Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Ledouble

CARREFOUR SA

93, avenue de Paris
91300 Massy

APPORT DES TITRES DE LA SOCIÉTÉ ATACADÃO SA PAR LA SOCIÉTÉ CARREFOUR NEDERLAND BV AU PROFIT DE LA SOCIÉTÉ CARREFOUR SA

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA VALEUR DE L'APPORT

15 MAI 2025

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Aux administrateurs de Carrefour,

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal de Commerce d'Évry en date du 3 mars 2025, concernant l'apport des titres (l'« **Apport** ») de la société Atacadão SA (« **Atacadão** ») par la société Carrefour Nederland BV (la « **Société Apporteuse** » ou « **Carrefour Nederland** ») au profit de la société Carrefour SA (la « **Société Bénéficiaire** », « **Carrefour** » ou avec ses filiales le « **Groupe** »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'Apport prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Notre appréciation de la rémunération de l'Apport[1] fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur de l'Apport a été arrêtée dans le traité d'apport signé par Carrefour Nederland et Carrefour (ensemble les **« Parties** ») en date du 15 mai 2025 (le « **Traité d'Apport** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'Apport n'est pas surévaluée. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur de l'Apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée, et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la Société Bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

Notre mission prenant fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

À aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi française.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'Opération et description de l'Apport
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'Apport
3. Synthèse
4. Conclusion

[1] En application de l'ordonnance précitée de Madame la Présidente du Tribunal de Commerce d'Évry et de la position-recommandation n°2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) du 29 avril 2021 « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

1. Présentation de l'Opération et description de l'Apport

1.1. Présentation des parties concernées par l'Apport

1.1.1. Carrefour, Société Bénéficiaire

Carrefour est une société anonyme sise 93, avenue de Paris, 91300 Massy ; elle est inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés d'Évry sous le numéro 652 014 051[2]. Son objet principal est la création, l'acquisition et l'exploitation de magasins en France et à l'étranger pour la vente de divers articles, produits, denrées et marchandises.

Le capital social de Carrefour, d'un montant de 1.694.922.970 €, est divisé en 677.969.188 actions d'une valeur nominale de 2,50 € chacune, intégralement libérées et toutes de même catégorie. Les actions Carrefour sont admises aux négociations sur le marché Euronext à Paris, sous le code ISIN FR0000120172[3].

Avec un réseau de plus de 15.000 magasins dans plus de 40 pays, le Groupe est un acteur majeur de la grande distribution, proposant une offre variée de produits alimentaires et non alimentaires à travers différents formats de magasins[4].

Bien que son cœur de marché soit en Europe et en Amérique latine, le Groupe s'associe dans les autres zones, telles l'Asie, le Moyen-Orient et l'Afrique, à des partenaires locaux qui gèrent et développent un parc de magasins sous enseigne Carrefour.

Carrefour clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année. Les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui ont été arrêtés par le Conseil d'administration de Carrefour en date du 19 février 2025, ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

1.1.2. Carrefour Nederland, Société Apporteuse

Carrefour Nederland est une société de droit néerlandais (besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid), sise Overschiestraat 186 D, 1062 XK Amsterdam (Pays-Bas) ; elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés néerlandais (Handelsregister) sous le numéro 33261494.

Le capital social de Carrefour Nederland, d'un montant de 2.259.078.554 €, est divisé en 2.259.078.554 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 €. Son capital est intégralement détenu par Carrefour.

La Société Apporteuse est une société holding détenant notamment 36,5% des actions composant le capital d'Atacadão.

1.1.3. Atacadão, Société dont les titres sont apportés

Atacadão est une société de droit brésilien sise Avenida Morvan Dias de Figueiredo, No. 6169, Vila Maria, ZIP Code 02170-901, São Paulo, État de São Paulo (Brésil), immatriculée sous le numéro CNPJ 75.315.333/0001-09.

