La compagnie détient un portefeuille qui inclut²:
 - Expanding Capital, une société de capital-risque basée dans la Silicon Valley qui investit dans un groupe d'entreprises technologiques (États-Unis) ;
 - Blu Pagamentos, une fintech en pleine croissance (Brésil ; 16.1%);
 - Quero Educação, une plateforme éducative de premier rang (Brésil ; 3.2%) ;
 - The Craftory, une société d'investissement axée sur le marché de consommation (États-Unis / Royaume-Uni ; 16.4%);
 - Sim;paul, une plateforme de courtage (Brésil ; 6.4%);
 - Inova FIP, un fonds d'investissement en actions qui a investi dans CERC (4.5%) et dans 2TM (2.9%) ;
 - Digibee, une plateforme d'intégration hybride pour les systèmes commerciaux (Brésil ; 1.6%).
- **Insole Energia Solar S.A. (« Insole »)** : Insole est une clean-fintech fondée en 2013 afin de fournir des solutions de conception, d'installation et de financement de projets solaires. Au cours de l'exercice 2021, Insole a réalisé un chiffre d'affaires de BRL 38.6 millions (env. USD 7.2 millions). Spice détient une participation de 14.8% d'Insole.
- **Argo Seguros Brasil S.A. (« Argo Brazil »)** : Argo Brazil est un prestataire d'assurance spécialisé multicanal intervenant au Brésil. La société dispose d'un portefeuille de produit diversifié qui est distribué par l'intermédiaire des canaux des entreprises et des consommateurs ; Cargo/Marine, D&O, E&O, Cautionnement, responsabilité civile générale et immobilière. Au cours de l'année fiscale 2021, Argo Brazil a généré un revenu de primes de BRL 423.4 millions (environ USD 78.5 millions) et un bénéfice d'exploitation de BRL 18.6 millions (environ USD 3.5 millions). Spice PE détient une participation de 87.5% d'Argo Brazil.
- **Ancien portefeuille** : L'ancien portefeuille est constitué d'anciens investissements de fonds de fonds (FOF) axés sur les marchés émergents. Ces investissements sont les vestiges d'une ancienne stratégie d'investissement de fonds de fonds, d'où le nom de « ancien portefeuille ». Le portefeuille comprend des investissements dans : 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%).
- **Trésorerie et autres actifs/passifs nets** : En plus de ses investissements, le bilan de Spice PE contient un montant substantiel de liquidités ainsi que d'autres actifs/passifs nets.

¹ L'ensemble du groupe se compose de plusieurs filiales et sous-holdings. Les descriptions ci-dessous se réfèrent uniquement aux activités opérationnelles. Veuillez consulter l'annexe pour des informations détaillées sur la structure juridique.

² Voir G2D Investments Ltd. : Bouclement intermédiaire (non audité) du 31 mars 2022.

VALEUR NETTE D'INVENTAIRE (VNI) DÉCLARÉE

Spice PE calcule et publie sa valeur nette d'inventaire quatre fois par an, à la fin de chaque trimestre.

VNI déclarée selon la direction de Spice PE le 31 mars 2022

en USD'000	Géographie	Secteur	Participation	Valeur
Bravo Brio	USA	Consommateur	34.8%	32'449
G2D	Monde entier	Technologie	17.1%	20'141
Insole	Amérique latine	Clean-fintech	14.8%	2'966
Argo Brazil	Amérique latine	Assurance	87.5%	36'962
Ancien portefeuille	Marchés émergents	divers	divers	18'411
VNI des investissements directs				110'929
Trésorerie et équivalents de trésorerie				48'920
Autres actifs/passifs nets				(557)
VNI totale déclarée				159'292
VNI reportée par action (USD)				31.7

Source : Rapport sur la VNI T1 2022

NOMBRE D'ACTIONS EN CIRCULATION ET PROGRAMMES DE RACHAT D'ACTIONS

Depuis décembre 2021, Spice PE a mené deux programmes de rachat de ses propres actions à un prix fixe en vue d'une réduction de capital. Dans le cadre du premier programme de décembre 2021, 308'858 actions nominatives (5.8% du capital-actions, soit 17.0% du flottant) ont été rachetées au prix de USD 17.00 par action. Le deuxième programme de rachat comprenait 202'796 actions nominatives (3.8% du capital-actions, soit 13.5% du flottant) au prix de USD 15.50 par action. Les deux programmes de rachat d'actions ont suscité une forte demande et ont été largement sursouscrits.

La valeur par action est calculée en divisant l'ANAV par le nombre d'actions en circulation, hors actions propres. Au 31 mai 2022, la société comptait 5'360'617 actions nominatives et suite aux deux programmes de rachat, la société possédait 536'061 actions propres, ce qui donne 4'824'556 actions en circulation, comme le montre le tableau ci-dessous. Il n'y a pas d'options en cours pour les employés ou d'autres instruments qui pourraient diluer le nombre d'actions.

	Nombre d'actions
Actions enregistrées	5'360'617
- Actions propres	536'061
Actions en circulation	4'824'556

Sources : Registre commercial du canton de Zoug ; Spice PE, Rapport annuel 2021, programmes de rachat

ANALYSE DU COURS DE L'ACTION ET DES LIQUIDITÉS

Cours de l'action et VWAP 60 (en USD)



Source : Analyse Oaklins ; données issues d'Infront Analytics, SIX

- Les actions de Spice PE sont cotées à la SIX Swiss Exchange. Le 31 mai 2022, l'entreprise comptait 5'360'617 d'actions entièrement libérées. Le flottant représente 24.3% du nombre total d'actions.
- Le prix de l'action Spice PE a fluctué entre USD 13.40 et USD 17.30 au cours des douze derniers mois précédant l'annonce préalable.
- Le prix de clôture la veille de l'annonce préalable était de USD 15.10.
- Selon SIX, le prix moyen pondéré en fonction du volume pour les 60 derniers jours (VWAP 60) précédant l'annonce préalable était de USD 15.11.

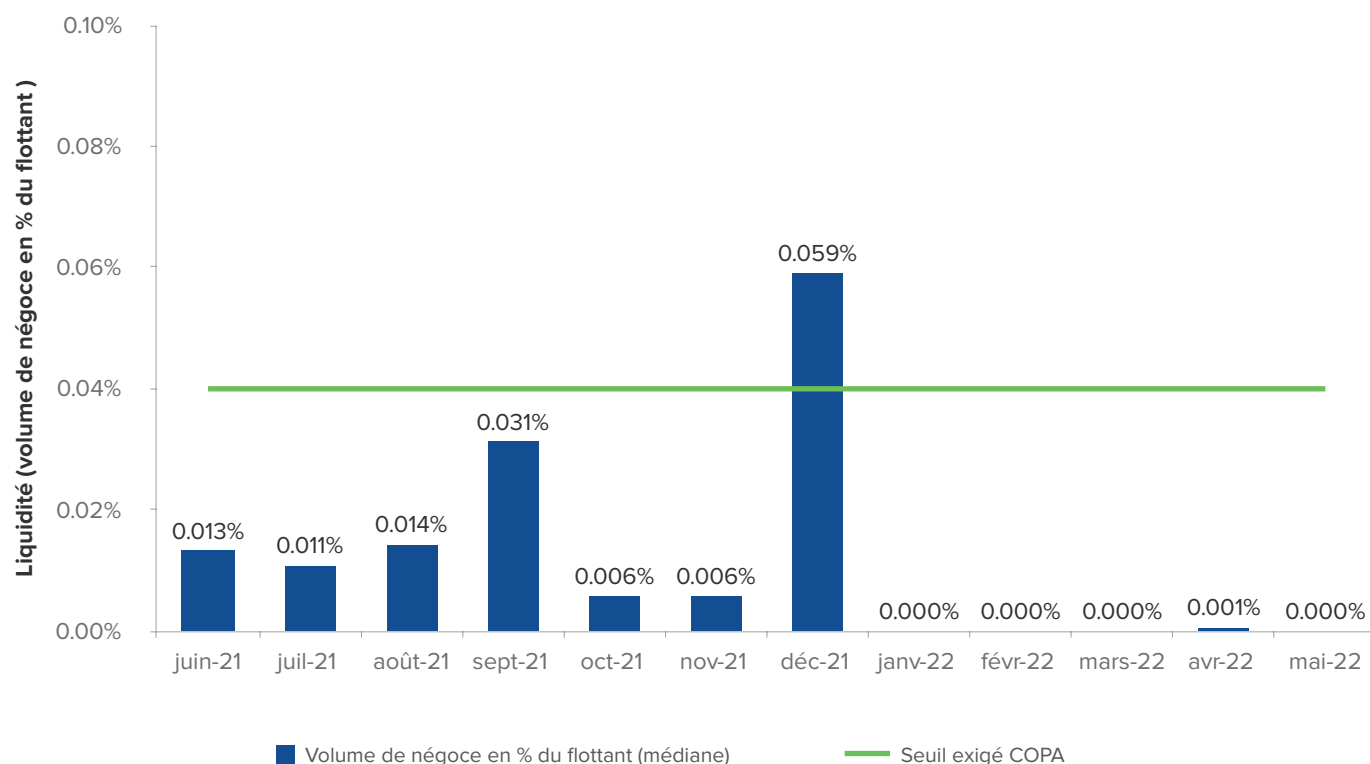
Selon la loi sur les OPA en vigueur, les actions de sociétés non cotées au Swiss Leader Index (« SLI ») sont considérées comme liquides si la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant l'annonce préalable ou l'offre est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (flottant).³

Le graphique de la page suivante montre les volumes de transactions en pourcentage du flottant (médiane mensuelle) au cours des 12 derniers mois complets précédant l'annonce préalable. Au cours des 12 derniers mois complets, la médiane mensuelle du volume de transactions en pourcentage du flottant n'a dépassé le seuil de 0.04% que pendant un seul mois.

Par conséquent, l'analyse de la liquidité montre que l'action Spice PE est illiquide selon la définition de la Commission des OPA.

³ Circulaire n° 2 de la COPA du 26 février 2010 sur la liquidité au sens de la loi sur les OPA.

Analyse de la liquidité



Source : Analyse Oaklins ; données issues d'Infront Analytics

Les actions de Spice PE sont illiquides au sens de la loi sur les OPA. Par conséquent, le prix de l'action n'a qu'une importance mineure dans l'évaluation de l'offre actuelle.

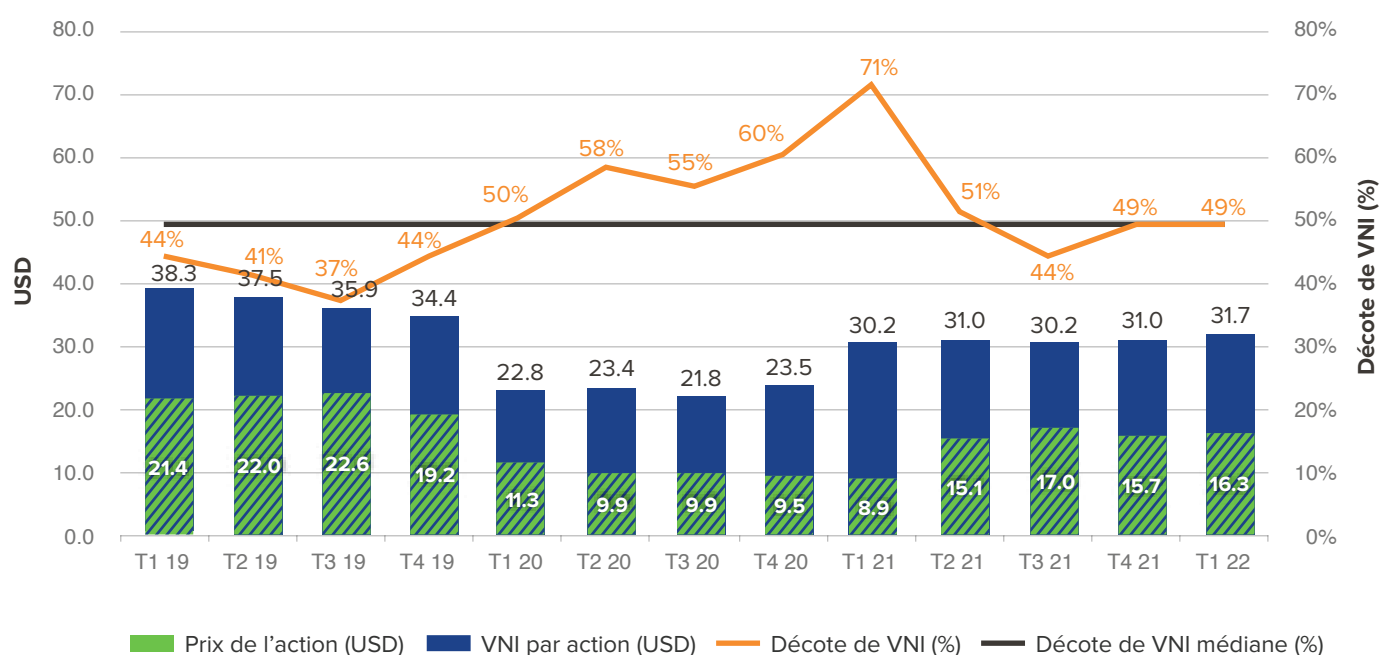
DÉCOTE DE VNI

La valeur nette d'inventaire (VNI) est le total de l'actif d'un fonds ou d'une société moins son passif. La VNI est un chiffre clé courant dans l'analyse des sociétés d'investissement.

