RÉPUBLIQUE
FRANÇAISE
Liberté
Égalité
Fraternité

INPI
FRANCE

L'INPI a détecté des données personnelles dans ce document.
Un masquage de ces données a été réalisé

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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 RÉMUNÉRATION DE L'APPORT

15 MAI 2025

Led
Tél. [redacted]
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: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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 (« **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 rémunération de l'Apport conformément à la position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers n°2020-06 du 29 avril 2021[1].

Notre appréciation de la valeur de l'Apport[2] fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération 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 caractère équitable de la rémunération proposée. 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 vérifier, d'une part, que les valeurs relatives attribuées aux actions Atacadão et aux actions de la Société Bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération de l'Apport proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Atacadão et Carrefour
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse
5. Conclusion

[1] « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».
[2] En application de l'ordonnance précitée de Madame la Présidente du Tribunal de Commerce d'Évry et de l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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[3]. 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[4].

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[5].

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.

---

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

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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[6] 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 Merger Sub :

- 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** »).

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

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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. 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[7] ;
- d'une opération transfrontalière non soumise à la règlementation comptable française.

Comme précisé à l'annexe 3.2 du Traité d'Apport, la valeur réelle d'une action Atacadão a été fixée à 1,32 € et la valeur globale de l'Apport s'établit à 767.081.285,52 €.

1.5. 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.

---

[7] Pour information ce traitement comptable est similaire au traitement qui aurait été applicable 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: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Atacadão et Carrefour

2.1. Présentation des valeurs relatives retenues par les Parties

Pour déterminer la rémunération de l'Apport, les Parties ont procédé à une estimation de la valeur réelle d'Atacadão et de Carrefour.

2.1.1. Atacadão

Atacadão est une société dont les titres sont admis aux négociations sur le segment Novo Mercado du Brazilian Stock Exchange ; ils ont fait l'objet d'une offre publique dans le cadre de l'Opération (§ 1.2).

Dans ce contexte, les Parties ont retenu comme valeur de référence le prix initial offert par action Atacadão pour l'Option Numéraire[8], soit 1,32 €.

2.1.2. Carrefour

La valorisation de Carrefour a été conduite sur la base de la moyenne du cours de bourse observé au 3 avril 2025.

2.2. 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 rémunération de l'Apport et notamment :

- la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Atacadão et de Carrefour et les Rapports d'Échange induits ; et
- le positionnement du Rapport d'Échange par rapport à ces valeurs relatives jugées pertinentes.

Par ailleurs, nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable de quelque nature que ce soit sur l'Apport soumis à l'approbation du Conseil d'administration de Carrefour.

[8] Avant majoration à 8,5 R$. Les Parties ont considérées que le prix révisé à la hausse, reflétait une prime incitative pour les actionnaires minoritaires d'Atacadão et, par conséquent, moins représentative de sa valeur fondamentale.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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 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 examiné 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 ;
- exploité les informations comptables, financières historiques et prévisionnelles d'Atacadão et de Carrefour ;
- vérifié que les comptes consolidés des exercices clos le 31 décembre 2024 d'Atacadão et de Carrefour avaient été certifiés sans réserve respectivement par l'auditeur indépendant d'Atacadão et les commissaires aux comptes de Carrefour ;
- comparé la performance boursière d'Atacadão et de Carrefour ;
- collecté des données de marché concernant les activités et les marchés d'exploitation d'Atacadão et de Carrefour ;
- analysé, au regard de ces informations de marché de source externe, les hypothèses sous-tendant les plans d'affaires d'Atacadão, et de Carrefour ;
- examiné les plans d'affaires d'Atacadão et de Carrefour sur la période 2025-2027 et discuté avec les responsables concernés de la pertinence des hypothèses retenues afin d'apprécier le risque de réalisation de ces prévisions ;
- revu les travaux de détermination des valeurs relatives établies par les Parties et leurs conseils ;
- mis en œuvre une valorisation multicritère d'Atacadão et de Carrefour ;
- réalisé des tests de sensibilité du Rapport d'Échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- déterminé les agrégats d'exploitation d'Atacadão et de Carrefour pouvant permettre une comparaison pertinente des performances opérationnelles des deux groupes ;
- vérifié l'absence de faits ou d'événements intervenus du 31 décembre 2024 au jour de la signature du présent rapport susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives envisagées.