---

[2] Depuis le 12 septembre 2006.
[3] Mnémonique Carrefour.
[4] Hypermarchés, supermarchés, magasins de proximité, *cash & carry* et format « club ».

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Le capital social d'Atacadão, d'un montant de 9.959.241.526,26 Reails brésiliens (« **R$** » ou « **BRL** »), est divisé en 2.109.056.711 actions ordinaires sans valeur nominale. Il est détenu à 30,9% par Carrefour et 36,5% par Carrefour Nederland.

Les titres de la société Atacadão sont admis à la négociation sur le segment « Novo Mercado » du Brazilian Stock Exchange (B3).

Atacadão est une société spécialisée dans les activités de grande distribution alimentaire sous différentes formes (hypermarchés, supermarchés, magasins de proximité et cash & carry), les services financiers, les opérations immobilières au Brésil et les activités connexes correspondantes (en ce compris l'exploitation de stations-service et le commerce électronique).

Atacadão clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année. Les comptes individuels et consolidés[5] de l'exercice clos le 31 décembre 2024, arrêtés par le Conseil d'administration d'Atacadão en date du 18 février 2025, ont été certifiés sans réserve par l'auditeur indépendant.

1.1.4. Liens entre les sociétés concernées

À ce jour, Carrefour détient :

- avec Carrefour Nederland, respectivement 30,9% et 36,5% du capital d'Atacadão ; et
- la totalité du capital de Carrefour Nederland.

1.2. Contexte de l'opération

Tel qu'annoncé publiquement le 11 février 2025, le Groupe souhaite renforcer sa participation pour détenir la totalité du capital d'Atacadão, société dont les titres sont admis à la bourse de São Paulo, par le biais d'un apport-fusion de droit brésilien (l'« **Opération** »).

Le 25 avril 2025, l'Opération a été approuvée par les Assemblées générales des actionnaires d'Atacadão et de MergerSub, société *ad hoc* brésilienne (« **MergerSub** ») détenue par Carrefour Nederland.

Selon les termes de l'Opération, les actionnaires minoritaires d'Atacadão se sont vu proposer trois options en rémunération de leur apport d'une action Atacadão à MergerSub :

- une option en numéraire à hauteur de 8,50 R$ par action Atacadão (l'« **Option Numéraire** ») ;
- une option d'échange à hauteur de 1 action Carrefour pour 9,96 actions Atacadão (l'« **Option d'Échange** ») ; et
- une option mixte à hauteur de 4,25 R$ par action Atacadão et 1 action Carrefour pour 19,92 actions Atacadão (l'« **Option Mixte** »).

[5] Établis selon le référentiel de l'IASB (normes IFRS).

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Afin de permettre à MergerSub de remettre des actions Carrefour aux actionnaires minoritaires d'Atacadão retenant l'Option d'Échange ou l'Option Mixte, les Parties ont convenu :

- dans un premier temps, au titre du présent Apport, que Carrefour Nederland apporte 581.122.186 de ses actions Atacadão à Carrefour (les « **Actions Apportées** ») et reçoive en rémunération des Actions Apportées des actions Carrefour nouvellement émises ;

- dans un second temps, que Carrefour Nederland apporte à MergerSub les actions Carrefour reçues en rémunération de l'Apport.

Il est finalement prévu que Carrefour et Carrefour Nederland apportent l'ensemble des actions Atacadão (y compris les Actions Apportées) à MergerSub.

1.3. Description de l'Apport

1.3.1. Caractéristiques de l'Apport

Les modalités de réalisation de l'Opération sont présentées de façon détaillée dans le Traité d'Apport.

L'Apport réalisé par Carrefour Nederland au profit de Carrefour porte sur la pleine propriété de 581.122.186 actions Atacadão, représentant 27,6 % du capital de cette dernière.

