PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE

CNOVA N.V.

EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

INITIÉ PAR

CASINO, GUICHARD-PERRACHON S.A.

Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») le 6 décembre 2016, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF.

Conformément aux articles 231-19 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de l'expert indépendant Eight Advisory est inclus dans la présente note en réponse.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de Cnova N.V. (http://www.cnova.com/en/) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu gratuitement sur simple demande adressée à:

Cnova N.V.
Schiphol Boulevard 273
1118 BH Schiphol, Pays-Bas

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Cnova N.V. seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

PRÉSENTATION DE L'OFFRE 3

1. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET CONTEXTE ET MOTIFS DU RAPPROCHEMENT ET DE L'OFFRE 6

1.1 Contexte de l'Offre 6

1.2 Réalisation du Rapprochement 18

1.3 Accords relatifs aux Opérations 23

2.1 Répartition du capital social et des droits de vote de Cnova 33

2.2 Titres donnant accès au capital de la Société 36

2.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de Commerce 36

2.4 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance 37

2.5 Détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux 37

2.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat salarié quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par les salariés 37

2.7 Accords entre les actionnaires dont la Société a connaissance qui pourraient entraîner des restrictions au transfert de titres ou à l'exercice des droits de vote 37

2.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'aux modifications des statuts de la Société 37

2.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres 37

2.10 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle 38

2.11 Accords prévoyant une indemnité pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique 38

3. AVIS MOTIVÉ DU *TRANSACTION COMMITTEE* DE CNOVA 38

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 44

5. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE 46

6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 104

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE 105

PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, Casino, Guichard-Perrachon S.A.[1], société anonyme au capital de 171 319 066,38 euros dont le siège social est sis 1 cours Antoine Guichard – 42000 Saint-Étienne (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Saint-Étienne sous le numéro 554 501 171, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (l'« **Initiateur** » ou « **Casino** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Cnova N.V., société anonyme de droit néerlandais dont le capital en actions émises et en circulation s'élève à 42 670 639,90 euros à la date du présent projet de note en réponse, dont le siège social est sis Schiphol Boulevard 273, 1118 BH Schiphol, Pays-Bas, immatriculée au registre du commerce néerlandais sous le numéro 60776676, (**« Cnova** » ou la « **Société »**), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN NL0010949392 (code mnémonique CNV) et sur le NASDAQ, d'acquérir la totalité de leurs actions ordinaires, d'une valeur nominale de 0,05 EUR (les actions ordinaires de Cnova étant ci-après définies les « **Actions** ») aux conditions et selon les modalités précisées ci-après, à un prix en euros par Action équivalent à 5,50 USD converti au taux de change euro/USD relevé sur l'index WM/Reuters vers 17 heures (heure de Paris) le jour ouvré suivant la clôture de l'offre, arrondi au millième d'euro inférieur, étant précisé que le montant global versé au titre de chaque ordre d'apport sera arrondi au centime d'euro immédiatement inférieur[2] (cette offre étant désignée ci-après « l'**Offre** » et, conjointement avec l'offre publique d'achat distincte et concomitante faite aux Etats-Unis à des résidents américains au prix de 5,50 USD par Action, les « **Offres** »).

Dans le cas où, à l'issue des Offres, Casino et ses filiales détiendraient au moins 95 % des Actions émises et en circulation (*geplaatst en uitstaand gewoon kapitaal*), alors Casino, agissant seule ou de concert avec ses filiales, se réserve la possibilité de mettre en œuvre dans les trois mois suivant la clôture des Offres une procédure de retrait (*uitkoopprocedure* ou *statutory buy-out*) conformément à l'article 2:92a ou 2:201a du Code civil néerlandais (désignée ci-après « **Retrait Obligatoire** ») et/ou une procédure de rachat (*takeover buyout)* conformément à l'article 2:359c du Code civil néerlandais (désignée ci-après « **Rachat** », et, conjointement avec le Retrait Obligatoire, un « **Retrait** ») afin d'acquérir les Actions non apportées aux Offres et non détenues par Casino et ses filiales ou Cnova, au prix qui sera déterminé comme équitable par le tribunal néerlandais compétent.

Ce prix équitable par Action correspond généralement au prix par Action proposé dans le cadre de l'offre ayant précédé le Retrait (dès lors que ce prix a été considéré comme équitable par l'expert indépendant), sauf si la situation financière ou commerciale de Cnova ou d'autres circonstances justifient un prix différent (y compris un prix inférieur, en raison du versement de dividendes, ou un prix supérieur) conformément, respectivement, à l'article 2:92a, alinéa 5, à l'article 2:201a, alinéa 5 ou à l'article 2:359c, alinéa 6 du Code civil néerlandais. En outre, dans le cas où, à l'issue

[1] Casino est la société de tête du groupe Casino, acteur international de la distribution alimentaire, dont les actions sont cotées sur Euronext Paris sous le numéro ISIN FR0000125585, contrôlée indirectement par M. Jean-Charles Naouri qui est également le Président-Directeur Général de Casino.

[2] Ce taux de change est plus précisément défini au paragraphe 3.4 du projet de note d'information de l'Initiateur.

des Offres, Casino et ses filiales détiendraient au moins 95 % des Actions émises et en circulation (*geplaatst en uitstaand gewoon kapitaal*) et au moins 95 % des droits de vote de Cnova, tout actionnaire minoritaire aurait la possibilité, dans un délai de trois mois à compter de la clôture des Offres, de saisir le tribunal néerlandais compétent, conformément à l'article 2:359d du Code civil néerlandais afin d'obtenir le rachat par Casino de ses Actions à un prix équitable qui serait déterminé par le tribunal néerlandais compétent, comme indiqué ci-dessus.

L'Offre s'inscrit dans le contexte du rapprochement, intervenu le 31 octobre 2016 (ci-après la « **Date du Rapprochement** »), entre Cnova Comércio Eletrônico S.A., une société anonyme de droit brésilien (*sociedade anônima*) désignée ci-après « **Cnova Brésil** » et jusqu'alors filiale de Cnova, et Via Varejo S.A., une société anonyme de droit brésilien (*sociedade anônima*) désignée ci-après « **Via Varejo** », filiale de CBD, conformément à l'Accord de Rapprochement dont les principaux termes sont décrits au paragraphe 1.3 ci-dessous (le « **Rapprochement** » et, conjointement avec les Offres, les « **Opérations** »).

Bien que l'Offre soit techniquement ouverte à tous les détenteurs d'Actions, sous les réserves visées au paragraphe 3.8 du projet de note d'information de l'Initiateur, y compris les RS (telles que décrites au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et 2.2 ci-après), à savoir 344 507 048 Actions, l'Initiateur et les filiales suivantes qu'il contrôle exclusivement n'apporteront pas leurs Actions à l'Offre, à savoir (i) Companhia Brasileira de Distribuição, société anonyme de droit brésilien (*sociedade anônima*), dont le siège social est situé Avenida Brigadeiro Luiz Antônio, 3142, São Paulo, État de São Paulo, Brésil, immatriculée au CNPJ/MF sous le numéro 47.508.411/0001-56 (« **CBD** »), laquelle s'est engagée à ne pas apporter les Actions qu'elle détient (directement ou indirectement) à l'Offre comme indiqué ci-après, et (ii) Almacenes Éxito S.A., une société de droit colombien, dont le siège social est situé à Envigado, dans le département de Antioqia, Colombie, immatriculée au registre du commerce sous le numéro 890900608-9 (« **Exito** »), qui ne souhaite pas apporter ses Actions à l'Offre. L'Initiateur s'engage à ne pas apporter, et prendra toutes les mesures nécessaires pour faire valoir ses droits contractuels et sociaux afin d'assurer que CBD et Exito n'apportent pas les Actions qu'ils détiennent à l'Offre. En conséquence, l'Offre ne visera en pratique que les Actions autres que celles détenues (directement ou indirectement) par Casino, CBD et Exito comme décrit ci-après.

L'Offre ne vise pas non plus les instruments suivants, qui ne sont pas des Actions :

- les 314 940 097 *special voting shares* détenues par une fondation (*stichting*) de droit néerlandais dénommée *Stichting Cnova Special Voting Shares* (la « **Fondation de Vote** ») décrite au paragraphe 2.1 ci-dessous, et qui ne peuvent être transférées, conformément aux termes gouvernant la Fondation de Vote et aux stipulations des *special voting shares* elles-mêmes, qu'à Cnova, et

- les 97 174 855 *special voting shares* et des 96 790 798 Actions de Préférence de Distribution acquises par Cnova en raison du Rapprochement et en vue de leur annulation.

Il n'existe aucun titre de participation, instrument financier ou droit donnant ou pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception des Actions (y compris les « *restricted stocks* »

(« **RS** ») visées au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et 2.2 ci-dessous), les *special voting shares* décrites au paragraphe 2.1 ci-dessous, les « *deferred stock units* » (actions différées) (« **DSU** ») visées au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur, les Actions de Préférence de Distribution définies ci-dessous et en cours d'annulation.

L'Offre ne vise pas les DSU dès lors qu'ils ne sont pas cessibles mais vise, le cas échéant, le nombre maximum de 172 389 Actions nouvelles susceptibles d'être émises au bénéfice des titulaires de DSU régis par le Sous-Plan Qualifié Français (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et 2.2 ci-dessous), en cas de décès de leur titulaire. L'Offre vise également la totalité des RS (qui sont des Actions soumises à des restrictions de transferts tel que décrit au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et 2.2 ci-après), dont deux tiers seulement seront cessibles pendant la période d'Offre. Outre ces Actions et les RS, aucune Action nouvelle ne peut être émise au titre des DSU et plus généralement de l'*Omnibus Incentive Plan* (tel que défini au paragraphe 2.2.4 de la note d'information de l'Initiateur) avant le 19 novembre 2018. Les modalités d'émission des Actions au titre du Sous-Plan Qualifié Français et la cessibilité des RS sont décrites au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et 2.2. Ci-dessous.

L'Offre vise donc un nombre total maximum de 35 742 321 Actions, à savoir (i) les 344 507 048 Actions existantes (y compris les RS), (ii) diminuées des 308 937 116 Actions détenues par l'Initiateur et les filiales qu'il contrôle et avec lesquelles il agit de concert (à savoir CBD et Exito), (iii) augmentées des 172 389 Actions résultant le cas échéant des DSU régis par le Sous-Plan Qualifié Français.

JPMorgan Chase Bank, N.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale de Paris (« **J.P. Morgan** »), en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 6 décembre 2016. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, J.P. Morgan, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur concernant l'Offre.

Casino lance également une offre publique d'achat distincte et concomitante aux Etats-Unis sur toutes les Actions détenues par des résidents américains (les « **Actionnaires Américains** ») à un prix de 5,50 USD par Action, à tous les porteurs d'Actions domiciliés aux Etats-Unis d'Amérique (l'« **Offre Américaine** »). Les porteurs d'Actions domiciliés aux Etats-Unis ne pourront apporter leurs Actions qu'à l'Offre Américaine.

L'Offre Américaine est faite aux Etats-Unis, où se situe le NASDAQ, marché de cotation principal des Actions. Elle est, selon la réglementation qui lui est applicable, d'une durée au moins égale à 20 jours de négociation, centralisée et les ordres d'apport sont révocables pendant la durée de l'Offre Américaine et jusque, y compris, le jour de la clôture. Afin d'offrir aux actionnaires apportant leurs titres aux deux Offres un traitement équivalent (ce qui est notamment exigé par la réglementation américaine), par dérogation aux articles 233-1 1° et suivants du Règlement Général de l'AMF et comme plus amplement décrit dans la partie III ci-après, l'Offre (i) aura une durée de 22 jours de négociation, (ii) sera centralisée par Euronext Paris et (iii) les ordres

d'apport seront révocables à tout moment jusque, et y compris, au jour de la clôture de l'Offre.