Les actions d'un fonds ou d'une société d'investissement peuvent être négociées sur le marché à des valeurs qui diffèrent de leur valeur nette d'inventaire déclarée. En fait, la décote de VNI de Spice PE (décote en pourcentage du prix

de l'action par rapport à la valeur nette d'inventaire publiée) a fluctué entre 37% et 71% au cours des trois dernières années, avec une décote médiane de 49%. Le 31 mai 2022, la décote de VNI (sur la base de la dernière VNI communiquée à la fin du premier trimestre 2022) était de 52%. Le graphique ci-dessous montre les décotes historiques de la VNI au cours des trois dernières années.

Décotes historiques de la VNI de Spice PE



Source : Analyse Oaklins ; données issues d'Infront Analytics ; Spice PE, Rapport annuel 2021



Méthodes d'évaluation

PROCÉDURE D'ÉVALUATION GÉNÉRALE

Spice PE est une société d'investissement. En tant que telle, sa valeur se compose principalement des valeurs de ses investissements plus tout autre actif/passif. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire ajustée (VNIA) est notre principale méthode d'évaluation. En outre, Spice PE a procédé récemment à deux rachats d'actions à prix fixe. Dans ces deux programmes de rachat, le nombre d'actions apportées a clairement dépassé les actions offertes, ce qui indique que les prix de rachat proposés reflétaient des offres équitables. Dans cette attestation d'équité, nous utilisons ces prix de rachat comme indicateurs principaux supplémentaires pour la plage de valeur marchande équitable de l'action Spice.

Dans une seconde étape, la plausibilité des principaux résultats est contrôlée, essentiellement grâce aux données commerciales disponibles d'entreprises et de transactions comparables.

Afin de calculer la VNIA, chaque actif du compte de résultat de Spice doit être évalué. Dans chacun des cas, nous appliquons la ou les méthodes d'évaluation la/les plus appropriée(s) aux circonstances individuelles.

Lors du calcul d'une valeur marchande équitable, notre conclusion s'appuie principalement sur la VNIA, soutenu par les prix payés lors des récents programmes de rachat d'actions.

Le tableau ci-dessous résume les méthodes d'évaluation utilisée pour chaque actif. Les méthodes d'évaluation principales sont celles qui entrent directement dans le

calcul de nos principaux résultats, tandis que les méthodes secondaires sont complémentaires et utilisées pour étayer les résultats primaires et comme contrôle de plausibilité.

Objet de l'évaluation	Méthode(s) d'évaluation principale(s)	Méthode(s) d'évaluation secondaire(s)
Spice Private Equity SA	Valeur nette d'inventaire ajustée (VNIA) Prix de rachat récents	Décotes VNI d'entreprises et de transactions comparables Primes d'OPA
Bravo Brio	Méthode du cash-flow actualisé (DCF)	Multiples d'EBITDA
G2D Investments	Prix actuel de l'action	VNI déclarées et décotes
Insole	Prix de la transaction récente	Multiples de chiffre d'affaires
Argo Brazil	Prix de la transaction récente	P/B multiples P/E multiples
Ancien portefeuille	VNI avec décote	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	Valeurs comptables	
Autres actifs courants nets	Valeurs comptables	
Coûts prévus pour l'entreprise	Méthode du cash-flow actualisé (DCF)	

L'évaluation est complétée par une évaluation qualitative des alternatives pour les actionnaires publics de Spice PE.

VALEUR NETTE D'INVENTAIRE AJUSTÉE (VNIA)

Le point de départ pour le calcul de la VNIA est la valeur nette d'inventaire (VNI) d'une entreprise. Cela correspond à la valeur des fonds propres, qui est la somme des actifs moins les passifs. Afin de déterminer la VNIA, tous les éléments du bilan sont vérifiés quant à leur potentiel de réévaluation et ajustés en conséquence si nécessaire. Plus précisément, nous avons effectué nos propres considérations de valeur pour chacun des investissements directs.

En général, les sociétés d'investissement telles que Spice PE ont certaines dépenses d'exploitation au niveau de la société de portefeuille. Bien que la VNI reflète la valeur de tout revenu net futur des sociétés du portefeuille (par exemple, dividendes,

gains provenant de la vente de participations), elle ne tient pas compte de l'impact des coûts futurs prévus de la société holding, tels que les frais de gestion, les coûts administratifs et les autres frais d'exploitation. Cela s'applique tant au niveau de Spice PE qu'à toute(s) (sous-)exploitation(s) au niveau du portefeuille. Par conséquent, la valeur actuelle de toutes les dépenses prévues de l'entreprise doit être déduite lors du calcul de la VNIA.

Enfin, nous déduisons une décote d'illiquidité pour tenir compte de l'impact sur la valeur du faible volume de transactions de l'action Spice PE.

MÉTHODES APPLIQUÉES POUR ÉVALUER LES ACTIFS INDIVIDUELS

Comme indiqué ci-dessus, diverses méthodes ont été utilisées pour évaluer les investissements directs individuels et les autres actifs nets, notamment l'actualisation des flux de

trésorerie (DCF), l'analyse de sociétés comparables, l'analyse de transactions comparables ou les prix de transactions récentes sur le marché.

Valeur nette d'inventaire ajustée

CALCUL DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE AJUSTÉE (VNIA)

Pour calculer la VNIA de Spice PE, nous devons d'abord déterminer la valeur équitable des actifs individuels en utilisant les méthodes d'évaluation discutées dans la section précédente. Nous devons ensuite déduire la valeur actuelle des coûts prévus pour l'entreprise de Spice PE.

Enfin, nous appliquerons une décote de 10 à 20% pour refléter l'illiquidité des actions de Spice PE. Le tableau ci-dessous résume la dérivation de la fourchette de la VNIA équitable de **USD 15.3 à USD 17.3** par action.

Valeur nette d'inventaire ajustée de Spice PE

En USD'000		31 mai 2022
①	Bravo Brio	24'623
②	G2D Investments	15'979
③	Insole	3'800
④	Argo Brazil	37'027
Investissements directs		81'430
⑤	Ancien portefeuille	9'205
⑥	Trésorerie et équivalents de trésorerie	45'605
⑦	Autres actifs/passifs nets	(943)
Autres actifs		53'867
Valeur nette d'inventaire		135'297
⑧	Valeur actuelle des coûts des entreprises attendus de Spice PE	(42'727)
VNIA avant la décote d'illiquidité		92'570
⑨	Décote d'illiquidité	20% 10%
VNIA après la décote d'illiquidité		74'056 83'313
Nombre d'actions en circulation		4'824'556 4'824'556
VNIA par action (USD)		15.3 17.3

L'évaluation des différents actifs est décrite en détail ci-dessous :

1 Bravo Brio

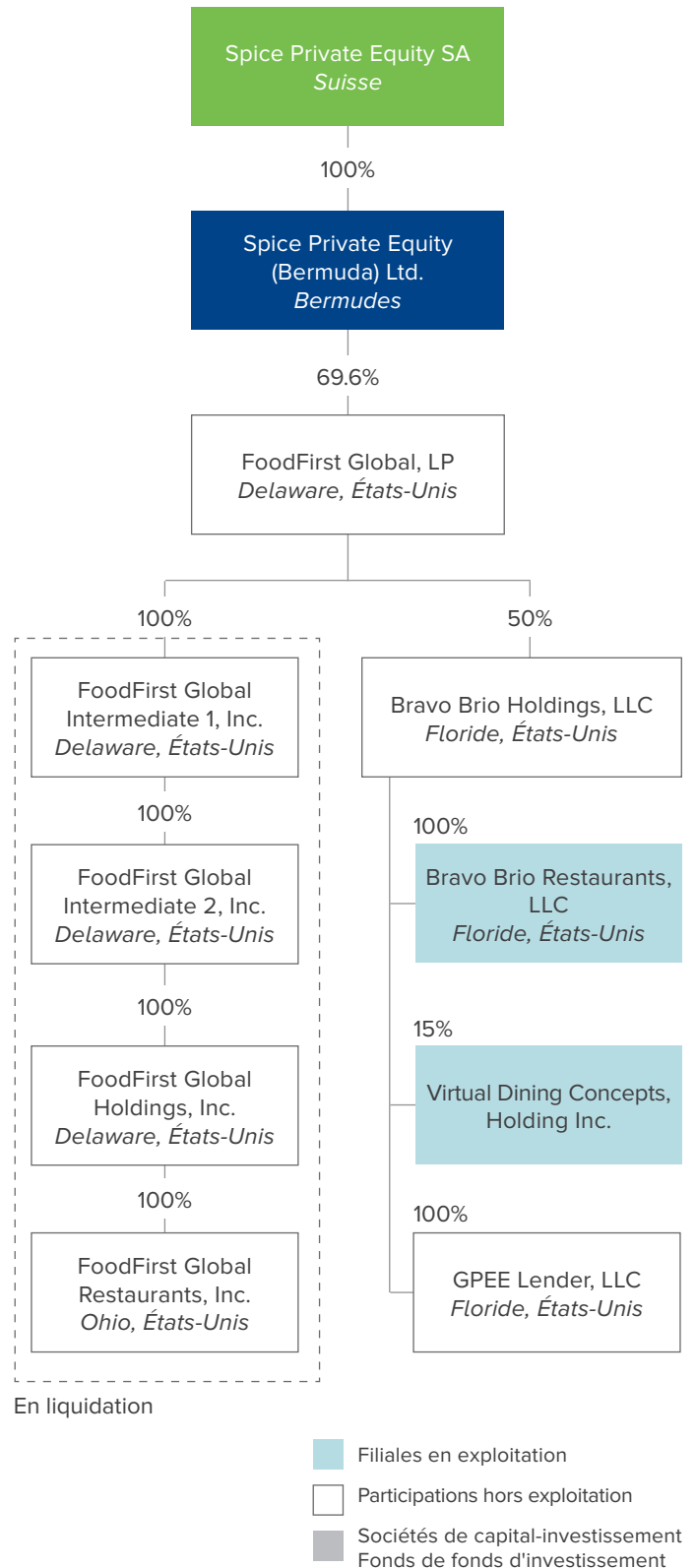
L'investissement de Spice PE est constitué de deux sociétés en exploitation (c'est-à-dire Bravo Brio Restaurants et VDC) ainsi que tous les actifs et les coûts futurs au sein des diverses sous-holdings ci-dessus (voir la structure juridique à droite). Ces éléments comprennent la trésorerie et les autres actifs/passifs nets. Enfin, nous déduisons la valeur actuelle des coûts récurrents prévus pour l'entreprise et les coûts prévus pour liquider l'« ancienne » FoodFirst Global Restaurants, Inc. qui s'est placé sous la protection volontaire du chapitre 11 en avril 2020.⁴

Procédure d'évaluation

- Nous évaluons Bravo Brio Restaurants à l'aide de la méthode DCF. La plausibilité des résultats a été confirmée en utilisant des multiples de sociétés cotées comparables (multiples de transaction) ainsi que des transactions passées impliquant des sociétés comparables (multiples de transaction).
- Compte tenu de la participation relativement faible de 5.2% que Spice PE détient indirectement dans VDC et du caractère récent de l'acquisition, nous évaluons cette participation au coût, c'est-à-dire sur la base du prix d'achat récemment payé. Selon la direction, il n'y a pas eu d'événements depuis la date de l'investissement qui indiqueraient un changement important de la valeur de l'investissement.

Hypothèses clés et évaluation de la base de données

- L'analyse DCF pour Bravo Brio est basée sur le budget le plus récent pour 2022, ainsi que sur le plan à moyen terme (2023-2025) fourni par la direction.
- Nous utilisons un CMPC de 12.4% pour actualiser les flux de trésorerie dans l'évaluation DCF. Pour plus d'informations sur les détails du calcul et la base de données, veuillez-vous référer à l'annexe.
- Les hypothèses sur la croissance de la valeur finale sont basées sur des considérations à long terme, qui sont dérivées de l'objectif d'inflation à long terme de 2% du Conseil de la Réserve fédérale des États-Unis.
- La plausibilité des hypothèses sous-jacentes du budget et du plan a été vérifiée à l'aide d'études de marché et d'informations comparatives entre pairs. En outre, les chiffres du cumul actuel jusqu'au mois d'avril 2022 soutiennent fortement le budget pour 2022.



⁴ Le 10 avril 2020, FoodFirst Global Restaurants, Inc. s'est placé sous la protection volontaire du chapitre 11 de la loi sur les faillites, après avoir été contraint de fermer les salles de tous ses restaurants pendant la pandémie de COVID-19. Le 17 juin 2020, une coentreprise formée par Earl Enterprises, la société mère de Buca di Beppo et Planet Hollywood, Spice Private Equity et des co-investisseurs ont acheté la plupart des actifs de FoodFirst, y compris les marques BRIO Italian Grille et BRAVO! Italian Kitchen. Lors d'une autre étape importante du processus de restructuration, le 4 août 2021, le tribunal des faillites d'Orlando a rejeté le dossier de faillite de FoodFirst. Veuillez-vous référer au rapport annuel 2021 pour plus de détails. Les entités juridiques liées aux « anciens » FoodFirst Global Restaurants sont actuellement en liquidation et la direction suppose que leur valeur est nulle. Les coûts de liquidation attendus sont pris en compte dans l'analyse comme décrit.

Le tableau de droite résume les principales hypothèses du plan d'affaires de Bravo Brio et de l'évaluation DCF.