1.3.2. Date de réalisation

L'Apport, ainsi que l'augmentation de capital de Carrefour consécutive à l'Apport, seront réalisés de manière définitive et concomitante à la date de réalisation (la « **Date de Réalisation** ») qui sera la date de la levée de la dernière des conditions suspensives (§ 1.3.5).

La date d'effet comptable et fiscal de l'Apport est également fixée à la Date de Réalisation.

1.3.3. Régime juridique

L'Apport est soumis au régime de juridique de droit commun des apports en nature prévu aux articles L. 22-10-53 et L. 225-147 du Code de commerce.

1.3.4. Régime fiscal

Sur le plan fiscal français, les Actions Apportées auront un prix de revient fiscal aligné sur leur valeur réelle qui correspond à leur valeur d'apport (§ 1.5).

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

1.3.5. Conditions suspensives

La réalisation de l'Apport est subordonnée à la réalisation des conditions suspensives décrites à l'article 4 du Traité d'Apport :

- l'approbation de l'Apport et de sa rémunération ainsi que de l'augmentation de capital en résultant par le Conseil d'administration de Carrefour ; et
- l'approbation de la modification corrélative des statuts de Carrefour par le Conseil d'administration de Carrefour.

1.4. Rémunération de l'Apport

La rémunération de l'Apport a été déterminée sur la base de la valeur réelle respective des titres Atacadão et Carrefour fixée selon une méthodologie décrite à l'annexe 3.2 du Traité d'Apport :

- les actions Atacadão ont été retenues pour leur valeur d'apport ;
- les actions Carrefour ont été valorisées en fonction de la moyenne du cours de bourse observé au 3 avril 2025.

Sur cette base, les Parties ont ainsi arrêté un rapport d'échange fixé à 9,96 actions Atacadão pour 1 action Carrefour (le « **Rapport d'Échange** »).

En rémunération de l'Apport, Carrefour émettra 58.345.601 actions nouvelles, d'une valeur nominale de 2,50 €, soit une augmentation de capital d'un montant de 145.864.002,50 €.

L'Apporteur renonce expressément à ses droits formant rompus d'un montant global de 0,05 € qui résultent du calcul de la parité d'échange.

La différence entre la valeur des Actions Apportées, soit 767.081.285,52 €, et le montant de l'augmentation de capital de Carrefour, soit 145.864.002,50 €, constituera une prime d'apport d'un montant de 621.217.283,02 € sur laquelle porteront les droits des actionnaires de la Société Bénéficiaire, et qui sera inscrite au passif de son bilan.

1.5. Évaluation de l'Apport

L'Apport sera réalisé à la valeur réelle des Actions Apportées s'agissant :

- d'un apport pur et simple d'un actif isolé, qui n'est pas visé par l'article 710-2 du Plan Comptable Général et, ne relève donc pas des dispositions de son titre VII[6] ;
- d'une opération transfrontalière non soumise à la règlementation comptable française.

[6] Pour information ce traitement comptable est similaire au traitement retenu en application de la règlementation comptable française, s'agissant d'une opération ne portant pas sur une branche autonome d'activité ou assimilée et d'un apport ne conférant pas le contrôle (lequel est préexistant) de la société dont les titres sont apportés.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Comme précisé à l'annexe 3.2 du Traité d'Apport, la valeur réelle d'une action Atacadão a été fixée à 1,32 € correspondant :

- au prix initial de l'Offre en Numéraire[7] de 7,70 R$ avant intégration d'une prime ;
- converti au taux moyen utilisé par le Groupe pour l'établissement de ses derniers comptes consolidés publiés.

Sur cette base les Actions Apportées ont été valorisées à 767.081.285,52 €[8].

2. Diligences et appréciation de la valeur de l'Apport

2.1. Diligences effectuées par le commissaire aux apports

Notre mission ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect des droits des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la valeur de l'Apport.