Les titulaires d'Actions non domiciliés en France ou aux Etats-Unis pourront apporter leurs Actions à l'Offre pour autant que les lois et règlements qui leur sont applicables les y autorisent et sous leur responsabilité, conformément à ce qui est indiqué au paragraphe 3.8 du projet de note d'information de l'Initiateur.

1. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET CONTEXTE ET MOTIFS DU RAPPROCHEMENT ET DE L'OFFRE

1.1 Contexte de l'Offre

Ce qui suit résume les évènements importants qui ont conduit à la signature de l'Accord de Rapprochement et au lancement des Offres, sans prétendre représenter l'exhaustivité des échanges intervenus entre les parties concernées.

Cnova a été constituée le 30 mai 2014 sous la forme d'une société anonyme (*naamloze vennootschap*) de droit néerlandais. En juillet 2014, Cnova a finalisé le regroupement en son sein des activités de e-commerce de Casino et de ses filiales en France et au Brésil (en ce compris CBD et Via Varejo). A l'issue de ce premier rapprochement, Cnova détenait, directement ou indirectement, la quasi-totalité des actifs affectés aux activités d'e-commerce non alimentaire de Casino, CBD et Via Varejo. Le 25 novembre 2014, Cnova a obtenu l'admission de ses Actions sur le NASDAQ. Le 23 janvier 2015, les Actions ont été admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code mnémonique CNV, avec Morgan Stanley & Co. LLC, J.P. Morgan Securities LLC, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated, Credit Suisse Securities (USA) LLC et Deutsche Bank Securities Inc. agissent en qualité de *bookrunners*, et BNP Paribas Securities Corp., HSBC Securities (USA) Inc., Natixis Securities Americas LLC et SG Americas Securities LLC agissant en qualité de co-gestionnaires de l'offre.

Les directions générales et les conseils d'administration de Casino et Cnova suivent très attentivement les évolutions du secteur du commerce en ligne, ainsi que les tendances économiques et commerciales au Brésil et en France, qui étaient les principaux marchés de Cnova jusqu'à la Date du Rapprochement. En outre, la direction générale et le conseil d'administration de Via Varejo suivent très attentivement les évolutions du secteur du commerce physique brésilien, ainsi que les tendances économiques et commerciales au Brésil. En tant que société de tête des différentes entités du groupe Casino, Casino examine régulièrement la performance de ses filiales, y compris Cnova et Via Varejo, et analyse les moyens d'amélioration de la position concurrentielle et de la stratégie commerciale du groupe Casino ainsi que d'optimisation des synergies opérationnelles entre les sociétés du groupe Casino.

Fin décembre 2015, ainsi qu'en janvier et février 2016, des représentants de Casino, dont Jean-Yves Haagen, directeur juridique du groupe, et Luis Enrique Devis, directeur du développement et des participations pour l'Amérique latine, ainsi que des représentants de Cnova, dont Stéphane Brunel (alors directeur financier adjoint devenu directeur financier) et Steven Geers, directeur juridique, ont étudié différentes options permettant de regrouper l'activité d'e-commerce brésilienne de Cnova avec Via Varejo. Casino et Cnova ont été assistées et conseillées pour les aspects juridiques de ces opérations par les cabinets Darrois Villey Maillot Brochier (« **Darrois** »),

NautaDutilh N.V. (« **NautaDutilh** »), Trindade Sociedade de Advogados (« **Trindade** »), Lefosse Advogados (« **Lefosse** »), et Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (« **Wachtell Lipton** »).

Le 3 mars 2016, lors du conseil d'administration de Cnova, qui s'est tenu par conférence téléphonique et auquel participaient également des membres de la direction de Cnova et des représentants de BNP Paribas, conseils financiers de Cnova et un représentant de Eight Advisory France S.A.S, désigné dans les présentes « **Eight Advisory** », les Opérations envisagées ont été exposées sommairement. Le conseil d'administration de Cnova a alors considéré qu'au vu des relations existant entre Cnova, CBD, Via Varejo et leur société tête de groupe, Casino, les administrateurs suivants de Cnova devraient s'abstenir de participer à toute discussion ultérieure et toute décision en lien avec les Opérations : Peter Estermann, Didier Lévêque, Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, Eleazar de Carvalho Filho, Yves Desjacques, Antoine Giscard d'Estaing et Arnaud Strasser. Le conseil d'administration de Cnova a ensuite approuvé la création d'un Comité dédié aux Opérations chargé d'évaluer, de négocier et de conclure des accords en lien avec les Opérations, désigné dans les présentes «***Transaction Committee* de Cnova** » composé de Silvio J. Genesini, Bernard Oppetit et du directeur général de Cnova, Emmanuel Grenier. Les autres membres du conseil d'administration de Cnova ont ensuite quitté la réunion.

Le *Transaction Committee* de Cnova a alors discuté avec des représentants de la direction et de BNP Paribas de la logique stratégique d'une série d'opérations qui permettrait de regrouper les activités de Via Varejo et de Cnova Brésil, et y compris, notamment, des difficultés opérationnelles rencontrées par Cnova Brésil et du recentrage de Cnova sur les activités de Cdiscount en France, où Cdiscount occupe une position de leader et a démontré sa capacité à accroître sa part de marché. Le *Transaction Committee* de Cnova a désigné pour l'assister Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (« **Freshfields** »), comme conseil indépendant et nommé Eight Advisory en qualité d'expert financier indépendant du *Transaction Committee* de Cnova pour l'assister dans son évaluation des Opérations envisagées. Participaient également à la réunion des représentants des cabinets Darrois, Lefosse, Nauta, Trindade et Wachtell Lipton. Le *Transaction Committee* de Cnova a demandé à la direction de Cnova d'approfondir l'examen des Opérations envisagées et de lui présenter une revue de toutes les autres options stratégiques envisageables.Les 9 et 15 mars 2016, plusieurs réunions se sont tenues par téléphone entre le *Transaction Committee* de Cnova, des membres de la direction de Cnova et des représentants de BNP Paribas avec la participation des représentants de Freshfields. Au cours de ces réunions, Stéphane Brunel, , a présenté au *Transaction Committee* de Cnova un certain nombre d'options stratégiques envisageables, y compris (a) la cession de Cnova Brésil à un tiers non affilié au groupe Casino, (b) une offre d'échange initiée par Via Varejo afin d'acquérir Cnova Brésil auprès de Cnova, (c) la cession au comptant de Cnova Brésil à Via Varejo, avec éventuellement un rachat des Actions de Via Varejo par la Société ou le versement d'un dividende exceptionnel prélevé sur le produit de la vente, (d) une offre publique d'achat par Casino des Actions, suivie de l'absorption indirecte de Cnova Brésil par Via Varejo et de l'annulation de la participation de Via Varejo dans Cnova et (e) l'absorption indirecte de Cnova Brésil par Via Varejo, suivie d'une offre publique d'achat par Casino visant les Actions, et l'annulation de la participation de Via Varejo dans Cnova.

Au cours de ces réunions, le *Transaction Committee* de Cnova a examiné les avantages et inconvénients de chacune de ces options stratégiques. Le *Transaction*

Committee de Cnova a écarté la cession à un tiers extérieur au groupe CBD en raison de la perte des marques et d'autres éléments de propriété intellectuelle cédés sous licence par CBD, et du risque de destruction de valeur pour Via Varejo. Le *Transaction Committee* a également écarté l'offre d'échange par Via Varejo, dans le cadre d'une acquisition de Cnova Brésil, en raison des délais et des difficultés juridiques inhérents à la réalisation d'une offre d'échange aux États-Unis, contraignant Via Varejo à s'enregistrer au titre du U.S. Securities Act de 1933, tel que modifié, et lui imposant des obligations de déclaration continues aux États-Unis au titre du U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié. Le *Transaction Committee* de Cnova a également décidé de ne pas retenir l'option d'une vente en numéraire de Cnova Brésil à Via Varejo dans la mesure où son financement ne pouvait pas être assuré en totalité sur les liquidités de Via Varejo. Après de longs débats, le *Transaction Committee* de Cnova a en définitive estimé qu'un rapprochement de Cnova Brésil avec Via Varejo, par absorption indirecte, suivie d'une annulation de la participation de Via Varejo dans Cnova, et d'une offre publique d'achat par Casino visant les Actions, constituait la meilleure option stratégique pour Cnova et Cnova Brésil au regard des synergies opérationnelles importantes entre Cnova Brésil et Via Varejo, de la simplification de la structure de l'actionnariat de Cnova alors totalement centrée sur Cdiscount et des délais de réalisation relativement courts.

En décidant de demander à Casino d'initier une offre publique d'achat visant les Actions soumise à la seule condition préalable de la réalisation du Rapprochement envisagé, le *Transaction Committee* de Cnova a relevé que le Rapprochement envisagé aurait une incidence significative sur le profil d'entreprise de Cnova, et pourrait conduire les investisseurs à préférer la liquidité de leur participation plutôt que sa conservation dans Cnova. Le *Transaction Committee* de Cnova a également noté que la liquidité des Actions serait nettement réduite sur le NASDAQ et Euronext Paris en cas de succès des Offres. Le *Transaction Committee* de Cnova a également souligné que le prix proposé par Casino dans le cadre des Offres devait refléter la juste valeur des Actions. Enfin, BNP Paribas a présenté l'historique de cotation des Actions et des cours cibles, en se basant sur les prévisions publiques des analystes financiers.

Le 25 mars 2016, une réunion s'est tenue par téléphone entre le *Transaction Committee* de Cnova, des membres de la direction de Cnova et des représentants de BNP Paribas avec la participation des représentants de Freshfields, de Darrois et de NautaDutilh. Les participants ont eu communication du projet de rapport d'évaluation de BNP Paribas, comprenant des valorisations préliminaires de Cnova Brésil, Cdiscount et de l'ensemble consolidé Cnova. Après examen de ces valorisations préliminaires, les membres du *Transaction Committee* de Cnova ont indiqué que, au vu du plan d'affaires de Cnova et des prévisions par extrapolation des conseils financiers, la valorisation de l'Action devait refléter une prime importante par rapport à son cours de bourse.

Le 27 mars 2016, des représentants de Casino et de Cnova ont adressé un projet de protocole d'accord non engageant concernant le Rapprochement envisagé aux membres de la direction et aux conseils juridiques de Via Varejo. Ce projet prévoyait en particulier la réalisation du Rapprochement de Cnova Brésil avec Via Varejo au moyen d'une série d'opérations conduisant à l'annulation de la participation indirecte de 21,9 % de Via Varejo dans Cnova. Le projet de protocole d'accord intégrait également les obligations de garantie et d'indemnisation de la part de Cnova, dont le montant, s'il était exigible, serait minoré à concurrence de 21,9 % correspondant à la participation de Via Varejo dans Cnova avant la réalisation du Rapprochement,

toutefois sans obligation de dédommagement de la part de Cnova au titre d'irrégularités commises avant le 17 octobre 2013, date de la prise de contrôle par le groupe Casino de Cnova Brésil, auparavant sous le contrôle de Via Varejo.

Les 31 mars 2016 et 1er avril 2016, des représentants de Via Varejo, ainsi que Luis Enrique Devis, Rafael Russowsky et Stéphane Brunel et des représentants de Darrois, Lefosse, NautaDutilh, Trindade et Wachtell Lipton se sont réunis afin de discuter du projet de protocole d'accord et notamment de l'approche d'indemnisation exposée ci-dessus. Les parties ont discuté du point de savoir si la limitation des obligations d'indemnisation de Cnova à due proportion de la participation de Via Varejo dans Cnova avant le Rapprochement était acceptable pour Via Varejo. Les parties ont également estimé peu probable que Via Varejo accepte une limitation des obligations d'indemnisation de Cnova au titre de la période antérieure à la prise de contrôle de Cnova Brésil par le groupe Casino.