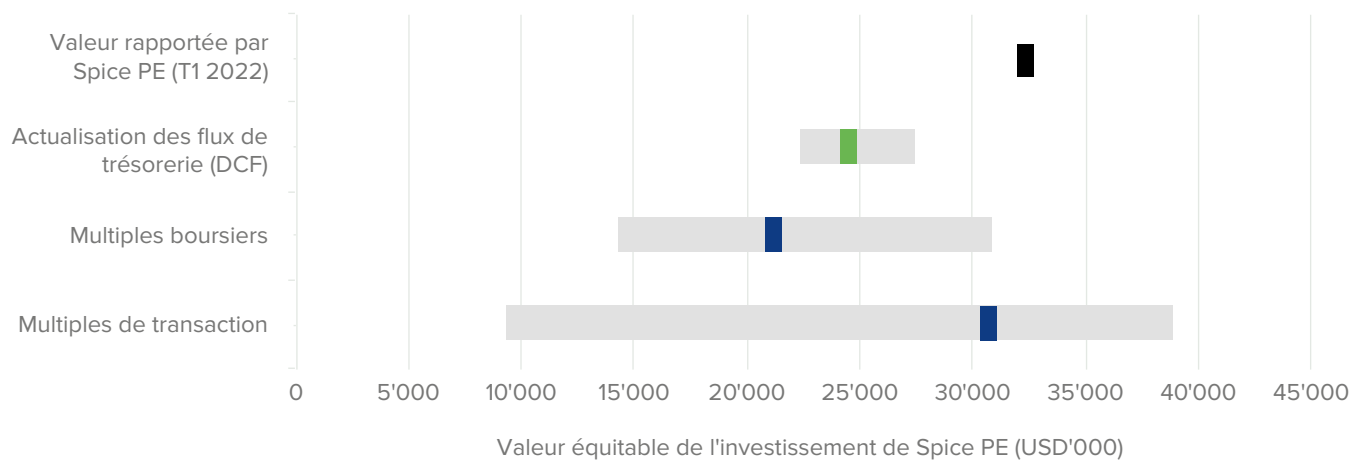
Les analyses des multiples d'EBITDA sont basées respectivement sur plusieurs entreprises homologues cotées et sur des transactions récentes sur le marché américain des chaînes de restaurants. Toutefois, l'impact de la pandémie de COVID-19 sur les comptes de résultat récents ainsi que la taille plus importante des entreprises et la rentabilité variable de nombreux homologues limitent la pertinence de cette analyse.

Chiffres clés/hypothèses de l'évaluation DCF	
CAGR du chiffre d'affaires net 2022–25	7.1%
Coût des marchandises vendues en % du chiffre d'affaires net	28.0%
Dépenses personnelles en % du chiffre d'affaires net	34.5–36.0%
Marge EBITDA	4.5–7.0%
Fonds de roulement net en % du chiffre d'affaires net	-6.5%
Dépenses d'investissement pour la maintenance en % du chiffre d'affaires net	3.2%
Taux d'imposition	21.0%
Croissance à long terme	2.0%
CMPC	12.4%

Résultats

Le graphique ci-dessous montre les fourchettes de valeurs de l'investissement de Spice PE dans Bravo Brio (y compris VDC) résultant des différentes méthodes d'évaluation.

Aperçu de l'évaluation Bravo Brio



- La valeur principale est dérivée de l'analyse DCF. La fourchette de la valeur DCF fournie dans le graphique ci-dessus est basée sur une analyse de sensibilité du coût du capital et de l'hypothèse concernant la croissance terminale, qui sont deux des principaux facteurs de l'évaluation DCF.
- Sur la base de l'évaluation DCF de Bravo Brio Restaurants, la valeur équitable de l'investissement de Spice PE se situe entre USD 22.3 millions et USD 27.5 millions, avec une valeur ponctuelle de USD 24.6 millions.
- Ce dernier est compilé comme indiqué dans le tableau à la page suivante.

en USD'000	Valeur de 100 %	Participation de Spice PE	Valeur de la participation
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants	65'353	34.8%	22'743
Valeur des fonds propres de l'investissement VDC	66'667	5.2%	3'480
Valeur des fonds propres de l'insolvable FoodFirst Global	-	69.6%	-
Autres actifs des sociétés de holding	1'098	69.6%	764
Valeur actuelle du coût des entreprises prévu	(1'396)	69.6%	(971)
Valeur actuelle des coûts de liquidation des anciens FoodFirst Global	(2'000)	69.6%	(1'392)
Valeur de l'investissement de Spice PE			24'623

- La participation dans VDC est évaluée sur la base du prix d'achat initial de USD 10 millions payés par Bravo Brio Holdings, LLC pour ses 15% de participation dans VDC.
- La trésorerie existante et autres actifs nets au niveau de la holding sont pris en compte à leur dernière valeur comptable disponible.
- La direction suppose des coûts d'entreprise annuels récurrents de USD 0.133 millions pour l'administration, la gestion, etc. chez FoodFirst Global, LP. Compte tenu d'une croissance inflationniste de 2% et d'un CMPC de 12.4%, la valeur actuelle de ces coûts d'entreprise attendus est de USD -1.4 million.
- La direction évalue les coûts restants pour la liquidation des entités « anciennes » à USD 2 millions.
- Les valeurs DCF sont soutenues par les fourchettes de valeurs résultant des analyses multiples, bien que leur signification soit limitée, comme indiqué ci-dessus.
- Pour de plus amples informations sur les calculs détaillés, consultez l'annexe.

Différences par rapport à la valeur déclarée de Spice

Notre valeur de USD 24.6 millions est inférieure à la valeur de USD 32.4 millions déclarée par Spice PE dans leur déclaration de valeur nette au 31 mars 2022. Les principales raisons pour cela sont les suivantes :

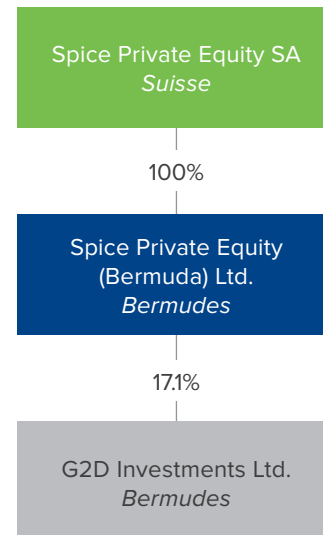
- différentes hypothèses de dépenses d'investissement ;
- des hypothèses légèrement différentes concernant le coût du capital et la croissance terminale ;
- une date d'évaluation différente ;
- la VNI de Spice PE ne tient pas compte de l'actif net des sous-holdings ni des coûts prévus de ces entités.

2 G2D Investments

Par l'intermédiaire de sa filiale Spice Private Equity (Bermuda) Ltd., Spice PE détient 17.1% de G2D Investments Ltd.

Procédure d'évaluation

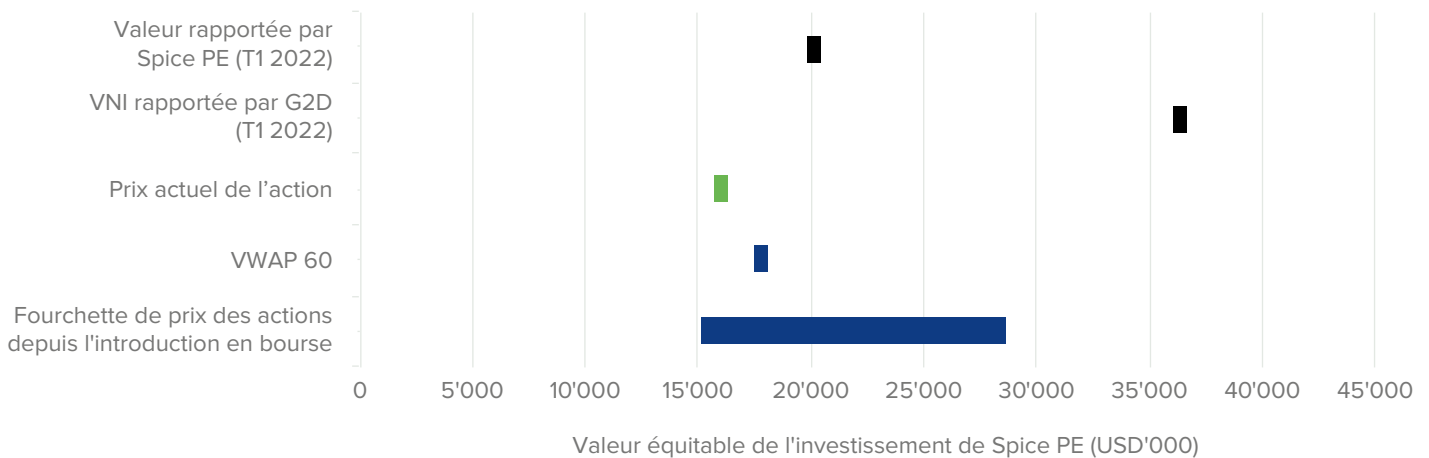
- Les actions G2D s'échangent sur la bourse brésilienne B3. Les actions étant considérées comme liquides, conformément à la définition de la Commission suisse des OPA (« COPA »)⁵, le prix de l'action G2D peut être considéré comme un prix de marché fiable. Ainsi, la valeur équitable de l'investissement est calculée comme le prix de l'action de G2D de BRL 4.19 au 31 mai 2022 multiplié par les 18'043'576 actions (dont 1'752'631 actions de classe A et 16'290'945 actions de classe B) détenues par Spice PE.



Résultats

Le graphique ci-dessous illustre la valeur équitable de l'investissement de Spice PE dans G2D ainsi que d'autres points de référence.

Aperçu de l'évaluation G2D Investments



- Avec un cours de clôture de l'action de BRL 4.19 le 31 mai 2022 et une capitalisation boursière correspondante d'environ USD 93 millions, la participation de Spice à G2D est évaluée à USD 16.0 millions.⁶
- Le prix de l'action se situant à l'heure actuelle dans la fourchette basse de prix de l'action depuis l'introduction en bourse en mai 2021, la valeur marchande est également inférieure au prix moyen pondéré par la valeur des 60 derniers jours de bourse.
- La VNI communiquée par G2D pour le premier trimestre 2022 implique une valeur pour l'investissement de Spice PE de USD 36.3 millions, ce qui équivaut à une décote de la VNI par rapport au cours de l'action au 31 mars 2022 de 44.5%. Sur la base du cours de l'action au 31 mai 2022, la décote par rapport à la dernière VNI publiée a augmenté à 56%. Ces décotes sont cohérentes avec la décote globale de l'action Spice PE.
- Pour d'autres informations, veuillez-vous reporter à l'Annexe.

⁵ Circulaire n° 2 de la COPA du 26 février 2010 sur la liquidité au sens de la loi sur les OPA.

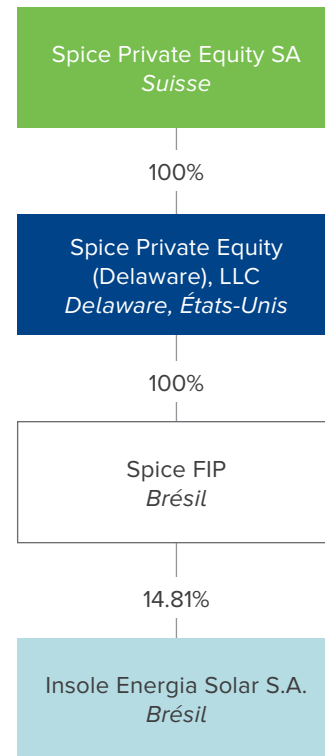
⁶ Application d'un taux de change USD/BRL de 0.2114 au 31 mai 2022.

3 Insole

Spice Private Equity (Delaware), LLC a investi dans Insole par une société intermédiaire appelée Spice Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (« Spice FIP »). À la date d'évaluation, la participation s'élève à 14.81%.

Procédure d'évaluation

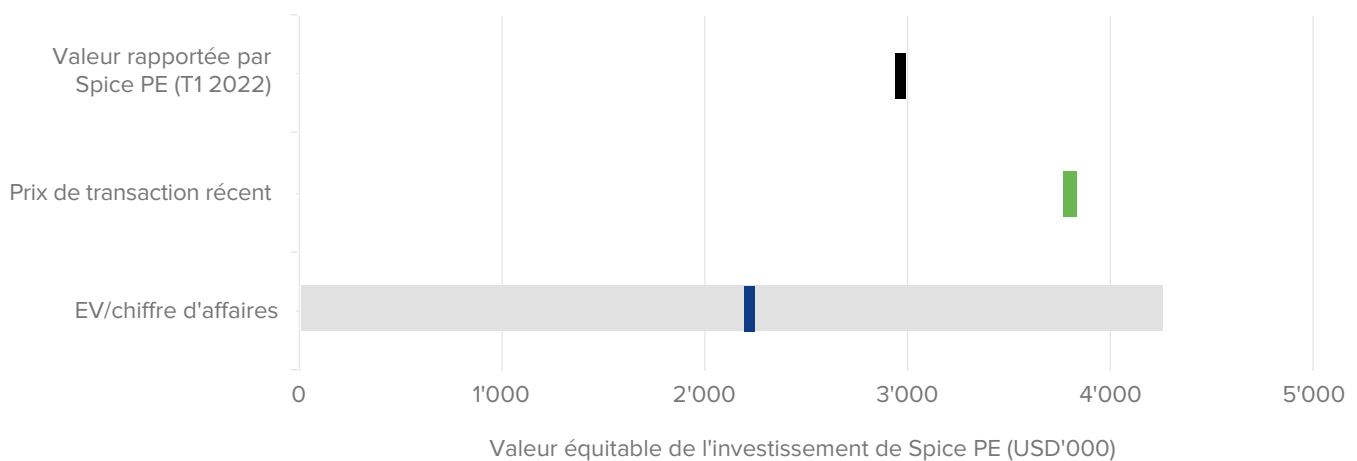
- La valeur équitable de l'investissement dans Insole provient du prix de l'acquisition récente des actions. En fait, Spice PE a acquis sa participation actuelle dans Insole en deux tranches, en décembre 2021 et en mai 2022. Les investissements ont été réalisés avec un investisseur tiers, ce qui constitue un indicateur supplémentaire que le prix payé reflète la valeur du marché.
- Dans un deuxième temps, tout actif net supplémentaire de Spice FIP est ajoutée et la valeur actuelle de ses coûts d'entreprise récurrents attendus est déduite de la valeur équitable de l'entité opérationnelle pour obtenir la valeur totale de l'investissement de Spice PE dans Insole.
- Nous avons confirmé la plausibilité de cette valeur avec une analyse multiple EV/chiffre d'affaires.