Par ailleurs, nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable de quelque nature que ce soit sur l'Opération prise dans son ensemble.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui acte la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des évènements postérieurs survenus éventuellement entre la date de notre rapport et la date de la réunion du Conseil d'administration de Carrefour amené à se prononcer sur l'Apport.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte de l'Opération et de l'Apport dont nous avons revu le corpus juridique ;
- mené des entretiens avec les représentants d'Atacadão et de Carrefour ainsi que les conseils financiers et juridiques des Parties afin de comprendre les modalités financières, comptables, juridiques et fiscales envisagées pour l'Apport ;
- pris connaissance du Traité d'Apport et de ses annexes ;
- vérifié la réalité et la pleine propriété des Actions Apportées ;
- revu la valeur des Actions Apportées telle qu'elle figure dans les livres de Carrefour Nederland ;

[7] Avant majoration à 8,5 R$ pour offrir aux actionnaires d'Atacadão une prime résultant de la réalisation de l'Opération.
[8] La valeur globale de l'Apport de 767.081.285,52 € est égale à 1,32 € par action multiplié par 581.122.186 Actions Apportées.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

- exploité les informations comptables et financières historiques d'Atacadão ;
- vérifié que les comptes individuels et consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2024 d'Atacadão avaient été certifiés sans réserve par l'auditeur externe indépendant ;
- collecté des données relatives aux activités des sociétés prenant part à l'Opération, et apprécié, à partir de ces informations de marché, les hypothèses sous-tendant le plan d'affaires d'Atacadão établi par la direction et celui intégrant les hypothèses du Groupe élaboré en respectant le processus de consolidation de Carrefour ;
- apprécié la méthode d'évaluation privilégiée mise en œuvre par les Parties pour déterminer la valeur de l'Apport ;
- examiné la valorisation d'Atacadão établie par l'expert indépendant brésilien Apsis Consultoria E Avaliações Ltda (« **Apsis** ») le cadre de l'Opération ;
- pris connaissance des notes d'analystes en charge du suivi d'Atacadão ;
- mis en œuvre une évaluation multicritère d'Atacadão au moyen d'une approche par somme des parties ;
- examiné les modalités de détermination de la rémunération de l'Apport ;
- valorisé l'ensemble du Groupe en ce compris Atacadão.

Conformément aux normes professionnelles, afin d'éviter tout risque d'omission d'informations importantes et, de confirmer certaines déclarations recueillies, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants d'Atacadão et de Carrefour Nederland, ainsi que de Carrefour, confirmant les éléments significatifs exploités dans le cadre de notre mission.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation de l'Apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du Traité d'Apport, les Parties sont convenues de retenir comme valeur d'Apport la valeur réelle des Actions Apportées déterminée par référence à l'Option Numéraire avant majoration de la prime inhérente à l'Opération[9].

La méthode de valorisation de l'Apport à la valeur réelle n'appelle pas d'observation de notre part s'agissant :

- d'une opération transfrontalière non soumise à la règlementation comptable française ;
- d'un apport pur et simple d'un actif isolé ;
- d'un apport ne portant pas sur une branche autonome d'activité ou assimilée et d'un apport ne conférant pas le contrôle (lequel est préexistant) de la société dont les titres sont apportés.

[9] Annexe 3.2 du Traité d'Apport.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

2.3. Réalité de l'Apport

Nous avons contrôlé la réalité de l'Apport afin de nous assurer de l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause le caractère transférable des Actions Apportées.

Nous nous sommes assurés de la détention des Actions Apportées par la Société Apporteuse grâce à :

- l'obtention du registre des mouvements de titres d'Atacadão ;
- le contrôle de la feuille de présence à la dernière Assemblée générale d'Atacadão ;
- le contrôle de la participation du Groupe dans le capital d'Atacadão telle qu'elle figure dans le périmètre de consolidation en annexe aux comptes consolidés du Groupe de l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes de Carrefour.

En outre, la direction de la Société Apporteuse et celle du Groupe, nous ont confirmé que les Actions Apportées n'avaient pas été données en garantie.