Le 13 avril 2016, le *Transaction Committee* de Cnova a rencontré des membres de la direction de Cnova, des représentants de BNP Paribas et d'Eight Advisory dans les bureaux de BNP Paribas à Londres, en présence d'un représentant de Freshfields et de représentants de Darrois et de NautaDutilh. M. Brunel a indiqué que, sur la base des discussions qui avaient eu lieu lors des précédentes réunions et des données de marché actualisées, BNP Paribas avait revu son rapport d'évaluation provisoire pour refléter la révision des valorisations préliminaires de Cnova Brésil, Cdiscount et de l'ensemble consolidé Cnova. Lors de la réunion, BNP Paribas a commenté ces valorisations préliminaires ainsi que les fourchettes de prix par Action qu'elles impliquaient.

Le 18 avril 2016, des représentants de Casino et de Cnova ont communiqué une version révisée du projet de protocole d'accord concernant le Rapprochement envisagé aux membres de la direction et aux conseils juridiques de Via Varejo, et reflétant les positions de Casino et de Cnova sur l'Opération envisagée.

Le 28 avril 2016, en réponse aux rumeurs dans la presse concernant une possible opération impliquant Via Varejo et Cnova Brésil, Via Varejo et Cnova ont publié des communiqués confirmant qu'elles étudiaient, avec certaines de leurs filiales, la faisabilité et l'intérêt d'un rapprochement éventuel entre Cnova Brésil et Via Varejo.

Le 3 mai 2016, le *Transaction Committee* de Cnova s'est réuni à Paris, en présence de représentants de la direction de Cnova, de Casino, de BNP Paribas, d'Eight Advisory et de Freshfields, et avec la participation téléphonique des représentants de Darrois et NautaDutilh. Les membres du *Transaction Committee* de Cnova ont alors réitéré leur recommandation de poursuivre l'examen approfondi des Opérations envisagées, et signalé que le Rapprochement envisagé ne recevrait leur accord que si le prix des Offres était fixé à 5,50 USD par Action.

Le 5 mai 2016, en réponse aux rumeurs persistantes dans la presse, la direction de Via Varejo et le *Transaction Committee* de Cnova, ont demandé aux conseils juridiques respectifs de Cnova et de Via Varejo d'étudier puis d'entamer les négociations en vue de la conclusion d'un protocole d'accord simplifié concernant le Rapprochement envisagé non engageant qui soit limité aux conditions économiques du Rapprochement envisagé ainsi qu'à la fourchette de valorisation de Cnova Brésil, et reportant à une date ultérieure les négociations sur les autres clauses d'un accord de Rapprochement définitif, notamment les déclarations et garanties, les engagements opérationnels transitoires et les clauses d'indemnisation. Via Varejo et le *Transaction*

Committee de Cnova ont demandé à leurs conseils d'entamer les négociations autour d'un protocole d'accord simplifié non contraignant.

Le 11 mai 2016, le comité d'audit et le conseil d'administration de Casino, désignés respectivement dans les présentes le « **Comité d'Audit de Casino** » et le « **Conseil de Casino** », ont examiné sur présentation de la direction générale de Casino, et avec l'intervention des représentants de la banque Rothschild & Co (« **Rothschild** ») et de Crédit Agricole Corporate & Investment Bank (« **CACIB** »), conseils financiers de Casino, ainsi que des représentants de Messier Maris & Associés (« **MMA** »), conseil financier spécial du Comité d'Audit de Casino, les modalités du Rapprochement envisagé et des Offres. La Direction générale de Casino et les représentants du cabinet Darrois, ont également commenté aux membres du Comité d'Audit de Casino les Opérations envisagées, le protocole d'accord non contraignant envisagé ainsi que la lettre d'engagement de Casino de mettre en œuvre, sous réserve de la réalisation du Rapprochement envisagé, les Offres, au prix de 5,50 USD par Action. Les représentants de Rothschild et CACIB ont présenté leurs conclusions, qui figurent dans leur premier rapport d'évaluation conjoint reflétant les valorisations de Cnova Brésil, Cdiscount et de l'ensemble consolidé Cnova. Un représentant de MMA a alors fait part qu'à cette date, et sur la base des hypothèses retenues, des procédures suivies, des questions examinées et des réserves et limitations décrites dans le rapport d'évaluation de MMA, l'analyse et les conclusions présentées par les conseils financiers de Casino étaient cohérentes avec l'analyse de MMA, et que leur analyse avait été réalisée selon des méthodes qui n'appelaient pas d'observations de MMA. En conséquence, le Comité d'Audit de Casino a exprimé auprès du Conseil de Casino un avis favorable sur les modalités des Opérations envisagées, y compris celles du Rapprochement envisagé énoncées dans le protocole d'accord non contraignant et les Offres.

Le 11 mai 2016, le conseil d'administration de Via Varejo (le « **Conseil de Via Varejo** »), s'est réuni et a décidé, en accord avec la politique de Via Varejo en matière d'opérations entre parties liées, de créer un comité spécial composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, chargé, d'analyser les conditions et modalités du Rapprochement envisagé, de négocier l'Accord de Rapprochement définitif et d'émettre une recommandation au Conseil de Via Varejo au sujet du Rapprochement envisagé et du nouvel accord opérationnel qui serait conclu entre CBD et Via Varejo, en vue de communiquer ses recommandations au Conseil de Via Varejo en lien avec le Rapprochement envisagé..Le Conseil de Via Varejo a alors nommé Alberto Guth, Renato Carvalho do Nascimento et Christophe Hidalgo membres de ce comité spécial de Via Varejo (le « **Comité spécial de Via Varejo** »).

Ce même jour, conformément au pacte d'actionnaires de Via Varejo, les représentants de CBD et du groupe CB (c'est-à-dire le groupe d'actionnaires de Via Varejo qui n'est pas affilié à une entité du groupe Casino, et composé de M. Michael Klein et des sociétés EK VV Limited, Bahia VV RK Limited, Bahia VV NK Limited, Altara RK Investments Limited et Altara NK Investments Limited, lesquels détenaient collectivement environ 27,3 % des actions en circulation composant le capital de Via Varejo au 29 septembre 2016) ont adopté une résolution d'actionnaires aux termes de laquelle : (i) CBD s'est engagé à ne pas exercer ses droits de vote lors de l'assemblée des actionnaires de Via Varejo concernant le Rapprochement envisagé, afin de renforcer l'indépendance de l'approbation des actionnaires minoritaires de Via Varejo leur donnant ainsi le pouvoir d'approuver ou de rejeter le Rapprochement envisagé ; et (ii) le groupe CB s'est engagé à voter pour le Rapprochement envisagé lors de cette

assemblée, à condition que le Comité spécial de Via Varejo recommande à l'unanimité ce vote.

Le 11 mai 2016 également, le conseil d'administration de CBD s'est réuni et a décidé, en accord avec la politique de CBD en matière d'opérations entre parties liées, de créer un comité spécial composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, chargé d'analyser les conditions et modalités des Opérations envisagées et de formuler des recommandations au conseil d'administration de CBD concernant (i) le vote de CBD lors de l'assemblée des actionnaires de Cnova devant délibérer sur le Rapprochement envisagé ; (ii) l'apport ou non par CBD de ses Actions aux Offres ; et (iii) les conditions du nouvel accord opérationnel qui sera conclu entre CBD et Via Varejo une fois le Rapprochement réalisé. Le conseil d'administration de CBD a nommé les administrateurs Eleazar de Carvalho Filho, Maria Helena S. F. Santana et Luiz Aranha Corrêa do Lago membres du comité spécial de CBD (le « **Comité spécial de CBD** »).

Ce même jour, une réunion s'est tenue par téléphone entre le *Transaction Committee* de Cnova, des membres de la direction de Cnova et des représentants de BNP Paribas et de Eight Advisory, avec la participation des représentants de Freshfields, de Darrois et de NautaDutilh. Un représentant de BNP Paribas a présenté un rapport d'évaluation provisoire révisé, fondé sur des données de marché actualisées. Il a commenté ces valorisations préliminaires actualisées, ainsi que les fourchettes de valeur des fonds propres par Action qu'impliquaient ces valorisations préliminaires. Eight Advisory a également présenté son rapport d'évaluation préliminaire, reflétant les valorisations de Cnova Brésil, Cdiscount et Cnova (après prise en compte des frais généraux et autres coûts opérationnels des sociétés holdings). Les représentants de Casino ont également confirmé que Casino avait accepté de lancer une offre publique d'achat au prix de 5,50 USD par Action, sous réserve de la réalisation du Rapprochement envisagé, comme stipulé dans le projet de lettre d'engagement de Casino adressé au *Transaction Committee* de Cnova. Le *Transaction Committee* de Cnova a ensuite autorisé la direction de Cnova à signer le protocole d'accord non contraignant concernant le Rapprochement et, sur la base de ce dernier, à engager des négociations en vue de la conclusion de l'accord définitif.

Plus tard le 11 mai 2016, à l'issue des réunions du Conseil de Via Varejo et du *Transaction Committee* de Cnova, Casino a transmis la lettre d'engagement à Cnova concernant les Offres qui seraient lancées une fois le Rapprochement envisagé réalisé, et Cnova et Via Varejo ont signé le protocole d'accord non contraignant concernant le Rapprochement envisagé. A la suite de la signature de ces accords, Via Varejo, Cnova et Casino ont publié des communiqués de presse annonçant les Opérations envisagées et la signature du protocole d'accord non contraignant.

Le 20 mai 2016, le Comité spécial de Via Varejo a organisé une réunion par téléphone, à laquelle se sont joints Peter Estermann, directeur général, et André Rizk, directeur juridique, de Via Varejo, en vue d'examiner les travaux qui seraient réalisés par le Comité spécial de Via Varejo concernant l'évaluation du Rapprochement envisagé et de procéder à la désignation de conseils externes indépendants, financier, Banco Santander (Brasil) S.A. (« **Santander** »), et juridiques Yazbek Advogados (« **Yazbek** »), et Campos Mello Advogados (« **Campos Mello** »).

Le 8 juin 2016, le *Transaction Committee* de Cnova s'est réuni à São Paulo au Brésil, en présence de Steven Geers, directeur juridique de Cnova, MM. Luis Enrique Devis et Rafael Russowsky, représentants de Casino, des représentants de Trindade ainsi que

par téléphone par M. Stéphane Brunel, des représentants de BNP Paribas et de Freshfields. Au cours de cette réunion, le *Transaction Committee* de Cnova a été informé de l'état d'avancement des négociations en cours avec le Comité spécial de Via Varejo et ses conseils.

Le 20 juin 2016, le Comité spécial de Via Varejo réuni par visioconférence avec la participation d'un représentant de Campos Mello a défini le champ des contrôles préalables (« *due diligence* ») à effectuer en lien avec le Rapprochement envisagé et décidé de désigner ; (i) un conseil pour réaliser les diligences préalables financières et comptables sur Cnova Brésil ; et (ii) le cabinet Davis Polk & Wardwell LLP (« **Davis Polk** »), en tant que conseil juridique spécial en matière de droit américain, s'agissant notamment de certaines procédures en cours contre Cnova, et de la négociation et la rédaction d'un accord de rapprochement définitif.

Le 21 juin 2016, le Comité spécial de Via Varejo et ses conseils juridiques se sont réunis à São Paulo, en présence de André Rizk, alors directeur juridique de Via Varejo, MM. Luis Enrique Devis et Rafael Russowsky et des représentants de Trindade et Lefosse. Au cours de cette réunion, le Comité spécial de Via Varejo a été informé de l'état d'avancement de l'enquête en cours sur certaines irrégularités comptables constatées chez Cnova Brésil, et le contentieux lié.