Résultats

Le graphique ci-dessous montre les plages de valeurs de l'investissement de Spice PE dans Insole.

Aperçu de l'évaluation d'Insole



- Sur la base du récent prix de transaction payé lors de l'acquisition de la participation, nous estimons l'investissement de Spice PE dans Insole à USD 3.8 millions, composé des éléments suivants :

En USD'000	
Valeur équitable de la participation à Insole (14.8%)	5'636
Solde de trésorerie de Spice FIP	13
Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus de Spice FIP	(1'849)
Valeur de l'investissement de Spice PE	3'800

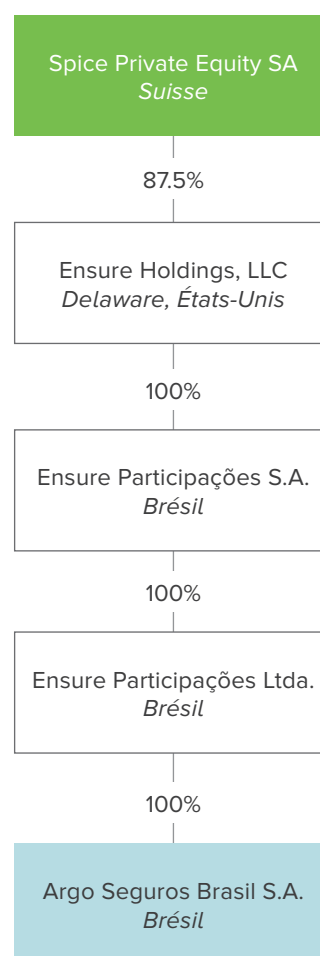
- La valeur équitable de la participation à Insole est basé sur l'évaluation post-money de BRL 180 millions provenant du deuxième tour d'investissement en mai 2022.
- La direction évalue les coûts de fonctionnement actuel récurrents chez Spice FIP à USD 0.2 million pour l'administration, la gestion, etc. Compte tenu d'une croissance inflationniste qui diminue progressivement, passant de 12% aujourd'hui à l'objectif d'inflation à long terme de 3% de la Banque centrale brésilienne, et d'un CMPC de 16.7%, la valeur actuelle de ces coûts d'entreprise attendus est de USD -1.8 million.
- La valeur rapportée par Spice PE à la fin du premier trimestre 2022 est inférieure, car elle ne reflète pas encore l'augmentation de la participation en capital en mai 2022. En même temps, elle ne reflète pas les coûts de l'entreprise de Spice FIP.
- L'analyse des multiples EV/chiffre d'affaires de sociétés comparables révèle un large éventail résultant de l'hétérogénéité des multiples observée avec les quelques pairs disponibles, mais elle soutient généralement le récent prix du marché.
- Pour de plus amples informations sur les calculs détaillés, veuillez-consulter l'annexe.

4 Argo Brazil

L'investissement dans Argo Brasil est le dernier ajout au portefeuille de Spice PE. L'entreprise brésilienne a été acquise auprès d'Argo Group, fournisseur d'assurances spécialisées opérant à l'échelle mondiale. L'acquisition a été clôturée au premier trimestre 2022. Spice PE possède 87.5% de la société de portefeuille Ensure Holdings, LLC, le co-investisseur CyberLabs Insurance Holdings LLC détient la participation restante.

Procédure d'évaluation

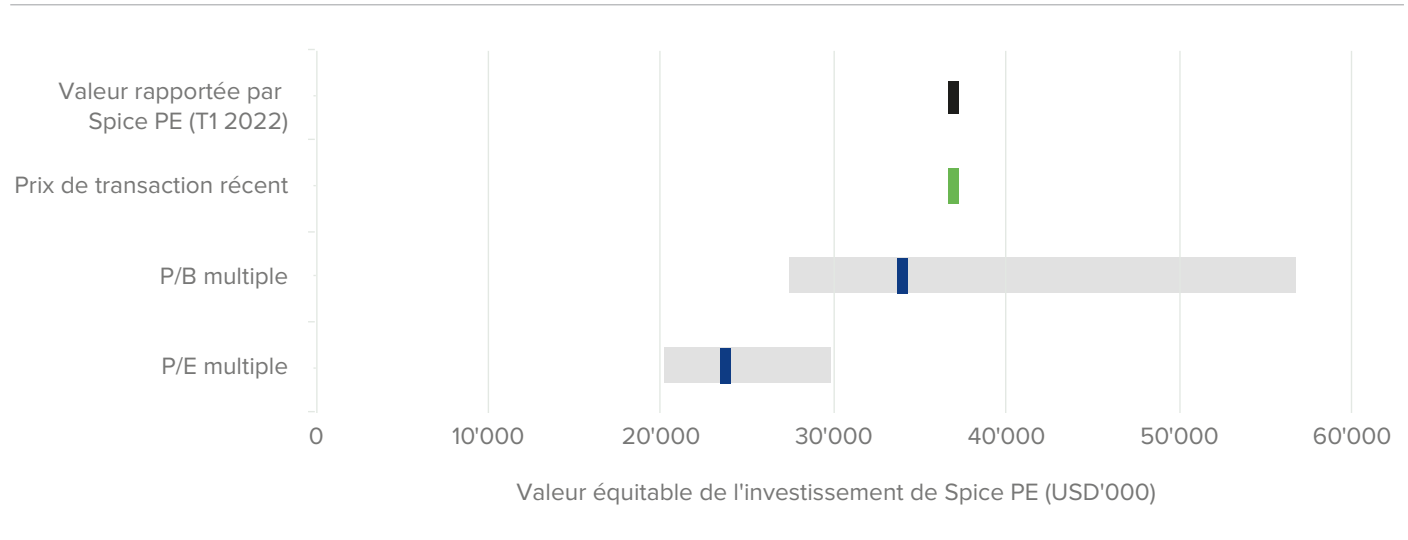
- En mars 2022, Spice PE a signé un accord pour investir USD 35 millions dans Ensure Holdings, LLC, la société de portefeuille pour Argo Brazil. Son co-investisseur, CyberLabs Insurance Holdings, LLC, a investi USD 5 millions. Les deux investissements ont été conclu jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Après le règlement du prix d'achat pour Argo Brazil, la trésorerie restante a alors été injectée dans l'entreprise acquise sous la forme d'une augmentation de capital.
- En raison du court laps de temps entre la transaction et la date d'évaluation, cet investissement récent de Spice PE avec un tiers indépendant est la meilleure estimation de la valeur équitable de la participation, car elle reflète la valeur du marché. L'investissement initial a été ajusté pour tenir compte de l'effet de change entre la date d'investissement et la date d'évaluation.
- Les multiples P/E et P/B des sociétés comparables cotées en bourse sont appliqués pour étayer cette évaluation.
- Un modèle d'actualisation des dividendes (« DDM »), qui est une autre méthode courante pour évaluer une compagnie d'assurance, n'a pas été appliqué en raison de l'absence de données prospectives suffisantes.



Résultats

Le graphique ci-dessous montre les plages de valeurs de l'investissement de Spice PE's dans Argo Brazil.

Aperçu de l'évaluation Argo Brazil



- Sur la base de l'investissement récent, la valeur post-money constituée du prix d'achat ainsi que de l'injection de capital est de USD 40 millions, dont 87.5% ou USD 35 millions sont attribuables à Spice PE. La prise en compte de l'effet du taux de change entre la date d'investissement et la date d'évaluation donne une valeur équitable de USD 37.0 millions.
- Ce prix de marché est bien étayé par l'analyse du multiple cours/valeur comptable (P/B), qui est couramment utilisée pour évaluer les compagnies d'assurance.
- L'approche cours/bénéfices (P/E) basée sur les revenus conduit à une valeur plus faible, ce qui indique qu'Argo Brazil est actuellement plutôt sous-performant par rapport à des sociétés comparables.

5 Ancien portefeuille

L'ancien portefeuille se compose de plusieurs anciens fonds de fonds d'investissement axés sur les marchés émergents. Les participations varient entre 1% et 7%.

Procédure d'évaluation

- Le point de départ pour l'évaluation de ces actifs est constitué des rapports VNI les plus récents disponibles préparées et fournies par les fonds de gestion.
 - Les fonds d'investissement cotés en bourse se négocient généralement à une décote substantielle par rapport à la VNI déclarée, notamment en raison de la liquidité limitée de leurs actions.⁷ La plupart de ces anciens investissements du passé ne sont pas cotés en bourse, ce qui réduit encore leur caractère commercial.
- En fait, les efforts récents pour vendre les investissements ont échoué parce qu'il n'y avait tout simplement pas de demande ou que le nombre limité d'offres comprenait des décotes élevées dépassant 50%.
- Par conséquent, nous appliquons une décote de 50% sur les VNI déclarées, ce qui est également conforme à la décote de VNI à long terme de Spice PE.

⁷ Pour plus d'informations, veuillez consulter la discussion sur les décotes de VNI dans le chapitre respectif ci-dessous.

Résultats

Le tableau ci-dessous montre les VNI déclarées ainsi que les valeurs équitables après application d'une décote de 50%.

En USD'000	Secteur	Participation	31 mars 2022 rapportée	Décote de VNI	Valeur équitable
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	Fonds d'Afrique sub-saharienne	5.61%	4'578	(2'289)	2'289
DLJ South America Partners	Fonds d'Amérique latine	1.65%	61	(31)	31
Totalité de l'ancien portefeuille			18'411	(9'205)	9'205

6 Trésorerie et équivalents de trésorerie

À la date de valorisation, Spice PE dispose d'une trésorerie et d'équivalents en trésorerie de USD 45.6 millions sur son bilan. Nous intégrons le solde de trésorerie à sa valeur comptable dans la VNIA.

7 Autres actifs/passifs nets

Outre les investissements et la trésorerie et les équivalents en trésorerie, le bilan montre également d'autres actifs et passifs, y compris les créances, les dettes et les charges à payer. Sur la base des dernières informations disponibles dans les bilans, ils représentent une valeur comptable nette de USD -943 k, que nous incluons dans le calcul de la VNIA. Spice PE n'a pas de dette financière au niveau de l'exploitation.

8 Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus

Sur la base du budget de l'année en cours, USD 3.7 millions de frais d'exploitation récurrents ont été présumés pour le calcul de la valeur actuelle des coûts de la société Spice PE. Ces coûts comprennent les frais de gestion (1.5% de la VNI déclarée) et les frais d'administration versés à GP Advisors (Bermuda) Ltd. ainsi que d'autres frais d'exploitation, notamment la rémunération du CA, les frais de déplacement et les frais de comptabilité. La direction prévoit que les frais d'exploitation de base resteront stables au cours des périodes futures et qu'ils augmenteront en fonction de l'inflation.

En actualisant les futures dépenses de l'entreprise avec un CMPC de 11.3% et en prenant en compte une croissance inflationniste de 2%, on obtient une valeur actuelle des coûts de l'entreprise de USD -42.7 millions au 31 mai 2022.

9 Décote d'illiquidité

Sur la base de l'analyse du cours des actions ci-dessus, l'action Spice PE n'est pas liquide. Les investisseurs tiennent compte de la liquidité d'un investissement lors de leurs considérations relatives à l'évaluation. Pour des raisons de risque, un investisseur paiera généralement moins pour un investissement illiquide que pour un investissement identique qui peut être vendu plus facilement. Du point de vue de l'évaluation, il est donc incontestable qu'une décote pour illiquidité doit être appliquée dans un tel cas.

Un investissement illiquide est généralement évalué sur la base d'une liquidité totale et, dans un deuxième temps, une décote est appliquée pour refléter le manque de liquidité. Les sources pertinentes suggèrent que ces décotes se situent entre 15 et 20%.⁸

Outre cette fourchette de décote souvent utilisée dans la pratique, il est devenu plus courant de quantifier également la décote de liquidité avec un modèle d'option de vente. Selon le raisonnement qui sous-tend cette approche, si quelqu'un détient des actions non liquides et achète une option pour vendre ces actions au prix du marché libre, cette personne a, en fait, acheté la liquidité de ces actions. Le prix de cette option de vente correspond à la décote pour manque de liquidité.⁹

Nous utilisons le modèle d'option de vente de Black Scholes pour estimer la décote d'illiquidité et ainsi soutenir la fourchette de décote fournie par la littérature.

Hypothèses de Black Scholes		
Prix de l'action	S	15.1
Prix de levée	K	15.1
Temps jusqu'à l'échéance	t	1
Taux sans risque	r	2.9%
Volatilité	v	35%
Valeur de l'option de vente	P	1.86
Décote		12.3%

L'une des données clés du modèle d'option de vente est la volatilité présumée. Selon Elmore (2017)¹⁰, la volatilité annualisée des actions des sociétés privées varie généralement de 50% à 125%, tandis que les actions cotées en bourse et liquides, comme celles du Swiss Market Index (SMI), ont une volatilité d'environ 20%. L'action Spice PE étant cotée mais rarement négociée, nous utilisons la moyenne entre la volatilité d'une action cotée liquide (20%) et le bas de la fourchette des sociétés privées (50%), ce qui donne une volatilité supposée de 35%.¹¹ La décote basée sur ce modèle d'option de vente est de 12.3%.