La direction de Carrefour Nederland nous a par ailleurs confirmé que :

- les Actions Apportées étaient inscrites dans ses livres au 31 décembre 2024 et également à la date de signature du Traité d'Apport et qu'elle s'engageait à les conserver jusqu'à la Date de Réalisation ;
- la valeur comptable des Actions Apportées n'avait donné lieu à aucune dépréciation dans ses comptes au 31 décembre 2024 et après cette date.

2.4. Appréciation de la valeur individuelle de l'Apport

S'agissant de l'apport d'une seule nature de titres, l'analyse de la valeur individuelle de l'Apport est équivalente à celle de sa valeur globale.

2.5. Appréciation de la valeur globale de l'Apport

Pour apprécier la valeur globale de l'Apport, nous nous sommes référés au critère retenu par Carrefour présentés en Annexe 3.2 du Traité d'Apport.

Atacadão étant une société dont les titres sont admis aux négociations sur le segment Novo Mercado du Brazilian Stock Exchange et qui présentent une bonne liquidité, les Parties ont privilégié les références boursières ainsi que le prix de l'Option Numéraire avant prise en compte de la prime inhérente à la réalisation de l'Opération.

La valeur réelle des Actions Apportées retenue dans le contexte de l'Apport est de 1,32 € par action Atacadão[10].

Nous avons examiné les méthodes d'évaluation et les résultats découlant de leurs applications qui sont exposés dans le rapport de l'expert indépendant Apsis en date du 28 février 2025 établi pour les besoins de l'Opération.

[10] 7,70 R$ après application d'un taux de change €/BRL de 5,8.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

L'expert indépendant Apsis a mis en œuvre une évaluation multicritère en privilégiant les méthodes intrinsèques[11] que nous estimons usuelles et adaptées aux activités d'Atacadão.

Il a conclu à une valeur de l'action Atacadão comprise entre 7,07 R$ et 7,78 R$.

Nous avons également examiné les valeurs d'Atacadão déterminées par les conseils du Groupe et présentées au Conseil d'administration de Carrefour appelé à se prononcer sur l'Opération.

En complément, nous avons mis en œuvre nos propres travaux en procédant à une évaluation multicritère d'Atacadão (§ 2.5.2 à § 2.5.7).

2.5.1. Méthodes écartées

L'actif net comptable consolidé d'Atacadão n'est pas représentatif de sa valeur patrimoniale en l'absence notamment de reconnaissance à l'actif du bilan des plus-values latentes attachées aux activités créées. En conséquence, ce critère a été écarté.

2.5.2. Méthode d'évaluation retenues

Nous avons mis en œuvre une valorisation d'Atacadão par « somme des parties » (« *Sum of the Parts* » ou « SOTP ») en isolant l'activité distribution (l'« Activité Distribution ») et l'activité bancaire (l'« Activité Bancaire »).

La méthode SOTP consiste à :

- évaluer séparément chaque activité ou division d'un groupe en fonction de ses caractéristiques ;
- additionner ces valeurs pour obtenir la valeur globale des activités d'un groupe ; puis
- déduire de cette valeur économique l'endettement net financier du groupe.

Cette approche permet de refléter plus précisément la valeur de chaque segment d'activité en adoptant pour chacun les méthodes et les paramètres d'évaluation les plus appropriés.

Nos analyses sur Atacadão ont été, dans un premier temps, menées en Reais brésiliens, puis converties en euros :

- pour les références boursières, le taux de change correspond à celui de la période analysée ;
- pour les valorisations intrinsèques et analogiques, compte tenu de la sensibilité de l'évolution du taux de change, nous avons appliqué un taux de change BRL/€ moyen de 0,162 moyen calculé sur les six derniers mois[12].