Le 23 juin 2016, le Comité spécial de Via Varejo, Campos Mello et Yazbek se sont réunis à São Paulo, rejoints par MM. Luis Enrique Devis et Rafael Russowsky et par des représentants de Trindade et Lefosse, pour discuter des clauses du projet d'Accord de Rapprochement, et notamment de la limitation envisagée des obligations d'indemnisation de Cnova. Les membres du Comité spécial de Via Varejo ont réaffirmé leur position en faveur d'une obligation d'indemnisation de Via Varejo par Cnova pour les irrégularités commises avant la prise de contrôle par le groupe Casino de Cnova Brésil. Les membres du Comité spécial de Via Varejo et les représentants de Casino ont également discuté d'un éventuel plafonnement des obligations d'indemnisation de Cnova dans l'Accord de Rapprochement. Les membres du Comité spécial de Via Varejo ont indiqué que l'idée d'un plafonnement serait acceptable à condition que des exceptions soient prévues et que le plafond soit suffisamment élevé.

Le 6 juillet 2016, les conseils juridiques du Comité spécial de Via Varejo ont remis aux conseils juridiques de Casino et Cnova un projet d'Accord de Rapprochement révisé lequel prévoyait notamment la participation de Casino à l'Accord de Rapprochement en tant que garant de l'exécution des obligations de Cnova dans ce cadre, la suppression des limites au dédommagement et l'extension des déclarations et garanties à faire/à donner par Cnova concernant les activités de Cnova Brésil. Ce projet prévoyait également un ajustement du paiement compensatoire dû par Via Varejo à Cnova, sur la base d'une réconciliation complète du bilan de Cnova Brésil une fois le rapprochement réalisé.

Le 12 juillet 2016, le Comité spécial de Via Varejo et ses conseils juridiques se sont réunis à São Paulo avec M. Luis Enrique Devis et des représentants de Trindade et de Lefosse. Les parties ont discuté de l'état d'avancement des négociations concernant le projet d'Accord de Rapprochement et les clauses restant à négocier, et du délai de finalisation des états financiers retraités de Cnova. Les parties ont également discuté des clauses du projet d'Accord de Rapprochement qui restaient à négocier. Les parties ont notamment abordé les points suivants : la signature ou non par Casino de l'Accord de Rapprochement, l'introduction ou non d'une clause d'ajustement du paiement compensatoire dans l'Accord de Rapprochement, l'obligation ou non pour Cnova

d'indemniser Via Varejo pour les irrégularités commises avant la prise de contrôle par le groupe Casino de Cnova Brésil et l'introduction ou non d'autres limites à l'indemnisation dans l'Accord de Rapprochement. M. Luis Enrique Devis, les membres du Comité spécial de Via Varejo et leurs conseils respectifs ont exprimé leurs positions sur ces différents points. L'état d'avancement des diligences préalables de Via Varejo et le projet d'accord opérationnel ont également été évoqués.

Le 15 juillet 2016, le *Transaction Committee* de Cnova ainsi que des membres de la direction de Cnova et de Casino, les conseils juridiques de Cnova et de Casino ainsi que des représentants de Freshfields se sont réunis par téléphone. Un représentant de Trindade a apporté des précisions sur les principales questions soulevées par le projet le plus récent de l'Accord de Rapprochement préparé par Via Varejo, ainsi que sur les principaux points de désaccord discutés lors de la réunion du 12 juillet 2016 entre les conseils juridiques de Cnova et les conseils juridiques du Comité spécial de Via Varejo. Les membres du *Transaction Committee* de Cnova ont notamment été informés du probable refus du Comité spécial de Via Varejo d'exclure de l'obligation de dédommagement les irrégularités commises avant la prise de contrôle par le groupe Casino de Cnova Brésil en octobre 2013. M. Brunel a échangé avec les membres du *Transaction Committee* de Cnova sur les difficultés posées par la demande de Via Varejo d'ajustement du paiement compensatoire, et exposé les différentes méthodes d'ajustement que le *Transaction Committee* de Cnova a demandé aux conseils financiers de Cnova d'examiner en vue d'émettre une recommandation sur une méthode équitable pour Cnova et Via Varejo. Les membres du *Transaction Committee* de Cnova et les conseils ont également étudié des approches alternatives permettant de réaliser le Rapprochement envisagé sans ajustement du paiement compensatoire, y compris la possibilité d'adopter un mécanisme dit de « *locked box* » (opération à prix fixe).

Dans la matinée du 25 juillet 2016, une réunion téléphonique s'est tenue entre les membres du *Transaction Committee* de Cnova, des représentants de Freshfields, des représentants de la direction de Cnova et de Casino, des représentants de Eight Advisory et de BNP Paribas ainsi que des représentants des conseils juridiques de Cnova et Casino, notamment des cabinets Darrois, Lefosse, NautaDutilh, Trindade et Wachtell Lipton. Un représentant de BNP Paribas a présenté les différentes méthodes possibles d'ajustement du paiement compensatoire, en soulignant leurs avantages et inconvénients respectifs pour Cnova. A la suite d'échanges approfondis sur les différentes alternatives, le *Transaction Committee* de Cnova a demandé à la direction et aux conseils de la Société de négocier un ajustement du paiement compensatoire, fondé sur les écarts à la date du closing entre le besoin en fonds de roulement et l'endettement net réels de Cnova Brésil et les prévisions partagées avec Via Varejo et ses conseils.

Dans l'après-midi du 25 juillet 2016, une réunion s'est tenue entre MM. Genesini, Devis et Russowsky, des représentants de Darrois, Lefosse, Trindade, NautaDutilh et Wachtell Lipton, le Comité spécial de Via Varejo ainsi que des représentants de Campos Mello, Yazbek et Davis Polk, pour discuter des principales clauses restant à fixer du projet d'Accord de Rapprochement et notamment d'un éventuel ajustement du paiement compensatoire dû par Via Varejo à Cnova dans le cadre du Rapprochement envisagé – ajustement qui serait basé sur le besoin fonds de roulement et l'endettement net de Cnova Brésil –, et sur la limitation des obligations de dédommagement de Cnova. Les conseils juridiques de Cnova ont ensuite remis une nouvelle version du projet d'Accord de Rapprochement aux conseils juridiques de Via Varejo, reflétant les

positions de négociation exposées au Comité spécial de Via Varejo et à ses conseils juridiques plus tôt dans la journée.

Ce même jour, le Comité spécial de Via Varejo a mandaté le cabinet d'avocats De Brauw Blackstone Westbroek pour l'assister sur les questions de droit néerlandais dans le cadre du Rapprochement envisagé.

Le 26 juillet 2016, MM. Luis Enrique Devis, Rafael Russowsky et Stéphane Brunel, ainsi que des représentants de Via Varejo, de BNP Paribas et de Santander se sont entretenus téléphoniquement des approches possibles pour l'ajustement du paiement compensatoire dû par Via Varejo à Cnova, y compris de la base économique de l'endettement net et du besoin en fonds de roulement cibles qui serviraient au calcul de cet ajustement. Les représentants de Santander ont indiqué que, sous réserve de l'examen et de la confirmation par eux-mêmes et par les membres du Comité spécial de Via Varejo des prévisions de besoin en fonds de roulement et d'endettement net de Cnova Brésil à la date probable du closing, le principe d'un ajustement fondé sur la position du besoin en fonds de roulement et de l'endettement net serait acceptable pour Via Varejo.

Le 27 juillet 2016, le Comité d'Audit de Casino en présence également de membres de la Direction générale et de représentants du cabinet Darrois, s'est réuni afin d'examiner notamment la demande formulée par le Comité spécial de Via Varejo de l'octroi par Casino d'une garantie de l'exécution des obligations de Cnova dans le cadre de ce Rapprochement. Après divers échanges entre les participants, le Comité d'Audit de Casino a approuvé la recommandation de la direction générale mais a préféré la mise en place d'une garantie par Casino plafonnée à 60 millions USD et distincte de l'Accord de Rapprochement au fait d'en être partie.

Le 28 juillet 2016, le Comité spécial de Via Varejo a rencontré Campos Mello et Yazbek afin de discuter des points en suspens concernant l'Accord de Rapprochement, y compris la garantie demandée à Casino, le mécanisme d'ajustement du paiement compensatoire ainsi que la clause d'indemnisation.

Ce même jour, les membres du *Transaction Committee* de Cnova ainsi que MM. Devis et Russowsky et des représentants de la direction de Cnova, des cabinets Darrois, Lefosse, NautaDutilh, Trindade et Wachtell Lipton, se sont entretenus par téléphone avec des représentants du Comité spécial de Via Varejo et leurs conseils juridiques de Campos Mello et Yazbek. Les conseils juridiques de Casino et Cnova ont exposé que Casino préférait ne pas être partie au projet d'Accord de Rapprochement et ont indiqué que Casino et Cnova estimaient qu'au vu de l'actif important dont disposerait Cnova après la réalisation de l'Opération envisagée, et compte tenu de la poursuite de ses activités après cette opération, une garantie de Casino serait inutile et que Cnova aurait les moyens d'honorer ses obligations après le Rapprochement. Les parties ont également discuté du niveau des obligations d'indemnisation de Cnova et du mécanisme d'ajustement du paiement compensatoire. Le Comité spécial de Via Varejo a convenu d'examiner la dernière version de l'Accord de Rapprochement préparée par Cnova. Les représentants de Casino ont indiqué que, au vu de l'importance que le Comité spécial de Via Varejo apportait au principe d'une garantie de Casino, le Conseil de Casino en discuterait.

Le 29 juillet 2016, le Conseil de Casino a délibéré sur la demande de garantie formulée par Via Varejo, et a approuvé notamment l'octroi par Casino à Cnova d'une garantie distincte (ou d'une lettre de crédit émise par un établissement bancaire de renommée internationale) plafonnée à 60 millions USD, et visant la bonne exécution

par Cnova de ses obligations d'indemnisation dans le cadre du projet de Rapprochement. Le Conseil de Casino a également été informé de l'état d'avancement des négociations et des différents engagements ou conventions auxquels Casino serait partie dans le cadre des Opérations.

Le 30 juillet 2016, le *Transaction Committee* de Cnova a organisé une réunion par téléphone, à laquelle ont notamment participé des représentants de la direction de Cnova, de Eight Advisory, les conseils juridiques du comité et des représentants de BNP Paribas, au cours de laquelle BNP Paribas et Eight Advisory ont présenté leurs analyses préliminaires respectives actualisées sur la valorisation de Cnova, Cnova Brésil et Cdiscount. Le comité a passé en revue, discuté et commenté les analyses préliminaires actualisées.

Ce même jour, le Comité spécial de Via Varejo réuni avec ses conseils juridiques a conclu que les propositions reçues de Cnova concernant l'ajustement du paiement compensatoire et une garantie de Casino distincte de l'Accord de Rapprochement étaient, sur le principe, compatibles avec les intérêts des actionnaires de Via Varejo, et a donc décidé de les accepter. Le Comité spécial de Via Varejo a ensuite discuté des points restant en suspens concernant la clause de dédommagement incluse dans le projet d'Accord de Rapprochement, y compris la portée des limites au dédommagement.

Le 3 août 2016, le Comité spécial de Via Varejo a tenu une conférence téléphonique avec ses conseils juridiques pour discuter de leurs commentaires supplémentaires concernant le projet d'accord de rapprochement. Ce même jour, des représentants de Davis Polk ont remis aux représentants de Wachtell Lipton une version annotée de l'Accord de Rapprochement, reflétant les conclusions des discussions du 28 juillet 2016 entre les parties.

Le 4 août 2016, le Comité spécial de Via Varejo a rencontré des représentants de Santander, Campos Mello et Yazbek afin d'examiner le rapport d'analyse financière provisoire préparé par Santander, ainsi que les modifications apportées compte tenu de la récente republication par Cnova de ses états financiers corrigés suite aux conclusions de son enquête interne sur certaines irrégularités comptables chez Cnova Brésil, et les business plans révisés de Cnova et Cnova Brésil. Le Comité spécial de Via Varejo a posé plusieurs questions à Santander, notamment concernant les synergies et les modifications apportées compte tenu des conclusions de l'Enquête sur la Comptabilité de Cnova Brésil.