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.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

2.3. Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'Apport

Les valeurs relatives attribuées aux actions Atacadão et Carrefour appellent de notre part les observations suivantes :

- les méthodes de valorisation utilisées par les Parties, rappelées ci-avant (§ 2.1) pour déterminer les valeurs relatives des actions sont usuelles au regard des caractéristiques des sociétés concernées, de l'Apport et plus largement de l'Opération ;
- les Parties ont privilégié pour Carrefour la référence aux moyennes pondérées historiques de cours de bourse postérieurement à la publication des résultats de l'exercice 2024 compte tenu de l'impact limité de l'Opération sur sa structure capitalistique ;
- dans le cadre de notre mission, nous avons étendu les critères d'analyse afin de déterminer le Rapport d'Échange sur la base de méthodes d'évaluation homogènes entre l'Apport et la Société Bénéficiaire. Les évaluations menées par nos soins sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives des entités pour apprécier le Rapport d'Échange proposé par les Parties.

Dès lors, nous avons écarté les approches d'évaluation qui ne pouvaient être mises en œuvre de façon homogène ou cohérente entre Atacadão et Carrefour :

- l'actif net comptable qui n'est pas représentatif du patrimoine d'Atacadão et de Carrefour ;
- l'actif net réévalué ne trouvant pas à s'appliquer compte tenu de la nature des activités exercées par Atacadão et Carrefour.

Afin de corroborer les analyses menées par les Parties, nous avons :

- comparé les performances boursières d'Atacadão et de Carrefour ;
- mené une évaluation multicritère d'Atacadão et de Carrefour avec nos propres paramètres et en examinant l'ensemble des plans d'affaires qui nous ont été transmis par Atacadão et Carrefour ;
- déterminé le Rapport d'Échange en comparant les indicateurs opérationnels historiques et prévisionnels d'Atacadão et de Carrefour ; et
- procédé à des analyses de sensibilité.

Afin de nous assurer de l'homogénéité des valeurs relatives attribuées aux actions d'Atacadão et de Carrefour[9], nous avons évalué le Groupe en cumulant, pour chacune des méthodes, la valeur attribuée :

- à l'activité de Carrefour hors Atacadão (§ 2.3.1) ;
- au groupe Atacadão (§ 2.3.2).

[9] Sauf pour les références boursières.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

2.3.1. Carrefour

2.3.1.1. Références boursières

Nous avons examiné les évolutions du cours de bourse de l'action Carrefour sur douze mois en procédant à des calculs de moyennes de cours pondérées des volumes (« **CMPV** ») échangés sur des périodes plus ou moins longues.

Compte tenu de l'impact limité de l'annonce de l'Opération sur la valeur de l'action Carrefour, nous avons intégré dans nos analyses les effets de l'annonce des résultats de l'exercice 2024 et des dernières tendances du marché. Les cours de bourse de l'Action Carrefour à la date d'annonce de l'Opération sont mentionnés à titre d'information.

Les cours s'établissent au 30 avril 2025 comme suit :

CMPV de l'action Carrefour

€	30-avr.-25	10-févr.-25
Spot (clôture)	**13,60**	**13,87**
20 séances	13,35	13,66
60 séances	13,16	13,90
120 séances	13,49	14,50
180 séances	13,90	14,38
250 séances	14,03	14,75
12 mois	14,05	14,75
Plus bas 12 mois	**12,50**	**13,15**
Plus haut 12 mois	**16,80**	**16,80**

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 récemment publiées par les analystes financiers font ressortir un objectif médian de cours de Carrefour de 14,5 € par action dans une fourchette de 10,0 € à 19,5 €.

2.3.1.2. Évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Une méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie dite « *Discounted Cash-Flow* », ci-après DCF, a été appliquée. Selon cette méthode, la valeur des titres est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie générés par l'activité (la « **Valeur d'Entreprise** »), sous déduction de son endettement net à la date d'évaluation.

À cet effet, Carrefour nous a remis et commenté (i) un plan d'affaires consolidé et (ii) un plan d'affaires par pays, couvrant la période 2025 à 2027 établi dans le cadre du processus régulier de prévisions du Groupe. Ces prévisions ont été préparées dans le contexte actuel de marché. Par nature, des projections présentent un caractère incertain et les réalisations pourront s'avérer ultérieurement différentes.