En considérant à la fois la fourchette de valeurs suggérée par les sources et nos propres calculs, qui sont encore une fois soumis à une certaine sensibilité, nous appliquons une fourchette de décote de 10% à 20% pour corriger l'ANAV du manque de liquidité de l'action Spice PE. Après la décote d'illiquidité, la VNIA est donc de **USD 15.3 à USD 17.3** par action. Le tableau ci-dessous montre la sensibilité de la VNIA aux différentes décotes d'illiquidité.

Analyse de sensibilité sur la décote d'illiquidité					
Décote	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
VNIA par action après décote d'illiquidité	17.3	16.8	16.3	15.8	15.3

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

⁹ 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.

¹⁰ Elmore (2017) : Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations, dans : Réflexions / Hiver 2017.

¹¹ Voir aussi IFBC (2018) : Attestation d'équité Qino AG, p. 22.



Analyse des sociétés et des transactions comparables

DÉCOTES DE LA VNI DE SOCIÉTÉS COMPARABLES

La plupart des sociétés d'investissement cotées en bourse se négocient avec une décote par rapport à leur VNI déclarée. Comme indiqué ci-dessus, c'est également le cas pour l'action Spice PE, dont la décote médiane de la VNI a été de 49% au cours des trois dernières années.

Les raisons de ces décotes sont multiples et peuvent inclure les éléments suivants :¹²

- **Coûts et frais d'entreprise** : Les coûts d'entreprise que nous déduisons dans notre analyse de l'ANAV sont une raison importante de la décote, car ils ne sont pas reflétés dans la VNI. Ainsi, plus les coûts des frais administratifs, des frais de gestion et des autres frais d'exploitation sont élevés par rapport à la taille du portefeuille, plus la décote est importante. Selon la structure de l'entreprise, il peut même y avoir plusieurs niveaux de frais.
- **Illiquidité de l'action** : Si les investisseurs ne peuvent pas vendre facilement leurs actions sur le marché, ils appliqueront une décote pour couvrir leur risque de liquidité.

- **Illiquidité et qualité du portefeuille investi** : Les entreprises qui investissent uniquement dans d'autres sociétés cotées ont tendance à se négocier avec des décotes plus faibles que celles qui investissent dans des actifs privés.
- **Qualité/transparence des rapports** : Plus la qualité de l'information est faible (en termes de fréquence, de degré de détail, d'actualité, etc.), plus l'incertitude est grande pour l'investisseur, ce qui se traduit également par une décote.
- **Politique de dividendes** : Les actions qui versent des dividendes ont tendance à avoir des décotes moindres.
- **Structure de l'actionnariat** : Les sociétés dont l'actionnaire majoritaire est fort ont tendance à se négocier avec des décotes plus élevées que celles dont le flottant est plus important.

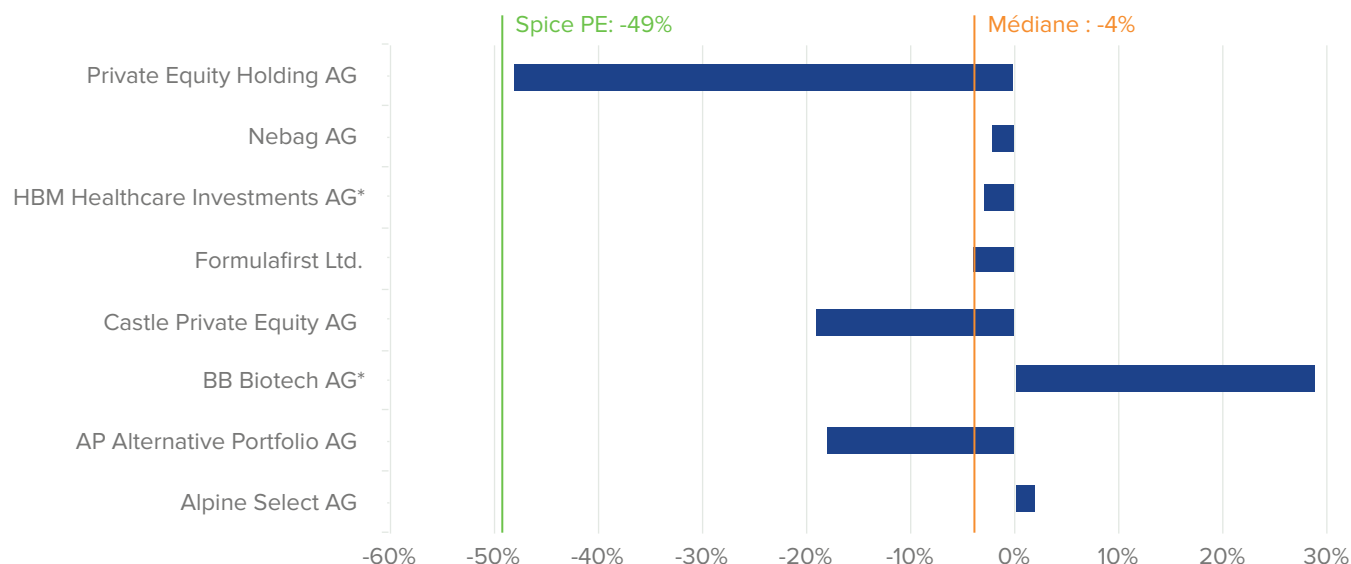
Plusieurs de ces caractéristiques s'appliquent également à Spice PE, ce qui explique la décote relativement élevée par rapport à certaines sociétés comparables, comme expliqué ci-dessous.

¹²NZZ : Der stete Kampf gegen einen Abschlag an der Börse (4 déc. 2019); Cadre Insights : Why do Secondary Market Opportunities Trade at a Discount? (7 août 2019).

Dans cette section, nous analysons les décotes de la valeur liquidative de sociétés comparables. Si l'on examine un groupe de référence composé d'autres sociétés d'investissement cotées à la bourse suisse, on constate une variation importante de la décote par rapport à la VNI, allant de moins 50% à une

prime de 30%. Compte tenu du large éventail, la médiane de 4% a une signification limitée. En outre, le fait que les actions de la plupart des sociétés comparables à Spice PE ne sont pas non plus liquides dégradent davantage la qualité de l'analyse.

Sociétés suisses comparables : décote du cours de l'action par rapport à la VNI (31 mars 2022)



Source : Infront Analytics, Rapports de VNI des sociétés ; *) Liquide au sens de la loi suisse sur les OPA

Spice PE est plutôt unique en raison de la combinaison de ses objectifs d'investissement, de sa taille et de la structure de son actionariat. Cela explique la différence relativement importante entre la décote de la VNI et celle de la plupart de ses pairs. La seule société d'investissement cotée en Suisse qui présente une comparabilité relativement élevée Private Equity Holding AG, qui a à peu près la même taille que

Spice PE en matière de VNI. Environ 1/4 de son portefeuille est constitué d'investissements directs, le reste étant des investissements dans des fonds de fonds. En outre, il est également exposé de manière significative aux secteurs de la consommation et de la technologie et son gestionnaire d'investissement est également son principal actionnaire, comme dans le cas de Spice PE.

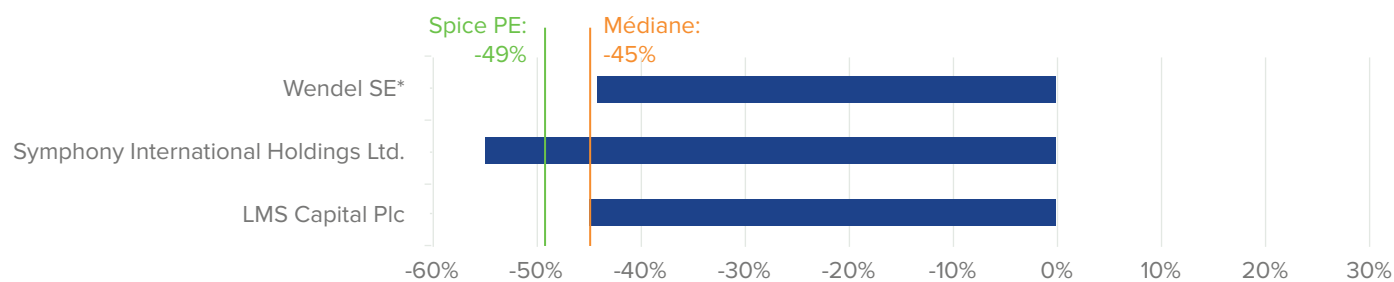
En plus des sociétés comparables suisses de Spice PE, nous avons identifié d'autres sociétés comparables internationales avec une meilleure comparabilité avec Spice PE en matière d'orientation des investissements, de structure de l'actionariat et, en partie, de taille.

- LMS Capital est une petite société d'investissement (~USD 58 millions en VNI), dont la moitié environ est investie en private equity et la moitié en trésorerie. Sa base d'investisseurs est également constituée principalement de particuliers, de personnes fortunées et de family offices, comme dans le cas de l'introduction en bourse de Spice PE.
- Avec près de USD 500 millions de valeur liquidative, Symphony International Holding Ltd. est plus importante. Toutefois, comme Spice PE, elle est exposée aux marchés émergents (Asie). Elle a également une exposition significative aux entreprises liées à l'hôtellerie, comme Spice l'a fait avec Bravo Brio.

- Wendel SE est une société d'investissement beaucoup plus grande, mais ses actionnaires de référence détiennent environ 40% de la société et son portefeuille est assez concentré avec un mélange de sociétés privées et cotées. Elle dispose en outre d'un solde de trésorerie significatif, à l'instar de Spice PE.

Ces sociétés ont des décotes de VNI dans une fourchette similaire à celle de Spice PE, ce qui indique qu'une telle décote n'est pas atypique pour ce type de sociétés d'investissement.

Sociétés internationales comparables : décote du cours de l'action par rapport à la VNI (31 mars 2022)

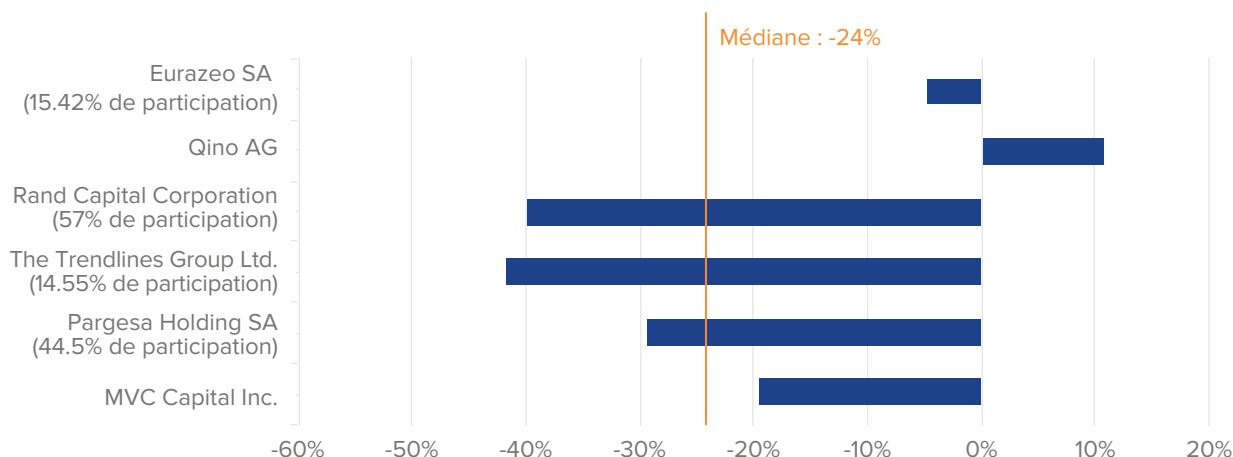


Source : Infront Analytics, Rapports de VNI des sociétés ; *) Liquide au sens de la loi suisse sur les OPA

DÉCOTES DE LA VNI DANS DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Les décotes de la VNI observées lors de transactions comparables récentes donnent une image similaire à l'analyse de la décote de la VNI de sociétés comparables. Les décotes/primes vont de -40% à +10%, avec une décote médiane de 24%.

Décote de la VNI dans les transactions comparables



Source : Mergermarket, rapports VNI des entreprises

PRIMES D'OPA

Une analyse des primes d'OPA dans les transactions publiques précédentes des sociétés d'investissement montre qu'une prime allant de 0 à 55% a été payée sur le prix actuel de l'action pour les acquisitions en Suisse dans l'ensemble des transactions au cours des 20 dernières années en Suisse.

Le paiement d'une prime dépend essentiellement des caractéristiques de la transaction et des conditions actuelles du marché (ex. la concurrence).

Année	Société acquise	Prime
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%

CONCLUSION APRÈS ANALYSE DES SOCIÉTÉS COMPARABLES ET DES TRANSACTIONS

L'analyse des décotes de la valeur nette d'inventaire et des primes d'OPA révèle un large éventail de sociétés et de transactions comparables. Ceci est dû à l'hétérogénéité des sociétés d'investissement en matière de taille, d'orientation des investissements, de structure de l'actionnariat, etc.

La décote de la VNI de Spice PE se situe dans la partie supérieure de la fourchette observable, mais plusieurs raisons justifient cette décote relativement élevée. Par conséquent, la décote de 49% par rapport à la dernière VNI publiée impliquée par le prix de l'offre de 16.25 USD est conforme aux données observables du marché.



Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Spice

VENTE D'ACTION EN BOURSE

La vente des actions en bourse est généralement considérée comme une alternative pratique à l'acceptation du prix offert par GP Swiss SA. Un investisseur rationnel choisira cette option si le produit net de la vente en bourse est supérieur au prix de l'offre. En d'autres termes, ce ne serait le cas que si le prix de l'action à la fin de la période d'offre était supérieur au prix de l'offre. La veille de la date de l'annonce préalable, le cours de clôture de l'action était de USD 15.10, soit USD 1.15 de moins que le prix de l'offre.