Le 4 août 2016 également, des représentants de Davis Polk, Campos Mello et Yazbek ont rencontré M. Steven Geers, directeur juridique de Cnova, et des représentants des cabinets Darrois, Lefosse, NautaDutilh, Trindade et Wachtell Lipton afin de négocier les conditions juridiques du projet d'Accord de Rapprochement. Les membres du Comité spécial de Via Varejo et MM. Luis Enrique Devis et Rafael Russowsky ont également participé à la réunion par téléphone. Les parties sont alors convenues que Cnova dédommagerait Via Varejo pour certaines obligations de Cnova Brésil en lien avec des plaintes de consommateurs et des litiges relevant du droit du travail, tels que précisés dans l'Accord de Rapprochement. Les parties se sont également entendues sur les composantes des obligations d'indemnisation de Cnova qui seraient plafonnées en montant, et sont en outre convenues que Cnova déposerait en séquestre, en garantie de ses obligations d'indemnisation envers Via Varejo, une partie du montant en numéraire qu'elle recevrait à l'issue du Rapprochement envisagé. À la suite de cette

réunion, Wachtell Lipton a fait parvenir une version révisée de l'Accord de Rapprochement aux conseils juridiques du Comité spécial de Via Varejo.

Le 5 août 2016, M. Luis Enrique Devis et les membres du Comité spécial de Via Varejo ont entamé une discussion sur les conditions financières du Rapprochement envisagé. Ils sont convenus que le Rapprochement valorisait les fonds propres à environ 2,2 milliards USD pour Cnova et d'environ 489 millions USD pour Cnova Brésil. Sur la base de ces estimations et du montant du capital et des intérêts restant dus sur des prêts existants entre Cnova Brésil, Cnova, et Cnova Finança, une *besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* de droit néerlandais (ci-après « **Cnova Finança** ») qui s'élevaient à environ 156 millions USD, les parties sont convenues que Via Varejo verserait un montant en numéraire d'environ 16,5 millions de BRL à Cnova. Ces montants étaient situés dans les fourchettes de valorisation définies dans le protocole d'accord non contraignant, et ont été fixés sur la base d'un taux de change de 3,2763 BRL/USD, comme indiqué dans l'Accord de Rapprochement.

Les 5, 6 et 7 août 2016, les parties et leurs conseils juridiques ont finalisé le projet d'Accord de Rapprochement, y compris les points restant en suspens concernant les obligations d'indemnisation de Cnova et la limitation de ces obligations.

Dans la matinée du 8 août 2016, le conseil d'administration de CBD s'est réuni et son Comité spécial lui a soumis ses réflexions et ses conclusions, y compris sa recommandation unanime en faveur (i) du vote de CBD pour le rapprochement à l'assemblée générale extraordinaire de Cnova ; et (ii) du consentement de CBD à ne pas apporter ses Actions aux Offres. Compte tenu de la recommandation favorable du Comité spécial de CBD et du fait que Casino avait remis une lettre d'engagement à CBD par laquelle Casino octroyait certains droits de gouvernance et de liquidité concernant la participation de CBD dans Cnova, le conseil d'administration de CBD a décidé que CBD voterait pour le Rapprochement lors de l'assemblée générale extraordinaire de Cnova et que CBD n'apporterait pas ses Actions aux Offres. Le conseil d'administration de CBD a également confirmé sa décision précédente selon laquelle CBD n'exercerait pas ses droits de vote concernant le Rapprochement lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Via Varejo.

Dans la matinée du 8 août 2016 également, une réunion du Conseil de Via Varejo s'est tenue, avec la participation des représentants de Santander, de Campos Mello et d'Yazbek. Au cours de cette réunion, le Comité spécial de Via Varejo a soumis ses réflexions et ses conclusions au Conseil de Via Varejo, ainsi que sa recommandation unanime en faveur de la mise en œuvre du Rapprochement envisagé et de la signature de l'Accord de Rapprochement envisagé. Compte tenu de la recommandation favorable du Comité spécial de Via Varejo, le Conseil de Via Varejo a décidé d'approuver (i) la signature du projet d'Accord de Rapprochement avec Cnova Brésil et Cnova NV, ainsi que (ii) la convocation d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires afin de soumettre le Rapprochement envisagé à l'approbation des détenteurs d'actions ordinaires et privilégiées de Via Varejo. Le Conseil de Via Varejo a également approuvé la soumission du nouveau plan de stock-options de Via Varejo à l'approbation des actionnaires de Via Varejo. Sur recommandation du Comité spécial de Via Varejo, le Conseil de Via Varejo a également approuvé la signature du nouvel accord opérationnel entre CBD et Via Varejo lequel a été signé à l'issue de la réunion (l' « **Accord de Rapprochemen**t »).

Plus tard dans la journée du 8 août 2016, après que Casino eut signé la Lettre d'Engagements Casino-Cnova (définie ci-dessous), le *Transaction Committee* de

Cnova a tenu une conférence téléphonique avec des membres de la direction de Cnova et des représentants de BNP Paribas, d'Eight Advisory, de Freshfields, de Darrois, de Lefosse, de NautaDutilh, de Trindade et de Wachtell Lipton. M. Stéphane Brunel a fait un point sur les récentes négociations avec le Comité Spécial de Via Varejo. Un représentant de Wachtell Lipton a commenté les clauses du projet d'Accord de Rapprochement négociées avec le Comité Spécial de Via Varejo et son avocat, y compris les clauses de dédommagement, les conditions de dépôt en séquestre et les mécanismes d'ajustement du besoin en fonds de roulement et de l'endettement net. Un représentant de Lefosse a décrit certaines clauses de résiliation du projet d'Accord de Rapprochement. Un représentant de BNP Paribas a présenté la valorisation révisée de Cnova, Cnova Brésil et Cdiscount et un représentant de Eight Advisory a exposé les aspects financiers du Rapprochement envisagé et a remis son rapport d'expertise indépendante sur les conditions financières du Rapprochement envisagé, y compris son opinion selon laquelle, au 8 août 2016, compte tenu des facteurs et hypothèses énoncés dans le rapport, le paiement compensatoire à recevoir par Cnova en vertu de l'Accord de Rapprochement était équitable, d'un point de vue financier, pour Cnova et pour les actionnaires minoritaires de Cnova. Un représentant de Freshfields a également commenté aux membres du comité les règles juridiques applicables à leurs décisions et actions concernant le Rapprochement envisagé. Après discussions et délibérations, ayant notamment permis au *Transaction Committee* de Cnova une appréciation approfondie du Rapprochement par rapport à d'autres alternatives stratégiques, et après en avoir analysé rigoureusement les avantages et les inconvénients potentiels en tenant compte des intérêts de Cnova et de l'ensemble de ses actionnaires, y compris minoritaires, le *Transaction Committee* de Cnova, représentant le conseil d'administration de Cnova a à l'unanimité (i) considéré que les Opérations étaient conformes aux intérêts de Cnova, de ses actionnaires et de toutes les autres parties prenantes et (ii) qu'elles étaient ainsi équitables, souhaitables et dans l'intérêt des actionnaires non liés aux entités du groupe Casino, (iii) approuvé la réalisation des Opérations et (iv) a recommandé de soumettre le Rapprochement à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de Cnova et aux détenteurs d'Actions d'y voter favorablement.

À la suite de la réunion du *Transaction Committee* de Cnova, (i) Cnova, Cnova Brésil et Via Varejo ont signé l'Accord de Rapprochement, (ii) Cnova a signé la lettre des engagements Casino-Cnova, (iii) Casino et CBD ont signé la lettre aux actionnaires de Cnova et (iv) CBD a signé la Lettre de Soutien CBD, le contenu de ces documents étant détaillé sous « Accords relatifs aux Opérations », au paragraphe 1.3 du présent projet de note en réponse.

À la clôture de la séance du 8 août 2016 sur le NASDAQ, Casino, Cnova, Via Varejo et CBD ont publié des communiqués de presse annonçant la signature de l'Accord de Rapprochement et l'engagement de Casino de lancer les Offres, sous réserve de la réalisation du Rapprochement.

Le 11 août 2016, Via Varejo a publié l'avis de convocation d'une assemblée générale extraordinaire de ses actionnaires, appelés notamment à approuver le Rapprochement. Ce même jour, Via Varejo a également publié la proposition de la direction de Via Varejo concernant le Rapprochement, afin qu'elle soit discutée lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Via Varejo.

Le 12 septembre 2016, l'assemblée générale extraordinaire de Via Varejo a approuvé le Rapprochement, avec 93,6% des voix des actionnaires présents ou ayant donné procuration, (CBD ne prenant pas part au vote).

Le 12 septembre 2016 également, Cnova a convoqué une assemblée générale extraordinaire des actionnaires afin d'approuver le Rapprochement et d'adopter certaines résolutions en lien avec les Opérations.

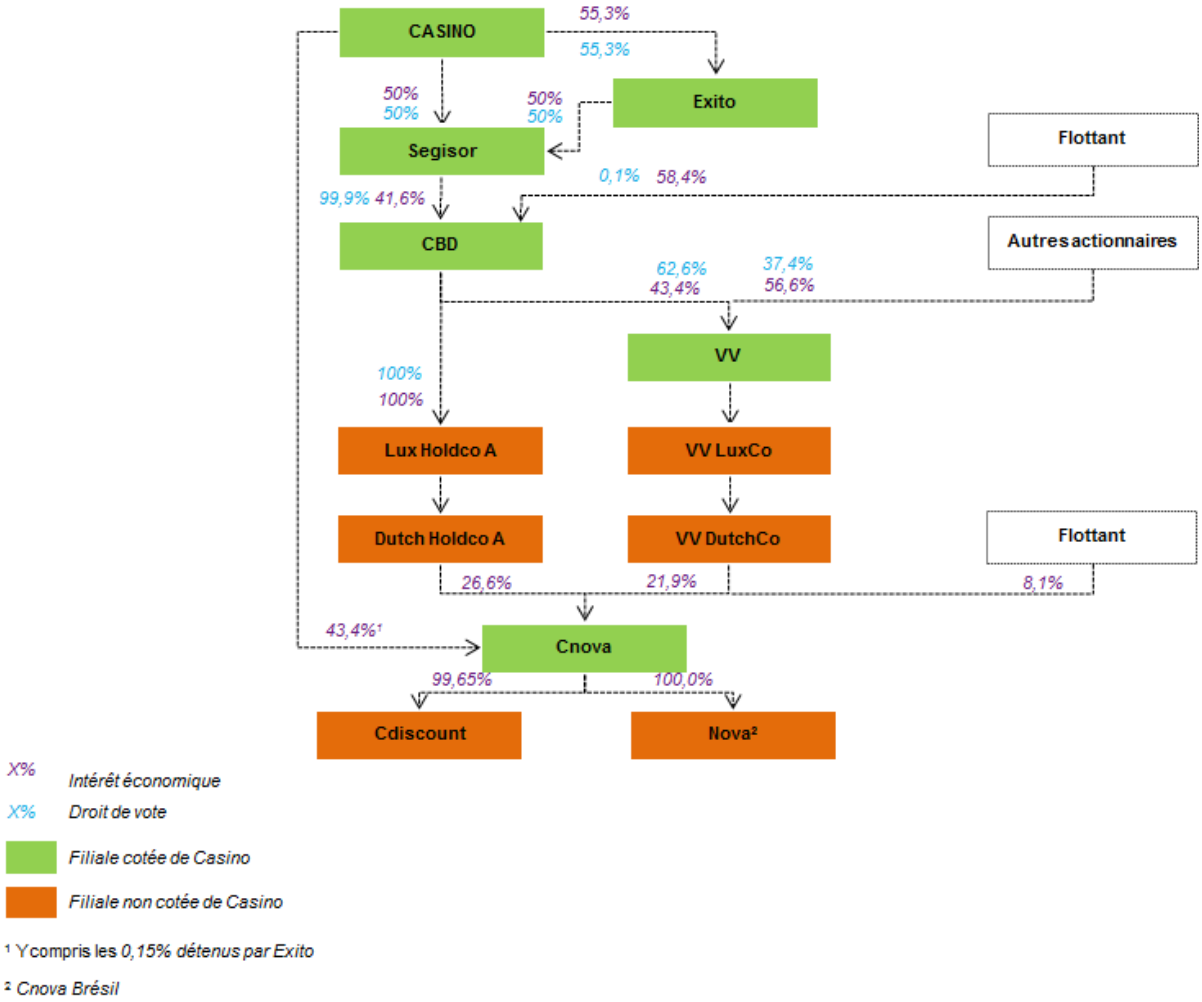
Le 27 octobre 2016, l'assemblée générale extraordinaire de Cnova a approuvé le Rapprochement, avec 99,99% des voix des 96,01% des actionnaires présents ou ayant donné procuration. Le Rapprochement a été réalisé le 31 octobre 2016.