[11] DCF s'agissant de l'Activité Distribution et DDM s'agissant de l'Activité Bancaire.
[12] Au 31 mars 2025.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

2.5.3. Références boursières

Nous avons examiné les évolutions du cours de bourse de l'action Atacadão sur les douze mois précédant la date d'annonce de l'Opération en estimant, sur des périodes plus ou moins longues, le cours moyen pondéré par les volumes échangés (« **CMPV** »).

La période d'observation s'achève au 10 février 2025, date d'annonce de l'Opération ; cette dernière étant susceptible d'avoir affecté le cours de l'action Atacadão.

Le cours s'établissait au 10 février 2025 à 1,08 € avec un CMPV sur les douze derniers mois compris entre 0,96 € et 1,40 €. Le cours a fortement baissé sur les périodes les plus récentes.

CMPV de l'action Atacadão

€	Date de Référence
	10-févr.-25
Spot (clôture)	**1,08**
20 séances	0,96
60 séances	0,98
120 séances	1,13
180 séances	1,23
250 séances	1,40
12 mois	1,40
Plus bas 12 mois	**0,89**
Plus haut 12 mois	**2,35**

Source : Bloomberg

Par ailleurs, nous avons pris connaissance (i) des paramètres retenus dans les dernières notes d'analystes publiées et (ii) des objectifs de cours du consensus d'analystes, afin de les comparer aux résultats de nos propres travaux d'évaluation.

Les notes publiées avant l'annonce de l'Opération par les analystes financiers font ressortir un objectif de cours moyen de 1,5 € par action, compris dans une fourchette de 1,1 € à 1,9 €.

Les références boursières basées sur l'analyse du CMPV, d'une part, et des cours cibles des analystes financiers, encadrent la valeur de l'Apport par action étant souligné que celle-ci affiche une prime par rapport aux cours de bourse les plus récents à la date d'annonce de l'Opération.

2.5.4. Valorisation intrinsèque

2.5.4.1. Activité Distribution

La méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (« ***Discounted Cash-Flow*** » ou « **DCF** »), a été appliquée pour valoriser l'Activité Distribution.

Selon cette méthode, la valeur de l'actif économique d'une entreprise (la « **Valeur d'Entreprise** ») est déterminée sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

À cet effet, Atacadão nous a remis et commenté un plan d'affaires par activité couvrant la période de 2025 à 2027 établi par sa direction mais également un plan d'affaires préparé dans le cadre du processus régulier de prévisions du Groupe. Ces prévisions intègrent le contexte actuel de marché en fonction des dernières données disponibles. Nous soulignons que par nature des projections présentent un caractère incertain et les réalisations peuvent s'avérer ultérieurement différentes.

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels d'Atacadão ainsi que des hypothèses sous-jacentes retenues pour la détermination des flux futurs de trésorerie puis extrapolé le plan d'affaires sur la période de 2028 à 2030.

Le taux d'actualisation, qui est le coût moyen pondéré du capital[13], est déterminé en fonction des données de marché actuelles, notamment en matière de taux d'intérêt et de prime de risque de marché, en tenant compte des caractéristiques propres à l'Activité Distribution.

La valeur terminale dans cette modélisation est calculée sur la base d'un flux de trésorerie considéré comme normatif, actualisé à l'infini par la formule de Gordon-Shapiro.

La dette financière nette de l'Activité Distribution est le cumul de :

- l'endettement financier net d'Atacadão au 31 décembre 2024 ajusté des actifs encaissables et des passifs décaissables, hors éléments constitutifs du besoin en fonds de roulement, sous déduction de l'endettement net propre à l'Activité Bancaire ; et
- les actifs destinés à être cédés.

La valeur de l'Activité Distribution résulte ainsi de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (Valeur d'Entreprise) sous déduction de la dette financière nette ajustée propre à l'Activité Distribution.

2.5.4.2. Activité Bancaire

La méthode DDM (« ***Dividend Discount Model*** » ou « **DDM** »), permet de valoriser l'Activité Bancaire ; elle consiste à déterminer la valeur des fonds propres par l'actualisation des résultats nets distribuables, en considérant notamment des contraintes réglementaires en matière de solvabilité[14].