Il est impossible de prévoir quel sera le prix de l'action à la fin de la période d'offre. Toutefois, il est assez peu probable qu'il dépasse sensiblement le prix offert, car cela signifierait que certains investisseurs seraient prêts à acheter l'action pour un prix supérieur au prix offert.

En outre, en raison de l'illiquidité des actions, on peut supposer que la vente d'un plus grand nombre d'actions par l'intermédiaire de la bourse aurait un impact négatif sur le prix des actions. Par conséquent, contrairement à l'offre de GP Swiss SA de USD 16.25 pour toutes les actions en circulation, une vente en bourse ne garantirait pas un prix fixe pour toutes les actions en circulation.

REJET DE L'OFFRE

Les actionnaires publics qui détiennent les actions en circulation ont la possibilité de rejeter l'offre. Un actionnaire le fera s'il s'attend à ce que le prix de l'action dépasse le prix de l'offre dans un avenir prévisible, s'il a l'intention de bloquer l'offre ou s'il s'attend à une meilleure offre à l'avenir.

Il faut s'attendre à ce que la liquidité de l'action, déjà peu liquide, diminue encore davantage en raison de la réduction du flottant résultant de l'acceptation de l'offre par des actionnaires individuels. Une réduction de la décote de la VNI et donc une augmentation du prix de l'action semblent peu probables.

Selon l'annonce préalable, l'offre est soumise à un taux d'acceptation minimal de 90%. Si ce taux est atteint, l'acquéreur a la possibilité de fusionner avec Spice PE (art. 18 para. 5 MerA). Si l'acquéreur détient plus de 98% à l'issue de la période d'offre, il peut évincer les actionnaires restants (Art. 137 FMIA). Dans les deux cas, il est peu probable qu'un actionnaire perçoive un prix supérieur au prix de l'offre.

Enfin, GP Investments a l'intention de retirer l'action de la cote après l'appel d'offres public. On peut supposer que le retrait prévu de la cote entraînera une pression à la vente, qui est susceptible d'entraîner une nouvelle baisse du prix plutôt qu'une hausse qui serait nécessaire pour rendre cette alternative suffisamment attrayante pour un actionnaire minoritaire.

LIQUIDATION

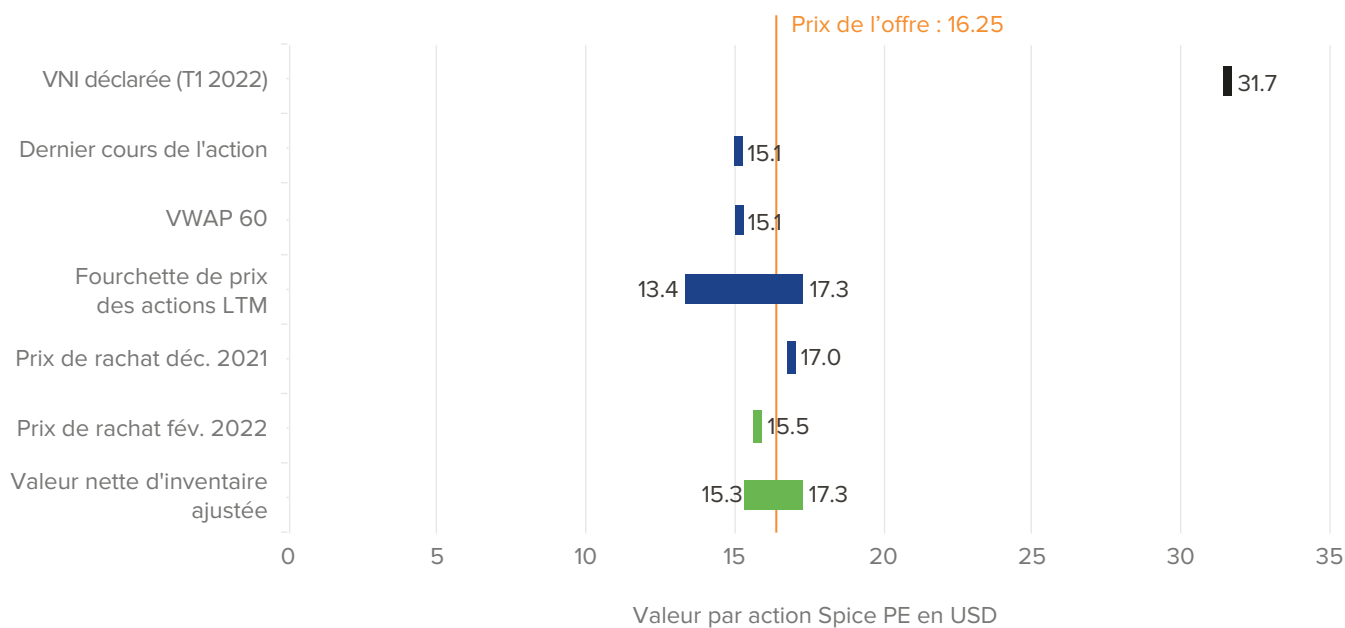
Un autre scénario serait la liquidation de Spice PE. Cependant, du point de vue des actionnaires minoritaires, qui doivent décider d'accepter ou de rejeter l'offre existante, ce n'est pas une alternative qu'ils pourraient activement poursuivre. L'actionnaire majoritaire fort contrôlant plus de 70% de la société, aucun des actionnaires minoritaires ne serait en mesure d'initier une liquidation de la société.

En résumé, aucune des alternatives discutées pour les actionnaires publics de Spice PE ne semble être clairement préférable à l'acceptation de l'offre existante.



Conclusion

Aperçu de l'évaluation



Le graphique précédent résume les résultats de notre analyse d'évaluation ainsi que d'autres points de référence. En résumé, Oaklins fonde sa conclusion sur les considérations suivantes :

- GP Investments a offert un prix par action de **USD 16.25** net en espèces.
- L'offre de GP Investments représente une prime de 7.6% sur le VWAP de 60 jours de USD 15.11 et une prime de 7.6% sur le prix de clôture de la veille de l'annonce préalable, qui était de USD 15.10.
- Au cours des douze derniers mois le prix de l'action Spice PE a fluctué entre USD 13.4 et USD 17.3. Le prix proposé est plus proche de l'extrémité supérieure de cette fourchette.
- L'action Spice PE est illiquide conformément à la définition de la loi suisse sur les OPA. Une comparaison avec le prix de l'action n'a donc qu'une signification limitée.
- Sur la base de notre principale méthode d'évaluation – la valeur nette d'inventaire ajustée (VNIA) – la plage de valeurs d'une action Spice PE est de **USD 15.3 à USD 17.3**. Le prix proposé est soutenu par cette fourchette.
- Les seconds indicateurs de valeur importants sont les prix payés lors des deux récents programmes de rachat d'actions, qui étaient respectivement de USD 17.0 en décembre 2021 et de USD 15.5 en février 2022. Le dernier prix de rachat est un bon indicateur d'une valeur basée sur le marché pour l'action Spice PE. La demande pour les deux programmes de rachat d'actions a été élevée et le nombre d'actions qui ont été remises à la société a largement dépassé le nombre d'actions offertes. Le deuxième rachat au prix inférieur de **USD 15.5** a été sursouscrit par un facteur d'environ 2.5, ce qui indique que ce prix de rachat était une offre attrayante pour les actionnaires. Le prix de l'offre de USD 16.25 reflète une prime de 4.8% sur le prix de rachat le plus récent.

Selon notre analyse, nous considérons l'offre publique d'achat de GP Investments de USD 16.25 par action comme équitable d'une perspective financière.

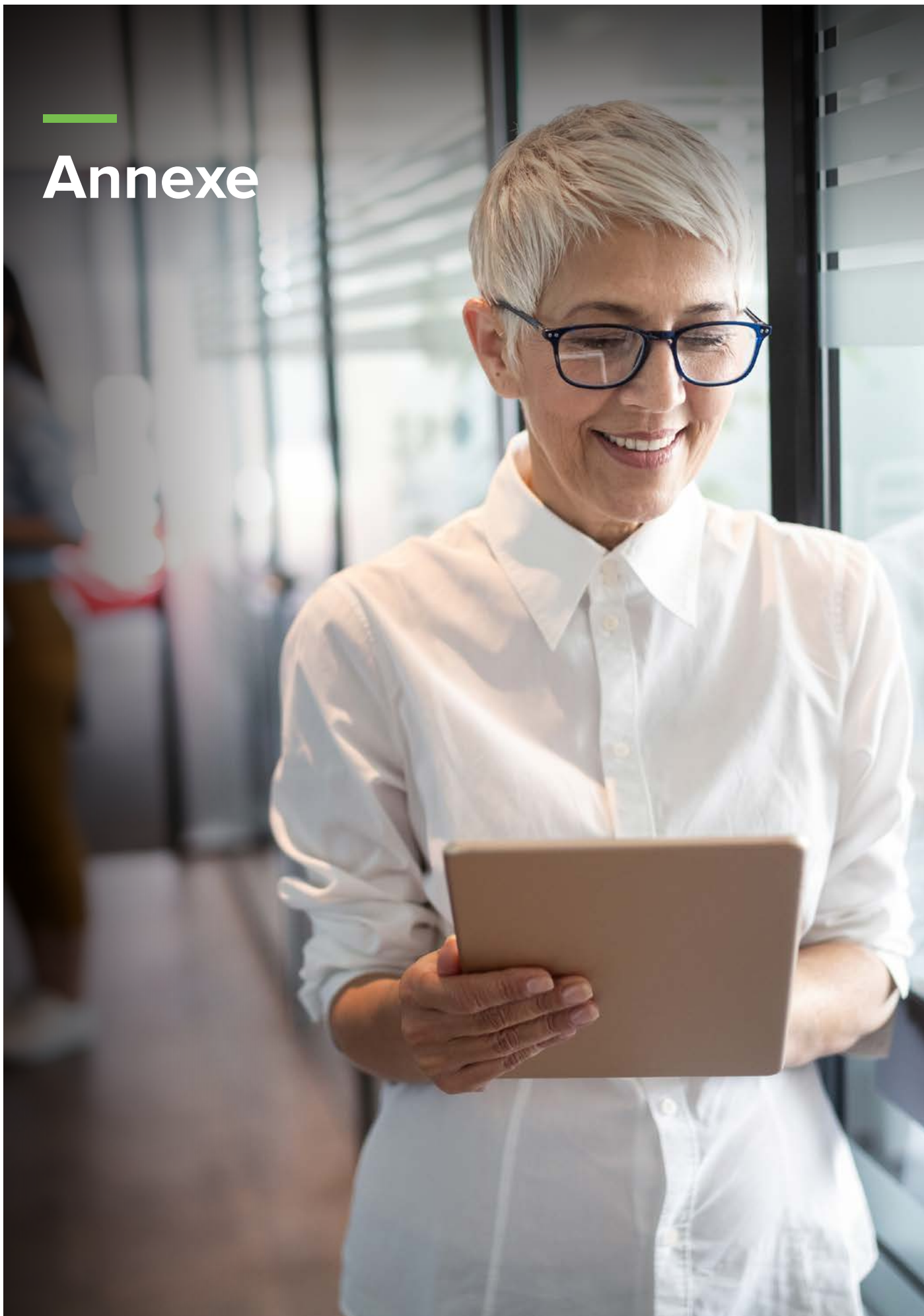


DR. JÜRIG STUCKER, CFA
Partner



DR. DANIEL SPRING, CFA
Director, Head of Valuations

Annexe



LISTE DES ABRÉVIATIONS

BR	Brésil	ISIN	Numéro international d'identification des titres (International Securities Identification Number)
BRL	Réal brésilien	LLC	Limited liability company
CA	Conseil d'administration	Ltd.	Limited
CAGR	Taux de croissance annuel net du chiffre d'affaires	Ltda.	Limitada
CDS	Couverture de défaillance ou dérivés (credit default swap)	LTM	Douze derniers mois
CFA	Chartered Financial Analyst	MerA	Loi fédérale suisse sur les fusions
CH	Suisse	OOPA	Ordonnance sur les OPA
CHF	Franc suisse	OPA	Offre publique d'achat
CMPC	Coût moyen pondéré du capital	OPI	Offre publique initiale
COGS	Coût des marchandises vendues (Cost of goods sold)	P/B	Ratio cours/valeur comptable (price/book)
COPA	Commission des offres publiques d'achat (alem. Übernahmekommission)	P/E	Ratio cours/bénéfice (price/earnings)
COVID	Maladie à coronavirus	S.A.	Société anonyme / Sociedade anónima
D&O	Administrateurs et dirigeants (assurance)	SLI	Swiss Leader Index
DCF	Flux de trésorerie actualisés (discounted cash flow)	SMI	Swiss Market Index (indice boursier du marché suisse)
DDM	Modèle d'actualisation des dividendes	Spice PE	Spice Private Equity Ltd.
E&O	Erreurs et omissions (assurance)	T1	Premier trimestre (de l'année)
EM	Marché émergent	UK	Royaume-Uni
etc.	et cetera	US	États-Unis
EV	Valeur de l'entreprise (enterprise value)	USA	États-Unis d'Amérique
ex.	Par exemple	USD	Dollar des États-Unis
FMIA	Loi sur l'infrastructure du marché financier	VDC	Virtual Dining Concept
FOF	Fonds de fonds	VNI	Valeur nette d'inventaire (net asset value)
FY	Exercice financier	VNIA	Valeur nette d'inventaire ajustée (Adjusted net asset value)
FYE	Fin de l'exercice (financial year end)	VWAP	Prix moyen pondéré en fonction de la valeur
IC	inter-société (inter-company)	YTD	Depuis le début de l'année
Inc.	Incorporated		