Le 1er décembre 2016, le *Transaction Committee* de Cnova s'est réuni et a examiné l'attestation d'équité d'Eight Advisory et a décidé de recommander aux actionnaires de Cnova non affiliés au groupe Casino d'apporter leurs Actions aux Offres.

1.2 Réalisation du Rapprochement

Les étapes concourant à la réalisation du Rapprochement sont décrites, de manière non exhaustive, ci-dessous.

L'organigramme de Cnova préalablement au Rapprochement était le suivant :



¹ Y compris les *0,15% détenus par Exito*

² *Cnova Brésil*

A titre introductif, l'économie générale du Rapprochement peut être sommairement décrite comme suit :

- Cnova a attribué à Via Varejo (indirectement) une partie des actions composant le capital de Cnova Brésil par l'intermédiaire d'une distribution de celles-ci au seul profit de Via Varejo. Cette distribution a été permise par la conversion préalable de la totalité des 96 790 798 Actions détenues indirectement par Via Varejo en actions de préférence (les « **Actions de Préférence de Distribution** ») donnant immédiatement droit à l'attribution à leur porteur unique d'un nombre d'actions de Cnova Brésil d'une valeur identique à celle des Actions ainsi converties. Après cette distribution, les Actions de Préférence de Distribution, n'ayant plus de valeur, ont été cédées (indirectement) gratuitement par Via Varejo à Cnova en vue de leur annulation.

- Le solde des actions de Cnova Brésil non distribuées à Via Varejo (indirectement) a été acquis par Cnova Brésil contre une soulte en numéraire (le « **Paiement Compensatoire** »), lequel a fait l'objet d'un ajustement provisoire en fonction de la dette financière nette et du besoin en fonds de roulement de Cnova Brésil estimé à la date de réalisation du Rapprochement (« l'**Ajustement du Paiement Compensatoire** »), et sera éventuellement ajusté sur la base des comptes définitifs. Le Paiement Compensatoire ainsi ajusté représente la différence entre les valeurs de Cnova Brésil et la valeur de la participation de 21,9% de Via Varejo dans Cnova, valorisée à 5,00 USD par Action. Ces montants en numéraire sont financés au moyen de sommes apportées à Cnova Brésil par Via Varejo par l'intermédiaire d'une fusion intervenue au début des opérations de Rapprochement entre Cnova Brésil et une filiale de Via Varejo, VV Part, dont l'actif était composé de numéraire et des titres des sociétés holding détenant la participation de Via Varejo dans Cnova.

Ainsi, à l'issue du Rapprochement réalisé le 31 octobre 2016, Via Varejo détient la totalité du capital de Cnova Brésil et ne détient plus aucune participation dans Cnova. Pour sa part, Cnova a perçu lors de la réalisation du Rapprochement :

- Ses propres Actions de Préférence de Distribution, qui représentaient avant leur conversion environ 21,9 % du capital de Cnova, et qu'elle annulera vers le 4 janvier 2017 ; et

- Le Paiement Compensatoire et l'Ajustement du Paiement Compensatoire provisoire pour un montant total de 20 370 301 BRL (soit un montant perçu de 5 855 217 euros au taux de 3,479 EUR/BRL sans déduction des impôts restant à la charge de Cnova), qui fera l'objet d'un ajustement post-closing.

En outre, Cnova Brésil a remboursé le 8 novembre 2016 le solde restant dû des prêts que Cnova et Cnova Finança lui avaient consentis, ainsi que la totalité des intérêts courus et autres montants dus jusqu'à la date du paiement (ce capital, ces intérêts et autres montants dus étant désignés ci-après le « **Montant du Remboursement** »). Au 8 novembre 2016, le montant total du capital et des intérêts courus dus au titre de ces accords de prêt s'élevait à environ 526,95 millions de BRL, soit un montant de 145,99 millions d'euros. Ces opérations sont plus amplement décrites ci-dessous.

(i) Première étape

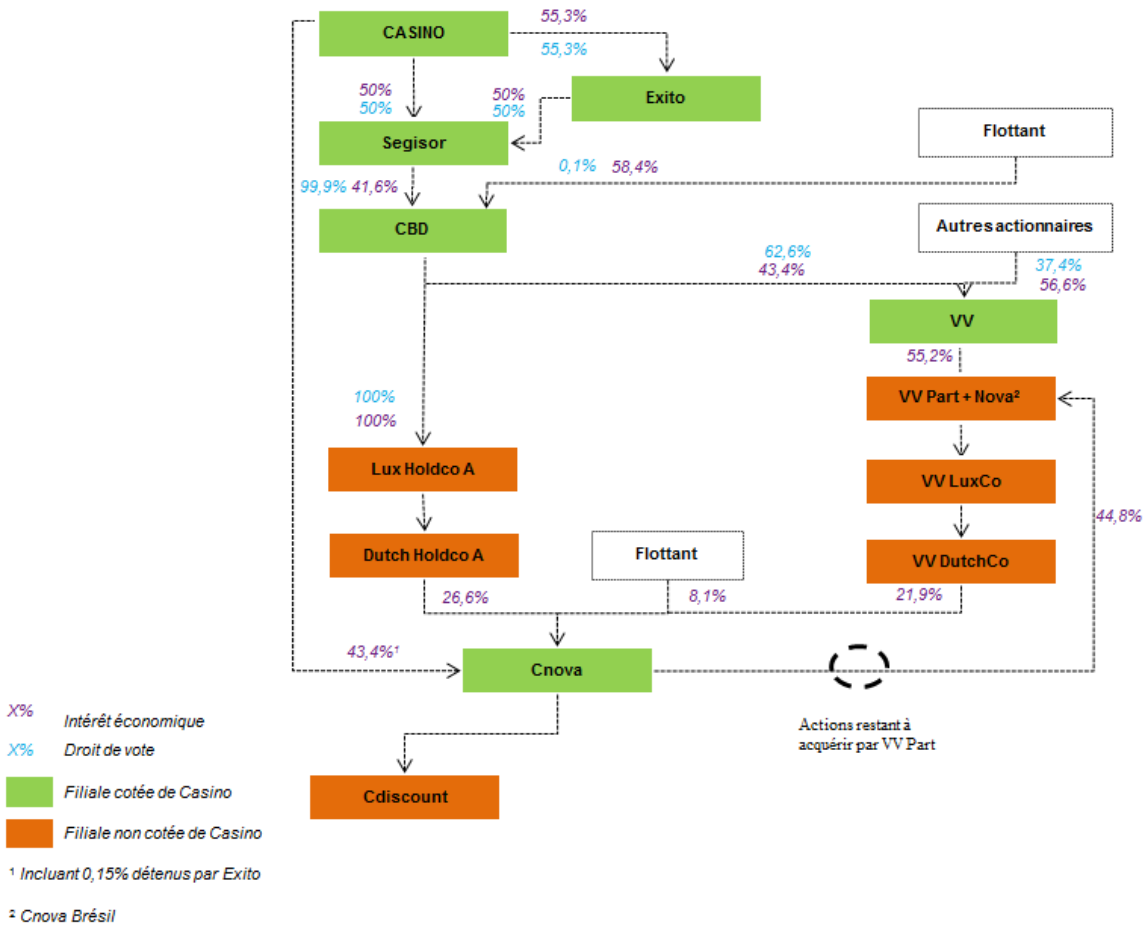
Via Varejo a apporté à une société holding sans activité opérationnelle, détenue par elle à 100%, VV Part Participações S.A (désignée ci-après « **VV Part** »), en contrepartie de l'émission d'actions nouvelles:

- la totalité des actions émises et en circulation de sa filiale à 100%, Via Varejo Holding S.à.r.l. régie par les lois du Luxembourg (désignée ci-après « **VV LuxCo** »). VV LuxCo détient indirectement, par l'intermédiaire de Via Varejo Holding Netherlands B.V., une filiale détenue à 100 % par VV LuxCo, régie par les lois des Pays-Bas (désignée ci-après « **VV DutchCo** »), 96 790 798 Actions, représentant la participation totale de Via Varejo dans Cnova (soit 21,9 % des Actions) ;

- un complément numéraire permettant à VV Part de disposer de fonds propres suffisants pour (i) permettre ultérieurement à Cnova Brésil de payer le Paiement Compensatoire et l'Ajustement du Paiement Compensatoire et pour (ii) permettre comptablement la fusion ultérieure entre VV Part et Cnova Brésil.

Cnova Brésil a ensuite absorbé VV Part par voie de fusion (désignée ci-après la « **Fusion de VV Part** »). A l'issue de la Fusion de VV Part, Cnova Brésil détenait 100% du capital de VV LuxCo et Cnova détenait une participation de 44,8% dans Cnova Brésil, le solde étant détenu par Via Varejo.

Le schéma suivant représente l'organigramme de Cnova à l'issue de cette première étape :



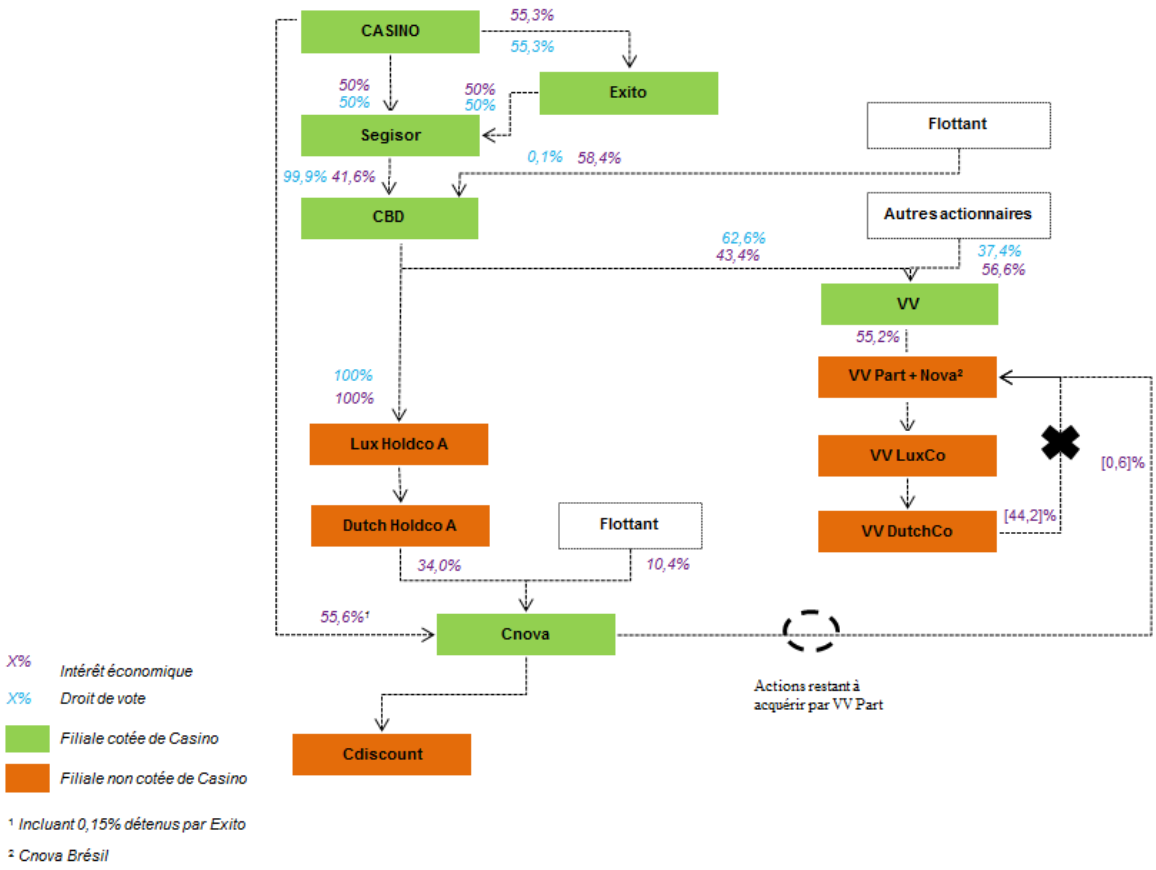
(ii) Deuxième étape

Cnova a converti ses 96 790 798 Actions (correspondant à 21,9% de son capital) détenues par VV DutchCo en actions spéciales ouvrant droit à une distribution exceptionnelle en nature d'actions Cnova Brésil (les « **Actions de Préférence de Distribution** »).