À partir de ces plans d'affaires, nous avons extériorisé un plan d'affaires de Carrefour en excluant les activités brésiliennes évaluée de manière séparée (§ 2.3.2.3).

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels de Carrefour ainsi que des hypothèses sous-jacentes retenues pour la détermination les flux de trésorerie futurs puis procédé à une extrapolation des prévisions jusqu'en 2030 afin de refléter une vision long-terme et normative de l'activité.

Enfin, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base d'un flux de trésorerie jugé normatif actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Le taux retenu[10] pour actualiser les flux de trésorerie a été déterminé sur la base des données financières actuelles, notamment en matière de taux d'intérêt et de prime de risque de marché, et de l'analyse des sociétés européennes du secteur de la grande distribution.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nous avons procédé à une analyse de sensibilité de la valeur du groupe Carrefour, aux paramètres de taux d'actualisation et de croissance perpétuelle[11], d'une part, et aux paramètres de taux d'actualisation et de taux de marge d'exploitation[12], d'autre part.

La valeur du Groupe, hors Atacadão, résulte de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie sous déduction de la dette financière nette ajustée propre au périmètre évalué.

Cette dette financière nette a été estimée sur la base des comptes consolidés IFRS au 31 décembre 2024 du Groupe et intègre l'endettement financier net tel que défini par Carrefour après prise en compte :

- des participations dans les entreprises associées estimées à leur valeur de marché ;
- des provisions qui sont de plusieurs types (fiscales, obligations liées au personnel, litiges civils et engagements de retraite) ;
- des intérêts minoritaires non significatifs pour leur valeur comptable ;
- de la participation dans Carmila réévaluée selon une approche multicritère incluant d'une part, les cours cibles des analystes financiers et, d'autre part, les actifs nets réévalués EPRA publiés par Carmila au 31 décembre 2024 corrigés de la décote moyenne observée sur un échantillon de sociétés foncières comparables à Carmila ; et
- des autres titres mis en équivalence pour leur valeur comptable.

2.3.1.3. Méthode analogique par référence aux Comparables Boursiers

La méthode analogique consiste à valoriser une société en déterminant un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables essentiellement en termes de métier, de business model, de taille et d'implantation géographique (les « **Comparables Boursiers** »).

Après avoir déterminé un échantillon, nous avons calculé la valeur de l'activité en appliquant à l'EBITDA et l'EBIT de Carrefour hors activités brésiliennes, les multiples relatifs aux sociétés cotées composant cet échantillon.

---

[10] Le taux d'actualisation utilisé est de 9,7%
[11] Cette analyse de sensibilité inclut des pas de 50 bps pour le taux d'actualisation et de 25 bps pour la croissance normative.
[12] Cette analyse de sensibilité inclut des pas de 50 bps pour le taux d'actualisation et de 25 bps pour le taux de marge d'exploitation.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

L'échantillon de sociétés comparables, constitué de sociétés européennes cotées spécialisées dans le secteur de la grande distribution se compose de six sociétés dont les multiples moyens et médians d'EBITDA et d'EBIT sont les suivants :

Multiples des Comparables Boursiers

Société	xEBITDA		xEBIT	
	2026	2027	2026	2027
Ahold Delhaize	6,3x	6,2x	9,5x	9,2x
Tesco	7,1x	6,7x	9,1x	8,6x
Jeronimo Martins	6,2x	5,5x	8,6x	7,7x
Sainsbury	3,5x	3,3x	4,9x	4,6x
Colruyt	5,6x	5,3x	8,7x	8,3x
Metro	3,4x	3,0x	9,9x	7,6x
Moyenne	**5,3x**	**5,0x**	**8,5x**	**7,7x**
Médiane	**5,9x**	**5,4x**	**8,9x**	**8,0x**

Source : Bloomberg

La valeur de Carrefour hors Atacadão a été obtenue par l'application de ces multiples à ses agrégats prévisionnels 2026 et 2027 sous déduction de la dette financière (§ 2.3.1.2).

[redacted] *Méthode analogique par référence aux Transactions Comparables*

À titre secondaire, nous avons mis en œuvre une approche analogique par les transactions comparables observées dans le secteur depuis 2020 (les « **Transactions Comparables** »).