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (CMPC)

Paramètre	Bravo Brio	Insole	Spice PE
Pays	USA	Brésil	Suisse
Devise	USD	BRL	USD
① Taux d'intérêt sans risque	2.9%	9.4%	2.9%
② Prime de risque du marché	5.1%	7.2%	6.2%
③ Bêta unlevered	0.98	0.67	0.55
Bêta relevered	1.07	0.90	0.55
④ Prime de taille	5.0%	5.0%	5.0%
Coût des fonds propres	13.3%	20.9%	11.3%
① Taux d'intérêt sans risque	2.9%	9.4%	s.o
⑤ Prime de risque de crédit	3.0%	3.0%	s.o
Coût de la dette	5.9%	12.4%	s.o
⑥ Proportion des fonds propres	89.4%	66.4%	100.0%
⑥ Proportion de la dette	10.6%	33.6%	-
⑦ Taux de l'impôt des sociétés		34.0%	11.9%
CMPC	12.4%	16.7%	11.3%

Détermination des paramètres du coût du capital

- ① Nous estimons le rendement sans risque attendu sur la base du rendement des obligations d'État à 10 ans respectives à la date d'évaluation (c'est-à-dire aux États-Unis et au Brésil). Le rendement actuel des obligations d'État brésiliennes à 10 ans comprend une prime de risque pays significative. Pour éviter un double comptage et obtenir un taux sans risque réel, le rendement actuel est réduit par le spread du CDS spécifique au pays.
- ② Nous utilisons la dernière prime de risque implicite du marché disponible selon le Prof. A. Damodaran¹³. La prime de risque de marché implicite est le résultat de l'inversion des évaluations d'actions, ajustées pour le risque spécifique au pays. Pour Bravo Brio et Insole, nous utilisons la prime de risque du marché spécifique au pays et pour Spice PE, nous utilisons une moyenne pondérée par la valeur liquidative entre les États-Unis et le Brésil.
- ③ Bravo Brio et Spice PE : Le bêta est la médiane des bêtas de sociétés comparables. Ils sont basés sur une régression des rendements mensuels de l'indice concerné sur cinq ans.
Insole : Nous utilisons le bêta unlevered des secteurs correspondants des marchés émergents selon Prof. A. Damodaran, car le groupe de pairs ne génère pas suffisamment de données.
- ④ La prime de taille de 5.0% est basée sur le 2021 Valuation Handbook de Duff et Phelps.
- ⑤ La prime de risque de crédit est basée sur les conditions actuelles des taux d'intérêt.
- ⑥ Bravo Brio : La structure du capital cible à long terme reflète une structure de financement habituelle pour l'industrie et est dérivée du groupe de pairs.
Insole : Structure du capital cible à long terme pour l'industrie selon le prof. A. Damodaran, car les données du groupe de pairs sont insuffisantes pour en déduire des valeurs significatives.
Spice PE : Nous supposons une structure de capital de 100% de fonds propres, ce qui est commun pour une société d'investissement.
- ⑦ Le taux d'imposition des sociétés prévu par la direction et le rapport de KPMG sur l'impôt sur les sociétés.

¹³Prof. Dr. Aswath Damodaran est un professeur renommé de finance d'entreprise et d'évaluation à la Stern School of Business de l'université de New York. Les primes de risque des actions et autres données de finance d'entreprise qu'il publie régulièrement sont devenues un standard dans la pratique de l'évaluation.

Bravo Brio : Bêta et structure du capital du groupe de pairs

Société	Pays	Capitalisation boursière	Dette financière ¹	Quote-part de la dette	Bêta levered ²	Bêta unlevered	Chiffre d'affaires
Bj's Restaurants Inc.	USA	660	50	7.0%	n.s.	n.s.	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.s.	n.s.	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.s.	n.s.	475
Dine Brands Global, Inc.	USA	1'305	1'352	50.9%	n.s.	n.s.	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
Moyenne		2'892	488	18.0%	1.31	1.09	2'209
Médiane		1'305	194	10.6%	1.29	0.98	1'162

Source : Infront Analytics

n.s. = non significatif

Montants en millions USD

Capitalisation boursière et dette financière au 31 mars 2022 ; les chiffre d'affaires concernent l'exercice clos le 31 décembre 2021.

¹ Dette portant intérêt² Régression avec l'indice de référence pertinent, sur la base des rendements mensuels sur cinq ans. Seuls les bêtas statistiquement significatifs ont été pris en compte dans l'analyse (niveau de signification de 95%).

Spice Private Equity : Bêta et structure du capital du groupe de pairs

Société	Pays	Capitalisation boursière	Bêta levered ¹
Alpine Select AG	Suisse	150	0.23
AP Alternative Portfolio AG	Suisse	98	n.s.
BB Biotech AG	Suisse	3'881	1.15
Castle Private Equity AG	Suisse	117	n.s.
Formulafirst Ltd.	Suisse/Îles Vierges britanniques	13	n.s.
HBM Healthcare Investments AG	Suisse	2'079	0.76
nebag ag	Suisse	93	0.51
Private Equity Holding AG	Suisse	221	0.55
Minimum		13	0.23
Maximum		3'881	1.15
Moyenne		832	0.64
Médiane		134	0.55

Source : Infront Analytics

n.s. = non significatif

Montants en millions USD

Capitalisation boursière au 31 mars 2022

¹ Régression avec l'indice de référence pertinent, sur la base des rendements mensuels sur cinq ans. Seuls les bêtas statistiquement significatifs ont été pris en compte dans l'analyse (niveau de signification de 95%).

DÉTAILS DE L'ÉVALUATION : BRAVO BRIO

Transition de la valeur actualisée des flux de trésorerie à la valeur de l'investissement de Spice PE dans Bravo Brio

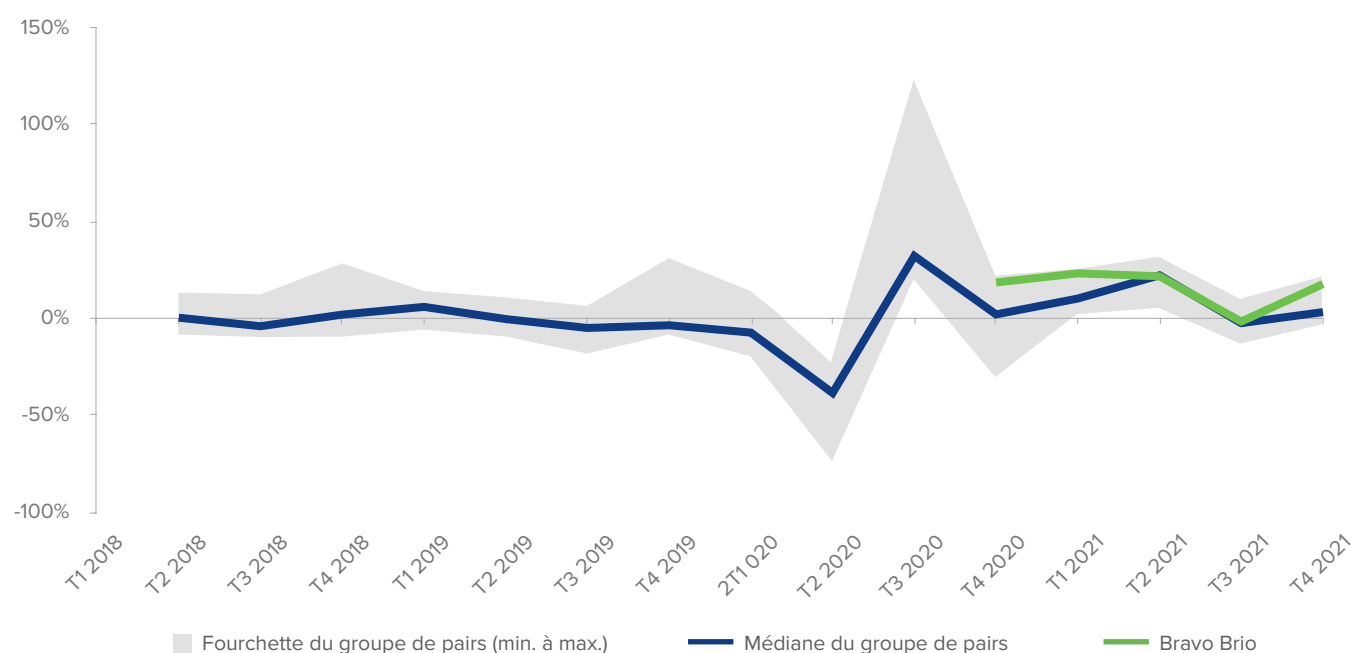
En USD'000	Valeur de 100 %	Participation de Spice PE	Valeur de la participation
Bravo Brio Restaurants, LLC			
Valeur de l'entreprise (valeur DCF)	69'030		
Dette financière	(3'677)		
Excédent de trésorerie	-		
Valeur des fonds propres avant la dette inter-sociétés	65'353		
Dette de GPPE lender (inter-société)	(15'438)		
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants, LLC	49'915		
Bravo Brio Holdings, LLC			
Investissements dans Bravo Brio Restaurants, LLC	49'915		
Consolidation de la dette inter-société (GPPE)	15'438		
Participation VDC (à prix coûtant ; 15%)	10'000		
Autres actifs et passifs	-		
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Holdings, LLC	75'353		
FoodFirst Global, LP			
Investissement dans Bravo Brio Holdings, LLC	37'676	69.6%	26'223
Autres actifs	1'098	69.6%	764
Valeur actuelle du coût prévu du traitement de la faillite	(2'000)	69.6%	(1'392)
Valeur actuelle des coûts récurrents prévus de FoodFirst Global	(1'396)	69.6%	(971)
Valeur de l'investissement de Spice PE			24'623

Analyse de sensibilité (évaluation DCF)

En USD'000		CMPC				
taux de croissance		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

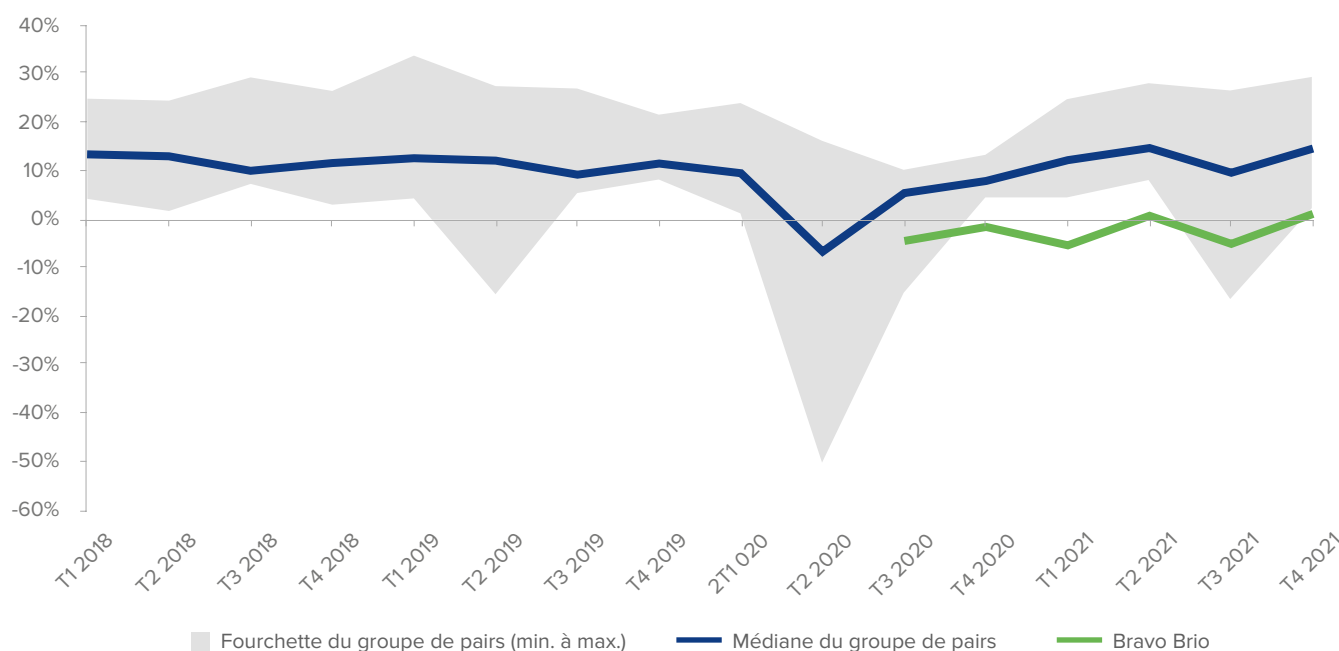
Analyse comparative/plausibilisation du plan d'affaires de Bravo Brio

Analyse comparative : Croissance des revenus



Source : Infront Analytics, rapports mensuels Bravo Brio Restaurants

Analyse comparative : Marge EBITDA



Source : Infront Analytics, rapports mensuels Bravo Brio Restaurants

Conclusion

- La croissance des revenus de Bravo Brio est conforme au modèle de croissance du groupe de pairs.
- La marge EBITDA de Bravo Brio se situe dans le bas de la fourchette, voire en dessous de la fourchette observée chez le groupe de pairs.