Cnova a procédé, au titre des Actions de Préférence de Distribution à une distribution en nature de 73 974 479 actions Cnova Brésil (sur un total de 74 924 847 actions qu'elle détenait) à VV DutchCo pour un montant égal à la valeur réelle des actions ordinaires Cnova ayant été converties en Actions de Préférence de Distribution, valorisées contractuellement entre Cnova et Via Varejo à 5,00 USD par Action. Les actions Cnova Brésil ainsi distribuées ont fait l'objet de distributions successives jusqu'à Cnova Brésil et ont été annulées.

Immédiatement après cette distribution, Cnova a acquis à titre gratuit la totalité des Actions de Préférence de Distribution détenue par VV DutchCo, en vue de leur annulation.

Le schéma suivant représente l'organigramme de Cnova à l'issue de cette deuxième étape :

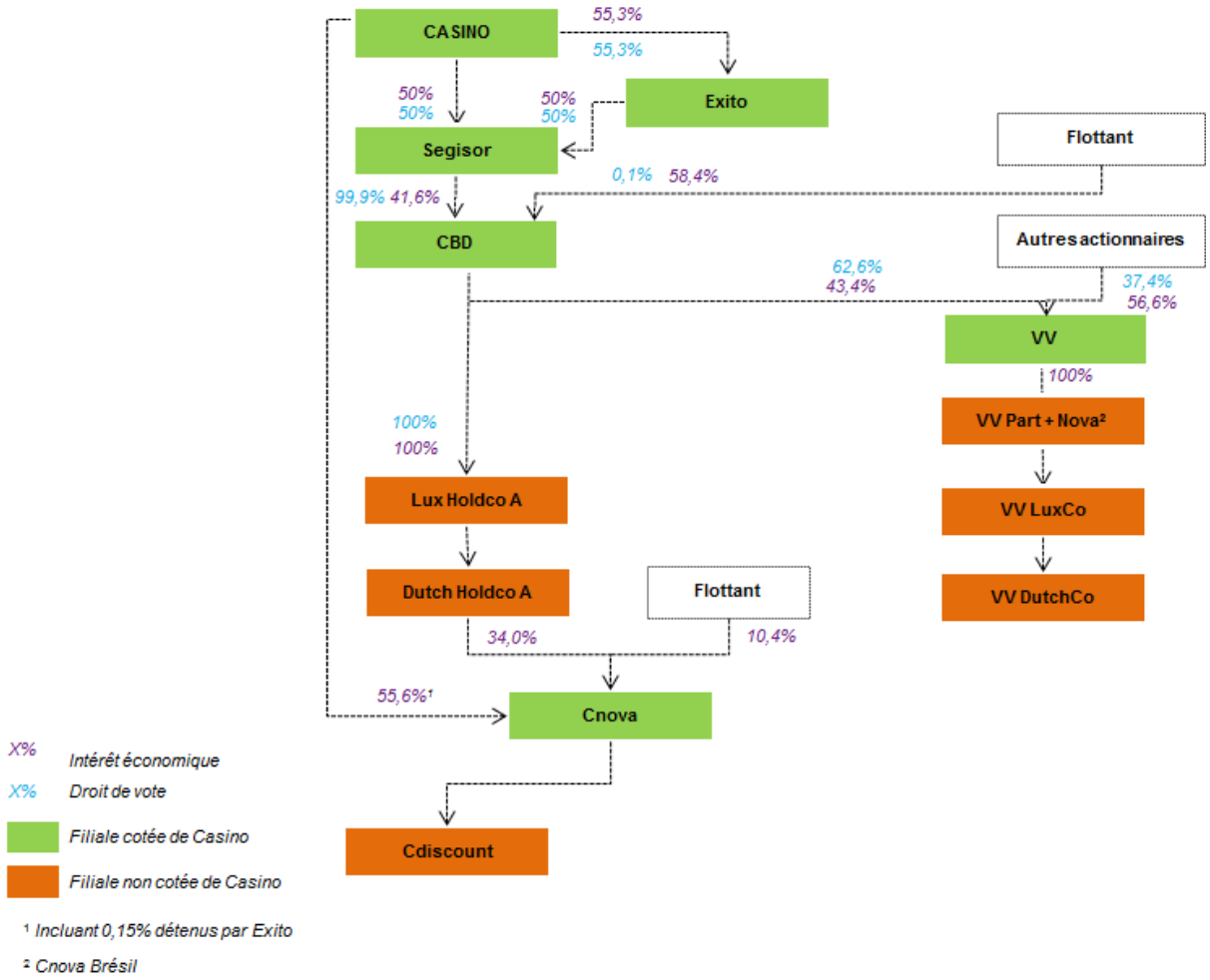


(iii) Troisième étape :

Immédiatement après, Cnova a cédé le reliquat des actions Cnova Brésil qu'elle détenait (soit 950 368 actions) contre un paiement en numéraire global d'un montant de l'ordre de 20,4 millions de BRL (soit un montant perçu d'environ 5,9 millions d'euros au taux de 3,48 EUR/BRL, sous réserve des ajustements définitifs de closing et sans déduction des impôts restant à la charge de Cnova) représentant le Paiement Compensatoire et l'Ajustement du Paiement Compensatoire.

Depuis le Rapprochement, Cnova Brésil est détenue à 100 % par Via Varejo (et devrait par la suite être absorbée par Via Varejo). En outre, Via Varejo n'a plus aucune participation, directe ou indirecte, dans Cnova et Cnova n'a plus aucune participation dans Cnova Brésil.

Le schéma suivant représente l'organigramme actuel de Cnova :



1.3 Accords relatifs aux Opérations

Ce qui suit décrit les principales clauses des contrats qui ont été conclus dans le cadre des Opérations. Ces résumés ne prétendent pas à l'exhaustivité.

i. L'Accord de Rapprochement

Comme indiqué au paragraphe 1.2, le Rapprochement a été réalisé le 31 octobre 2016. Les bases économiques de l'Accord de Rapprochement sont exposées au paragraphe 1.2 ci-dessus.

Ajustement du Paiement Compensatoire

L'Accord de Rapprochement prévoit un ajustement du Paiement Compensatoire en fonction du niveau de l'endettement financier net et du besoin en fonds de roulement de Cnova Brésil au 31 octobre 2016 (l'Ajustement du Paiement Compensatoire). Si le montant (négatif) du besoin en fonds de roulement diminué de la dette financière nette de Cnova Brésil au 31 octobre 2016 était supérieur de plus de 5 % par rapport à un montant cible prédéfini (désigné dans les présentes le « **Montant Cible** »), le Paiement Compensatoire devrait être ajusté à la hausse à hauteur de ce montant excédentaire. À l'inverse, si le montant (négatif) du besoin en fonds de roulement diminué de la dette financière nette de Cnova Brésil au 31 octobre 2016 était inférieur de plus de 5 % au Montant Cible, le Paiement Compensatoire devrait être ajusté à la baisse à hauteur de ce montant déficitaire. Le Montant Cible dépendait de la Date du

Rapprochement et était fondé sur des niveaux cibles fin de mois négociés de besoin en fonds de roulement et d'endettement financier net de Cnova Brésil. L'Ajustement du Paiement Compensatoire s'est élevé à 3,9 millions de BRL (de manière préliminaire et sous réserve des états financiers définitifs).

Ce montant pourra faire l'objet d'un ajustement post-closing dans les conditions prévues par l'Accord de Rapprochement.

Déclarations et garanties

L'Accord de Rapprochement contient les déclarations et garanties d'usage, données par Via Varejo, Cnova et Cnova Brésil, lesquelles sont soumises à certaines exceptions et réserves.

Cnova, Cnova Brésil et Via Varejo ont chacune fait des déclarations et donné des garanties concernant notamment :

- leur organisation, leur bonne réputation et leur compétence à mener leurs activités ;
- le pouvoir et l'habilitation sociale en ce qui concerne la conclusion et l'exécution de l'Accord de Rapprochement ;
- l'absence de la nécessité d'une quelconque intervention des pouvoirs publics pour réaliser les fusions, autre que les interventions prévues par l'Accord de Rapprochement ;
- la validité de l'Accord de Rapprochement et de tous les autres documents nécessaires à la mise en œuvre du Rapprochement ;
- l'absence de procédure d'insolvabilité ou de faillite ; et
- l'absence de tout conflit avec, ou violation de documents statutaires, contrats, lois ou règlements, découlant de la conclusion et de l'exécution de l'Accord de Rapprochement et de la mise en œuvre du Rapprochement.

L'Accord de Rapprochement contient également des déclarations et garanties supplémentaires de Cnova qui concernent notamment :

- la détention et la propriété des actions Cnova Brésil ;
- l'organisation, la conformité et la qualification de Cnova Brésil et de ses filiales à conduire une activité ;
- les licences, registres, immatriculations, permis et autorisations liés aux activités de Cnova Brésil ;
- les états financiers non audités de Cnova Brésil au 30 juin 2016 ;
- le respect des lois applicables et les procédures en cours ;
- la conduite habituelle des affaires par Cnova Brésil entre le 30 juin 2016 et la date de l'Accord de Rapprochement ;
- les filiales de Cnova Brésil ;
- les branches et établissements de Cnova Brésil ;
- les biens immobiliers et autres biens de Cnova Brésil ;
- l'absence de passif non déclaré ;

- certains contrats de Cnova Brésil et de ses filiales ;
- l'emploi et la gestion du personnel chez Cnova Brésil ;
- les programmes d'avantages sociaux ;
- les impôts et taxes sur les sociétés ;
- les contrats d'assurance de Cnova Brésil ;
- les sûretés et autres engagements similaires de Cnova Brésil ;
- les procurations données par Cnova Brésil et ses filiales ;
- certains droits de propriété intellectuelle de Cnova Brésil ; et
- certains aspects environnementaux.

Autres stipulations

Mise en œuvre des étapes du Rapprochement. Cnova, Cnova Brésil et Via Varejo se sont chacune engagées à mettre en œuvre, directement ou indirectement, les étapes du Rapprochement en respectant les délais et les conditions précisés dans l'Accord de Rapprochement. Cnova s'est engagée à ce que Cnova Brésil ne prenne pas certaines décisions significatives jusqu'à la réalisation du Rapprochement sans l'accord de Via Varejo.