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels du plan d'affaires de l'Activité Bancaire en considérant un CET 1[15] minimum fixé en interne[16] ainsi que des hypothèses sous-jacentes à la détermination des flux futurs de résultats nets distribuables, lesquels ont été actualisés au coût des fonds propres[17].

La valeur de l'Activité Bancaire a été retenue à proportion de sa détention par Atacadão[18].

---

[13] Weighted Average Cost of Capital (« **WACC** ») correspondant au taux d'actualisation retenu à 11,3%, associé à une croissance perpétuelle de 2,5%.
[14] https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/monitoringnfs
[15] Common Equity Tier 1.
[16] À hauteur de 13,1%.
[17] *Cost of Equity* (CoE) correspondant au taux d'actualisation retenu à 13,5%, associé à une croissance perpétuelle de 3%.
[18] Participation de 51% dans le capital des entités portant l'Activité Bancaire. Nous n'avons pas considéré de prime de contrôle qu'un acquéreur pourrait éventuellement considérer.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

2.5.4.3. *Synthèse*

La valeur de l'action Atacadão s'obtient par la somme de la valeur de l'Activité Distribution et de la participation d'Atacadão dans l'Activité Bancaire.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nos travaux ont été complétés d'analyses de sensibilité aux variations croisées :

- Pour l'Activité Distribution :
  - du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle ; et
  - du taux d'actualisation et du taux de marge d'exploitation.
- Pour l'Activité Bancaire du taux d'actualisation et du niveau de CET 1.

Les résultats de l'évaluation intrinsèque d'Atacadão encadrent la valeur de l'Apport.

2.5.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

2.5.5.1. *Activité Distribution*

Nous avons également eu recours à une méthode d'évaluation analogique consistant à appliquer aux agrégats d'EBITDA et d'EBIT d'Atacadão des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant une activité réputée comparable (les « **Comparables Boursiers** »).

L'échantillon de sociétés comparables, composé de six sociétés sud-américaines cotées spécialisées dans le secteur de la distribution alimentaire, présente les multiples d'EBITDA et d'EBIT suivants à la date de nos travaux.

Multiples des Comparables Boursiers - Activité Distribution

Société	xEBITDA		xEBIT	
	2026	2027	2026	2027
Cencosud SA	7,1x	6,6x	8,5x	8,0x
Grupo Comercial Chedraui SA de	4,7x	4,4x	5,8x	5,4x
Organizacion Soriana SAB de CV	5,9x	5,8x	6,8x	6,7x
Grupo Mateus SA	6,2x	5,4x	6,1x	5,3x
Sendas Distribuidora S/A	4,2x	3,8x	4,3x	3,9x
La Comer SAB de CV	4,6x	4,3x	6,6x	6,1x
Moyenne	**5,5x**	**5,0x**	**6,4x**	**5,9x**
Médiane	**5,3x**	**4,9x**	**6,4x**	**5,8x**

Source : Bloomberg

La valeur de l'Activité Distribution a été obtenue par l'application de ces multiples à ses agrégats prévisionnels 2026 et 2027 sous déduction de la dette financière de l'Activité Distribution.

2.5.5.2. *Activité Bancaire*

Notre échantillon de sociétés comparables pour l'Activité Bancaire se compose de sociétés cotées sud-américaines opérant dans le secteur du crédit à la consommation.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

Les multiples moyens des sociétés comparables rapportés aux résultats nets (« **P/E** ») et, les multiples de P/E ajustés[19] pour tenir compte des exigences de capital minimum de chaque société comparable, sont compris entre 4,3 x et 5,5x.