À partir de l'information disponible, nous avons retenu les multiples médians d'EBITDA[13] et considéré l'existence d'une prime de contrôle pour les transactions portant sur une part significative du capital.

2.3.1.5. Valorisation par les transactions récentes sur le capital

À titre illustratif, nous avons également recensé les transactions internes au Groupe, qui ont portées à la fois sur des rachats d'actions propres et sur des rachats d'actions auprès d'actionnaires minoritaires.

2.3.1.6. Valeur du Groupe

La valeur relative de l'action Carrefour a été déterminée en cumulant la valeur du Groupe hors Atacadão (§ 2.3.1.2 à § 2.3.1.5) et, celle de la participation directe et indirecte de Carrefour dans le capital d'Atacadão (§ 2.3.2).

[13] Compris entre 5,2x et 6,5x selon la prise en compte de la prime de contrôle.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

2.3.2. Atacadão

2.3.2.1. Taux de change

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 0,160 moyen calculé sur les six derniers mois[14].

2.3.2.2. 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 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 €.

[14] Au 30 avril 2025.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

2.3.2.3. *Valorisation intrinsèque*

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.

(a) Activité Distribution

Pour valoriser l'Activité Distribution, nous avons mis en œuvre la méthode d'évaluation intrinsèque DCF.

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[15], 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.

[15] Weighted Average Cost of Capital (« **WACC** ») correspondant au taux d'actualisation retenu à 11,3%, associé à une croissance perpétuelle de 2,5%.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

(b) 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[16].

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels du plan d'affaires de l'Activité Bancaire en considérant un CET 1[17] minimum fixé en interne[18] 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[19].

La valeur de l'Activité Bancaire a été retenue à proportion de sa détention par Atacadão[20].

(c) 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.

2.3.2.4. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

(a) 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.

---

[16] https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/monitoringnfs
[17] Common Equity Tier 1.
[18] À hauteur de 13,1%.
[19] *Cost of Equity* (CoE) correspondant au taux d'actualisation retenu à 13,5%, associé à une croissance perpétuelle de 3%.
[20] 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: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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.

(b) 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.

Les multiples moyens des sociétés comparables rapportés aux résultats nets (« **P/E** ») et, les multiples de P/E ajustés[21] 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.

2.3.2.5. 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[22] intervenues dans ce secteur ont été recensées entre 2021 et 2025[23].

[21] Ajusté de la capacité de distribution de dividendes initiale en fonction des ratios de fonds propres réglementaires minimums.
[22] 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).
[23] 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: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

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 (§ 2.3.2.4).

2.3.2.6. Valorisation induite par l'Option Numéraire

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

3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

3.1. Méthodes retenues par les Parties pour déterminer la rémunération de l'apport

La méthode utilisée pour évaluer Atacadão et Carrefour puis déterminer le Rapport d'Échange figure en Annexe 3.2 du Traité d'Apport.

Les Parties ont fixé le Rapport d'Échange à 9,96.

Sur cette base, il est prévu d'émettre 58 345 601 actions Carrefour en rémunération de l'apport de 581 122 186 actions Atacadão valorisées à 1,32 €.

3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé et de la rémunération induite.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur nos travaux (§ 2) menés pour vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les Parties à Atacadão et Carrefour. Afin d'assurer la cohérence entre la contribution d'Atacadão dans le périmètre de Carrefour et sa valorisation en base autonome, nous avons intégré nos valorisations d'Atacadão (§ 2.3.2) dans celles du Groupe.

En complément, nous avons déterminé le Rapport d'Échange induit par une comparaison directe des capitaux propres, des agrégats d'activité et de rentabilité ainsi que des résultats nets.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé (§ 3.3) et appréhendé l'incidence du Rapport d'Échange sur la situation future des actionnaires de la Société Bénéficiaire (§ 3.3.3).

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

3.3. Appréciation du caractère équitable du Rapport d'Échange proposé

3.3.1. Caractéristiques du Rapport d'Échange

Afin d'apprécier le caractère équitable du Rapport d'Échange, nous avons :

- mis en œuvre des approches alternatives tant en ce qui concerne les méthodes et références de valorisation que la comparaison d'agrégats et de critères opérationnels.
- effectué des tests de sensibilité ; et
- appliqué des méthodes homogènes pour évaluer Atacadão et Carrefour.