Études de marché : Croissance de l'industrie

Secteur	Région	Période	CAGR	Source
Marché américain de la restauration rapide décontractée	USA	2020–2025	8.0%	Technavio (2021), Fast Casual Restaurants Market in US by Product – Forecast and Analysis 2021–2025
Marché de la restauration rapide décontractée	Monde entier	2021–2026	12.4%	Technavio (2022), Fast Casual Restaurants Market by Product and Geography – Forecast and Analysis 2022–2026
Marché de la restauration rapide américain	USA	2021–2028	4.4%	Grand View Research (2021), Fast Food Market Size, Share & Trends Analysis Report
Prévisions de l'emploi dans la restauration aux États-Unis	USA	2023–2030	1.3%	National Restaurant Association (2022), 2022 State of the Restaurant Industry
Marché de la restauration rapide	Monde entier	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

Conclusion

- La croissance prévue pour le chiffre d'affaires de Bravo Brio de 7.1% par an entre 2022 et 2025 se situe dans la fourchette des taux de croissance suggérés par les principaux rapports et études du secteur.

Bravo Brio : Évaluation sur la base de multiples boursiers des sociétés cotées comparables

En USD'000	Min	25% percentile	Médiane
EV/EBITDA 2022e	3.7	5.7	8.1
EBITDA FY22B	10'731	10'731	10'731
Valeur de l'entreprise de Bravo Brio Restaurants	39'223	61'598	86'846
Dette nette	(19'115)	(19'115)	(19'115)
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants	20'108	42'483	67'731

Remarque : La rentabilité de Bravo Brio est inférieure à la médiane du groupe de pairs, nous utilisons donc le 25^e percentile de la distribution des multiples comme notre multiple principal. L'utilisation de la médiane surestimerait probablement la valeur de l'entreprise.

Valeur de l'investissement de Spice PE dans Bravo Brio

En USD'000	Valeur de 100 %	Participation de Spice PE	Valeur de la participation
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants	42'483	34.8%	14'784
Consolidation des dettes inter-sociétés	15'438	34.8%	5'372
Valeur des fonds propres de l'investissement VDC	66'667	5.2%	3'480
Autres actifs des sociétés de holding	1'098	69'6%	764
Valeur actuelle des coûts d'exploitation prévus	(1'396)	69'6%	(971)
Valeur actuelle du coût de liquidation de l'ancien FoodFirst Global	(2'000)	69'6%	(1'392)
Valeur de l'investissement de Spice PE			22'037

Bravo Brio : Multiples des sociétés cotées comparables

Société	Pays	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
Moyenne			8.0
Médiane			8.1
25% percentile			5.7

Source : Infront Analytics

Bravo Brio : Évaluation sur la base du multiple de transaction

En USD'000	Min	25% percentile	Médiane
EV/EBITDA	2.3	8.1	10.3
EBITDA FY22B	10'731	10'731	10'731
Valeur de l'entreprise de Bravo Brio Restaurants	24'965	87'277	110'086
Dette nette	(19'115)	(19'115)	(19'115)
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants	5'850	68'162	90'971

Valeur de l'investissement de Spice PE dans Bravo Brio

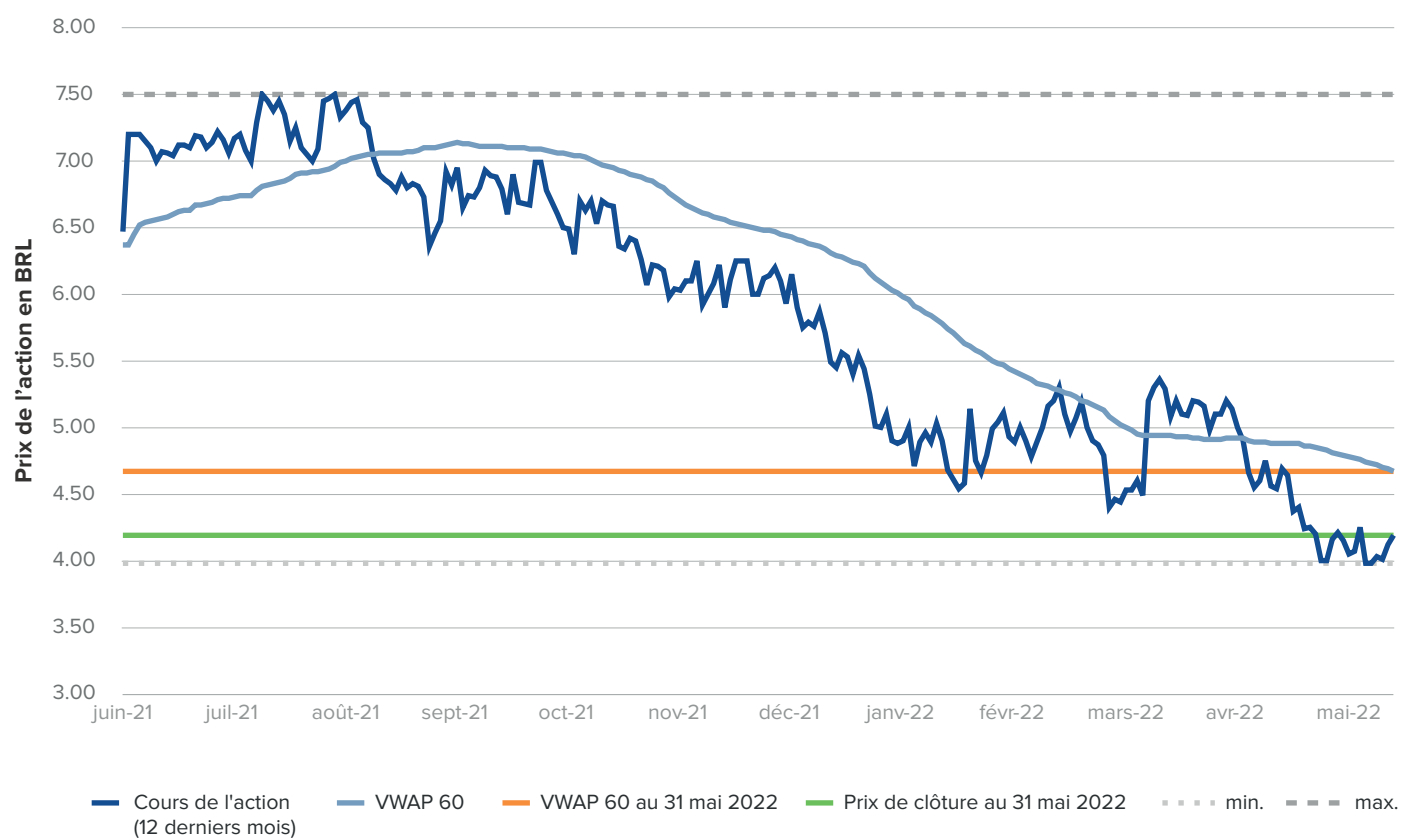
En USD'000	Valeur de 100 %	Participation de Spice PE	Valeur de la participation
Valeur des fonds propres de Bravo Brio Restaurants	68'162	34.8%	23'720
Consolidation des dettes inter-sociétés	15'438	34.8%	5'372
Valeur des fonds propres de l'investissement VDC	66'667	5.2%	3'480
Autres actifs des sociétés de holding	1'098	69.6%	764
Valeur actuelle des coûts d'exploitation prévus	(1'396)	69.6%	(971)
Valeur actuelle du coût de liquidation de l'ancien FoodFirst Global	(2'000)	69.6%	(1'392)
Valeur de l'investissement de Spice PE			30'973

Bravo Brio : Multiples de transactions comparables

Année	Société cible	Pays	Acquéreur	EV (USDm)	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
Moyenne					12.4
Médiane					10.3
25% percentile					8.1

DÉTAILS DE L'ÉVALUATION : G2D INVESTMENTS

G2D Investments Ltd. : Analyse du cours des actions (en BRL)



DÉTAILS DE L'ÉVALUATION : INSOLE

Insole : Évaluation sur la base de multiples boursiers des sociétés cotées comparables

	Devise	Limite inférieure	Médiane	Limite supérieure
EV/chiffre d'affaires 2021		5.5	7.3	9.2
Chiffre d'affaires (FY2021)	BRL'000	38'582	38'582	38'582
Valeur d'entreprise	BRL'000	212'106	282'808	353'511
Dette nette (FYE2021)	BRL'000	(159'000)	(159'000)	(159'000)
Valeur des fonds propres	BRL'000	53'106	123'808	194'511
USD/BRL (31 mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Pourcentage de participation		14.8%	14.8%	14.8%
Valeur de la participation immédiate d'Insole	USD'000	1'662	3'876	6'089
Solde de trésorerie de Spice FIP	USD'000	13	13	13
Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus de Spice FIP	USD'000	(1'849)	(1'849)	(1'849)
Valeur de l'investissement de Spice PE	USD'000	-	2'040	4'253

Les limites inférieures et supérieures sont définies comme moins/plus 25% par rapport à la médiane.

Insole : Multiples des sociétés cotées comparables

Société	Pays	ISIN	EV/chiffre d'affaires
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
Moyenne			10.5
Médiane			7.3

Source : Infront Analytics

DÉTAILS DE L'ÉVALUATION : ARGO BRAZIL

Argo Brazil : Évaluation sur base du ratio cours/valeur comptable

	Devise	25% percentile	Médiane	75% percentile
P/B multiple		0.8	1.1	2.0
Valeur comptable des fonds propres	BRL'000	129'820	129'820	129'820
Valeur des fonds propres (avant l'augmentation de capital)	BRL'000	106'452	141'504	265'482
Trésorerie / injection de trésorerie implicite	BRL'000	41'582	41'582	41'582
Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus d'Ensure Holdings		-	-	-
USD/BRL (31 mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Pourcentage de participation		87.5%	87.5%	87.5%
Valeur de l'investissement de Spice PE	USD'000	27'378	33'860	56'788

Argo Brazil : Évaluation sur base du ratio cours/bénéfices

	Devise	25% percentile	Médiane	75% percentile
P/E multiple		8.0	10.0	13.2
Bénéfice net FY21	BRL'000	8'419	8'419	8'419
Valeur des fonds propres (avant l'augmentation de capital)	BRL'000	67'689	84'527	111'468
Trésorerie / injection de trésorerie implicite	BRL'000	41'582	41'582	41'582
Valeur actuelle des coûts d'entreprise attendus d'Ensure Holdings		-	-	-
USD/BRL (31 mai 2022)		0.2114	0.2114	0.2114
Pourcentage de participation		87.50%	87.50%	87.50%
Valeur de l'investissement de Spice PE	USD'000	20'209	23'323	28'305

Argo Brazil : Multiples des sociétés cotées comparables

Société	Pays	ISIN	P/E	P/B
Porto Seguro S.A.	Brésil	BRPSSAACNOR7	8.3	1.4
Argo Group International Holdings, Ltd.	Bermudes	BMG0464B1072	35.9	0.9
Mapfre SA	Espagne	ES0124244E34	7.0	0.6
Qualitas Controladora S.A.B. de C.V.	Mexique	MX01Q0000008	6.4	2.3
BB Seguridade Participacoes SA	Brésil	BRBBSEACNOR5	12.8	6.9
CNP Assurances SA	France	FR0000120222	9.2	0.7
Zurich Insurance Group AG	Suisse	CH0011075394	13.3	1.8
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	Brésil	BRQUALACNOR6	9.9	2.9
MetLife Inc.	USA	US59156R1086	8.6	0.8
Allianz SE	Allemagne	DE0008404005	13.2	1.1
Talanx AG	Allemagne	DE000TLX1005	10.0	0.9
AXA SA	France	FR0000120628	7.8	0.8
Tokio Marine Holdings Inc.	Japon	JP3910660004	29.3	1.3
Chubb Ltd.	Suisse	CH0044328745	10.7	1.5
The Progressive Corporation	USA	US7433151039	20.2	3.7
Sompo Holdings, Inc.	Japon	JP3165000005	12.7	0.9
American International Group Inc.	USA	US0268747849	5.5	0.8
Minimum			5.5	0.6
25% percentile			8.0	0.8
75% percentile			13.2	2.0
Maximum			35.9	6.9
Moyenne			13.0	1.7
Médiane			10.0	1.1

Source : Infront Analytics

Deep local roots, global commitment

Oaklins brings you opportunities from across the world and we meet you with our expertise wherever you are



United by a strong belief that we can achieve the extraordinary. Oaklins is a global team of 850+ financial advisory professionals in 45 countries providing M&A, growth equity, ECM, debt advisory and corporate finance services to support entrepreneurs, corporates and investors in reaching their goals.

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

Oaklins – Zurich, Berne, Basel et 60 autres sites dans le monde entier

Zurich

Lintheschergasse 15
8001 Zurich

T +41 44 268 45 35

Berne

Zeughausgasse 20
Case postale
3001 Berne

T +41 31 326 18 18

Bâle

Sternengasse 6
4051 Bâle

T +41 61 271 88 44

The term “Oaklins” and any term that refers to Oaklins or the Swiss Verein refers to the affiliated firms or entities authorized to carry the name “Oaklins” or one or more of those affiliated firms or entities, as the context requires. Such terms are used only for convenience of reference and do not imply that all or any of such entities are in partnership together or accept responsibility for the acts or omissions of each other.

Legal responsibility for the provision of services to clients is defined in engagement terms entered into between clients and the relevant member of Oaklins International, and these should be relied upon in determining liability for the services provided. In the absence of any explicit agreement and without the consent of both entities involved, no Oaklins member firm is responsible for the acts or omissions of, nor has any authority to obligate or otherwise bind, any other Oaklins member firm. Similarly, Oaklins International has no authority to obligate or otherwise bind any member firm.

In accordance with the common terminology used in professional service organizations, reference to a “partner” means a person who has the title of a partner, or equivalent, of a member firm and does not imply legal partnership. Similarly, reference to an “office” means an office, associate office, facility, associate firm or special alliance of a member firm.

© 2022 Oaklins. All rights reserved.

Oaklins is the collective trade name of independent member firms affiliated with Oaklins International Inc.
For details of the nature of affiliation, please refer to www.oaklins.com/legal.