Multiples des Comparables Boursiers - Activité Bancaire

Société	PE		PE Ajusté	
	2026	2027	2026	2027
Banco Bradesco SA	4,9x	4,4x	3,1x	2,7x
Banco Pan SA	6,3x	5,4x	6,3x	5,4x
Itau Unibanco Holding SA	6,5x	6,0x	5,4x	5,0x
Banco Santander Brasil SA	5,6x	5,0x	4,5x	4,0x
Banco BMG SA	4,3x	n.a.	2,4x	n.a.
Moyenne	**5,5x**	**5,2x**	**4,3x**	**4,3x**
Médiane	**5,6x**	**5,2x**	**4,5x**	**4,5x**

Source : Bloomberg

La valeur des fonds propres a été obtenue par l'application des multiples de P/E aux agrégats à moyen terme de l'Activité Bancaire issus du plan d'affaires d'Atacadão.

2.5.5.3. Synthèse

L'évaluation d'Atacadão selon une méthode analogique par application de multiples observés sur des sociétés cotées réputées comparables est présentée à titre secondaire dans la mesure où il n'existe pas de société strictement identique à Atacadão en termes d'activité, de modèle économique et de taille, de zone géographique, ou encore de valorisation boursière.

Les résultats de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers confortent la valeur de l'Apport.

2.5.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Pour l'Activité Distribution, nous avons réalisé une valorisation analogique à partir des multiples d'EBITDA de transactions récentes observées dans le secteur de la distribution en Amérique du Sud (les « **Transactions Comparables** »).

Quatre transactions externes[20] intervenues dans ce secteur ont été recensées entre 2021 et 2025[21].

Les multiples transactionnels ont ensuite été appliqués aux agrégats historiques 2024 de l'Activité Distribution. La dette financière de l'Activité Distribution a été portée en déduction.

Concernant l'Activité Bancaire, aucune transaction n'a été recensée.

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres d'Atacadão, nous avons agrégé :

- la valeur analogique par les Transactions Comparables de l'Activité Distribution ; et
- la valeur des capitaux propres de l'Activité Bancaire issue de la méthode analogique par les Comparables Boursiers (§ 2.5.5.2).

[19] Ajusté de la capacité de distribution de dividendes initiale en fonction des ratios de fonds propres réglementaires minimums.
[20] Grupo BIG Brasil / Atacadão (2021), Hortigil Hortifruti - Grupo Natural da Terra / Lojas Americanas (2021), Almacenes Exito (2022) et Almacenes Exito / Calleja SA de CV (2023).
[21] Les multiples d'EBITDA sont compris entre 2,9x et 10,0x selon la prise en compte ou non de la prime de contrôle.

Docusign Envelope ID: 01ACC632-D990-4ACB-AC69-DF39ED1E06E2

2.5.7. Synthèse des valorisations

Pour chaque méthode[22], la valeur de l'action Atacadão correspond à la somme des valeurs de l'Activité Distribution et de l'Activité Bancaire.

En synthèse, les résultats des méthodes de valorisation mises en œuvre encadrent la valeur de l'Apport.

À l'issue de nos travaux, la valeur globale de l'Apport n'appelle donc pas de commentaire de notre part.

2.5.8. Valorisation induite par l'Option Numéraire

L'Apport constitue une des premières étapes de l'Opération.

L'Option Numéraire intègre une prime par rapport à la valeur de l'Apport ; cette prime est inhérente aux caractéristiques de l'Opération.

3. Synthèse

Dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Apport, nous avons examiné la valeur d'Atacadão à partir d'une évaluation multicritère.

À l'issue de nos travaux, nous constatons que la valeur de l'Apport est cohérente avec la fourchette de valorisation multicritère d'Atacadão ressortant de l'application des méthodes décrites dans le présent rapport.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur globale de l'Apport, s'élevant à un montant de 767.081.285,52 €, n'est pas surévaluée, et en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire majorée de la prime d'apport.

Paris, le 15 mai 2025

LEDOUBLE SAS

Signé par :
Agnès Piniot
65099843B4B945F...

Agnès PINIOT
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

[22] À l'exception des références boursières.