Nous considérons que les valorisations fondées sur les Comparables Boursiers et les Transactions Comparables ne peuvent être présentées qu'à titre secondaire en raison de l'absence de sociétés parfaitement comparables à Atacadão et du caractère parcellaire des données transactionnelles.

Atacadão et Carrefour présentent des caractéristiques similaires en termes d'activité, mais leur différence de taille et d'implantation géographique nuit à la comparaison des agrégats et de critères opérationnels.

Les approches d'évaluation qui nous paraissent les plus pertinentes et les plus homogènes pour évaluer Atacadão et Carrefour dans le cadre de la détermination du Rapport d'Échange sont les suivantes :

- les références boursières à long terme au travers des moyennes de cours de bourse et des objectifs de cours des analystes ; et
- la méthode intrinsèque, soit :
  - pour Carrefour, l'actualisation de ses flux prévisionnels de trésorerie ; et
  - pour Atacadão, la valeur de son Activité Distribution estimée par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, majorée de la valeur de son Activité Bancaire appréciée par les flux futurs des résultats nets distribuables.

Sur les critères retenus à titre principal, notre fourchette de Rapport d'Échange, comprise entre 9,3 et 14,1 actions Carrefour émises en rémunération d'une action Atacadão apportée, encadre le Rapport d'Échange de 9,96 retenu par les Parties.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

Synthèse du Rapport d'Echange

Opération	Rapport d'Echange	Min	Central	Max
			x9,96	
Références boursières au - 30/04/2025 (Carrefour) - 10/02/2025 (Atacadão)	Spot		x13,5	
	20 séances		x13,9	
	60 séances		x13,4	
	120 séances		x12,0	
	180 séances		x11,3	
	250 séances		x10,0	
	Plus haut 12 mois		x14,1	
	Plus bas 12 mois		x7,2	
	Objectifs de cours	x9,3	x9,3	x9,5
Valorisation intrinsèque	DCF & DDM	x9,5	x9,6	x10,8
Comparables Boursiers	Comparables Boursiers	x14,1		x18,6
Transactions Comparables	Transactions Comparables	x10,9		x14,4
Agrégats opérationnels	Capitaux propres (PdG)		x3,3	
	RN 2024 (PdG)		x2,6	

3.3.2. Appréciation des synergies

Les synergies liées à l'Opération et anticipées par Carrefour ne sont pas significatives dans la mesure où l'Opération vise à simplifier la gestion opérationnelle des activités au Brésil tout en permettant au Groupe de bénéficier davantage de la rentabilité d'Atacadão.

L'économie des frais de cotation consécutive au retrait de cote d'Atacadão n'est pas significative, d'autant que la négociation sur le marché réglementé brésilien de certains instruments financiers publics (obligations) perdurera.

Nos calculs n'intègrent donc aucune synergie.

3.3.3. Conséquences de l'Opération pour les actionnaires de la Société Bénéficiaire

Afin d'apprécier les conséquences de l'Opération pour les actionnaires minoritaires de Carrefour, nous avons comparé le résultat net part du Groupe par action pré et post Opération sur la base du résultat net 2024.

Ainsi, sur la base du Rapport d'Échange proposé, l'Apport serait relutif pour les actionnaires actuels de Carrefour[24].

[24] De l'ordre de 4%.

Docusign Envelope ID: 26F05C6C-32FB-4FC0-B9DE-9D25115CE2E8

4. Synthèse

À ce stade de nos travaux, nous observons que :

- le Rapport d'Échange proposé est encadré par les résultats de nos analyses et privilégie les références boursières sur les périodes les plus longues et la méthode intrinsèque ;
- les parités résultant de la comparaison des agrégats opérationnels d'Atacadão et de Carrefour sont en retrait par rapport au Rapport d'Échange ;
- le positionnement du Rapport d'Échange dans la fourchette de parité issue de notre analyse multicritère s'explique par l'intérêt stratégique de l'Opération pour le Groupe qui souhaite renforcer sa position au Brésil ; et
- l'Opération est relutive pour les actionnaires de Carrefour.

À l'issue de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément de nature à remettre en cause le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé.

5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération de l'Apport de 581.122.186 actions Atacadão, arrêtée par les Parties et conduisant à la création de 58.345.601 actions Carrefour, présente un caractère équitable.

Paris, le 15 mai 2025

LEDOUBLE SAS

[redacted]

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