Autorisations règlementaires. Cnova, Cnova Brésil et Via Varejo se sont chacune engagées à collaborer et à prendre les dispositions nécessaires pour obtenir toute autorisation règlementaire requise pour réaliser le Rapprochement.

Assemblées des actionnaires de Via Varejo et Cnova. Cnova et Via Varejo se sont chacune engagées à, dès que possible après la date de l'Accord de Rapprochement : (i) prendre toutes les mesures nécessaires pour convoquer et tenir une assemblée de leurs actionnaires respectifs afin d'approuver l'Accord de Rapprochement, (ii) insérer dans tout document d'information à destination des actionnaires une recommandation du conseil d'administration concernant l'approbation de l'Accord de Rapprochement et (iii) tout mettre en œuvre pour obtenir l'approbation nécessaire de leurs actionnaires respectifs. L'assemblée des actionnaires de Via Varejo s'est tenue le 12 septembre 2016 et celle de Cnova le 27 octobre 2016.

Formulaire 13E-3. Via Varejo et Cnova se sont notamment engagées à collaborer, et à veiller à ce que leurs conseils financiers respectifs collaborent, à la préparation du « *Transaction Statement* » (déclaration d'opération) auquel le « *Supplemental Information Statement* » (fiche de renseignements complémentaires) est annexé. Via Varejo et Cnova se sont en outre engagées à fournir, et à veiller à ce que leurs conseils financiers respectifs fournissent toutes les informations utiles concernant Via Varejo ou Cnova, au besoin, et leurs succursales, dirigeants, administrateurs, actionnaires et filiales respectifs, et à prendre toutes les mesures raisonnablement demandées en lien avec ce qui précède. Le formulaire 13E-3 a été déposé auprès de la SEC dans sa version initiale le 23 août 2016 et dans sa version la plus récente, à la date du présent projet de note en réponse, à la suite de sa version précédente du 1er novembre 2016. Le formulaire 13E-3 est disponible sur le site internet de la SEC (www.sec.gov).

Transfert des opérations et du personnel. Chacune des parties s'est engagée à collaborer et à prendre les dispositions nécessaires (i) au transfert de l'actif et du passif

de Cnova Brésil à Via Varejo et (ii) au transfert du personnel de Cnova Brésil à Via Varejo. Via Varejo a pris en charge l'exécution du programme de plan d'intéressement à long terme pour le personnel de Cnova Brésil, défini par le conseil d'administration de Cnova. Dès la finalisation du Rapprochement, Via Varejo (i) a émis au profit de ces salariés de Cnova Brésil des titres en remplacement des « *deferred stock units* » (actions différées) et (ii) a conclu des modifications des « plans d'investissement en espèces à long terme », dans chaque cas conformément à l'Accord de Rapprochement.

Restructuration de Cnova Finança. Avant la Date du Rapprochement, Cnova s'est engagée à faire en sorte que Cnova Brésil vende et transfère à Cnova toutes les actions Cnova Finança détenues par Cnova Brésil afin que, une fois cette vente et ce transfert réalisés, Cnova Brésil n'ait plus aucune participation dans Cnova Finança. Les actions Cnova Finança détenues par Cnova Brésil ont été transférées à Cnova le 17 octobre 2016.

Indemnisation

Indemnisation par Cnova. Sous réserve de certaines limitations, Cnova s'est engagée à indemniser Via Varejo, ses filiales, Cnova Brésil et leurs successeurs et ayants droit respectifs, désignés ci-après les « **Parties Indemnisées Liées à Via Varejo** », et à les dégager de toute responsabilité en cas de perte, dommage, pénalité, obligation, dépens et frais (désignés ci-après les « **Préjudices** ») subis par les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo et découlant directement ou indirectement de :

- tout manquement à une déclaration ou garantie quelconque faite/donnée par Cnova ou toute inexactitude dans une déclaration ou garantie faite/donnée par Cnova ;
- tout manquement à un engagement ou à une obligation quelconque de Cnova et, avant le 31 octobre 2016, de Cnova Brésil au titre de l'Accord de Rapprochement ;
- les procès intentés ou procédures, enquêtes ou poursuites engagées par des tiers et liées directement ou indirectement aux pratiques comptables de Cnova Brésil et aux fautes du personnel de Cnova Brésil en lien avec ces pratiques, qui ont été identifiées lors de l'enquête décrite au point 15 du rapport annuel de Cnova selon le format 20-F déposé auprès de la SEC le 22 juillet 2016, et désignée ci-après l'« **Enquête sur la Comptabilité de Cnova Brésil** », étant entendu que Cnova ne sera pas tenue d'indemniser les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo si et dans la mesure où une autorité publique conclut que le Préjudice en question est subi directement ou indirectement à raison de la qualité d'actionnaire de Cnova préalablement à la réalisation du Rapprochement de ladite Partie Indemnisée Liée à Via Varejo ;
- le recours collectif exercé au titre des lois fédérales des Etats-Unis relatives aux valeurs mobilières, concernant le litige portant sur les titres Cnova N.V., No. 16-cv-444 (LTS) (Tribunal fédéral du district Sud de New York, 20 janvier 2016), tel que modifié à tout moment, désigné ci-après le « **Recours des Actionnaires Cnova** », étant entendu que Cnova ne sera pas tenue d'indemniser les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo si et dans la mesure où une autorité publique conclut que le Préjudice en question est subi

directement ou indirectement à raison de la qualité d'ancien actionnaire de Cnova de ladite Partie Indemnisée Liée à Via Varejo ;

- la restructuration de Cnova Finança ou toute réclamation basée sur des faits, actions, événements ou omissions en lien avec Cnova Finança ou son appartenance à Cnova Brésil, dans chaque cas à tout moment avant la Date du Rapprochement ;
- les procès intentés ou de poursuites engagées contre Cnova Brésil ou l'une quelconque de ses filiales (autre que Cnova Finança) en lien avec toute réclamation d'un client de Cnova Brésil ou de l'une quelconque de ses filiales (autre que Cnova Finança) en lien avec des produits vendus par Cnova Brésil ou l'une quelconque de ses filiales (autre que Cnova Finança) avant le 31 octobre 2016, désignés ci-après collectivement les « **Réclamations des Consommateurs Cnova Brésil** » ;
- les procès intentés ou de poursuites engagées contre Cnova Brésil ou l'une quelconque de ses filiales (autre que Cnova Finança) en lien avec des réclamations de salariés concernant des actes commis avant le 31 octobre 2016, à l'exclusion des procès intentés ou des poursuites engagées par ou pour le compte de tout employé de Cnova Brésil ou de l'une quelconque de ses filiales (autre que Cnova Finança) qui est licencié par Via Varejo ou l'une quelconque de ses filiales (y compris, à partir de la Date du Rapprochement, Cnova Brésil et ses filiales (autres que Cnova Finança) à la date du 31 octobre 2016 ou ultérieurement, désignés collectivement ci-après les « **Réclamations du Personnel Cnova Brésil** » ; et
- certains sujets fiscaux spécifiques.

Limitation de l'indemnisation. Les obligations d'indemnisation de Cnova sont soumises aux limites suivantes :

- *Franchise générale* : Les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo ne peuvent prétendre à aucune indemnisation en cas de non-respect des déclarations et garanties (autres que certaines « déclarations fondamentales » spécifiées) ou pour certains sujets fiscaux sauf dans la mesure où le montant total de tous les Préjudices découlant de ces manquements dépasse 25,3 millions de BRL[3] environ, et seulement pour l'excédent ;
- *Franchise pour les réclamations de consommateurs*. Les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo ne peuvent prétendre à aucune indemnisation au titre des Réclamations des Consommateurs Cnova Brésil sauf dans la mesure où le montant total de tous les Préjudices liés à ces réclamations dépasse 20,5 millions de BRL[4] environ, et seulement pour l'excédent ;
- *Franchise pour les réclamations du personnel.* Les Parties Indemnisées Liées à Via Varejo ne peuvent prétendre à aucune indemnisation au titre des Réclamations du Personnel Cnova Brésil sauf dans la mesure où le montant total de tous les préjudices liés à ces réclamations dépasse 22 300 BRL[5] environ, et seulement pour l'excédent ;

[3] Soit environ7,11 millions d'euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

[4] Soit environ 5,77 millions d'euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

[5] Soit environ 6 275 euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

- *Plafond.* Les obligations d'indemnisation de Cnova sont plafonnées à 189,9 millions de BRL[6] environ, sauf pour les Préjudices suivants :
  - Préjudices découlant d'un non-respect des « déclarations fondamentales » et des engagements ;
  - Préjudices découlant d'impôts et taxes en lien avec l'Enquête sur la Comptabilité de Cnova Brésil ;
  - Préjudices en lien avec le Recours des Actionnaires Cnova ; et
  - Préjudices découlant de la restructuration de Cnova Finança.
- *Seuil minimum.* Via Varejo ne peut prétendre à aucune indemnisation en cas de non-respect d'une déclaration ou garantie à moins que le Préjudice individuel qui en découle dépasse 158 300 BRL[7] environ (ou 15 800 BRL[8] environ en cas de non-respect d'une déclaration fondamentale spécifiée).

Indemnisation par Via Varejo. Sous réserve de certaines limitations, Via Varejo s'est engagée à indemniser Cnova et ses filiales (autres que Via Varejo et ses filiales, y compris Cnova Brésil à partir de la Date du Rapprochement) ainsi que leurs successeurs et ayants droit respectifs, et à les dégager de toute responsabilité en cas de Préjudice découlant directement ou indirectement de :

- tout non-respect d'une déclaration ou garantie quelconque faite/donnée par Via Varejo ou toute inexactitude dans une déclaration ou garantie faite/donnée par Via Varejo ; et
- tout manquement à une obligation quelconque de Via Varejo et, à partir de la Date du Rapprochement, de Cnova Brésil au titre de l'Accord de Rapprochement.

Fonds en séquestre et garanties facultatives

Contrat de séquestre. Cnova et Via Varejo sont convenues de négocier de bonne foi, à bref délai après la date de l'Accord de Rapprochement, les clauses d'un contrat de séquestre (le « **Contrat de Séquestre** ») et de conclure ce contrat avant la Date du Rapprochement. Le Contrat de Séquestre a été signé le 31 octobre 2016.

Déblocage des fonds en séquestre. Les parties sont convenues de débloquer les fonds en séquestre d'un montant initial de 60 millions USD comme suit :

- *Premier anniversaire de la Date du Rapprochement.* Le 31 octobre 2017 tous les fonds éventuels restant sur le compte séquestre et supérieurs à la somme de (i) 50,0 millions USD plus (ii) tout montant correspondant aux réclamations notifiées et en instance existant à cette date, seront débloqués au profit de Cnova. Les montants des réclamations notifiées et en instance, mentionnées à la phrase précédente, sont à verser à Via Varejo dans le délai prévu par l'Accord de Rapprochement et le Contrat de Séquestre, et après règlement et paiement de ces réclamations, les éventuels fonds restant sur le compte séquestre et supérieurs à 50 millions USD qui n'avaient pas été

[6] Soit environ 53,43 millions d'euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

[7] Soit environ 44 538,23 euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

[8] Soit environ 4 445,38 euros sur la base d'un taux de change de 3,554 BRL pour 1 euro au 22 novembre 2016

débloqués auparavant en raison de cette réclamation seront débloqués au profit de Cnova.

- *Deuxième anniversaire de la Date du Rapprochement.* Le 31 octobre 2018 tous les fonds éventuels restant sur le compte séquestre et supérieurs à la somme de (i) 40,0 millions USD plus (ii) tout montant correspondant aux réclamations notifiées et en instance existant à cette date seront débloqués au profit de Cnova. Les montants des réclamations notifiées et en instance, mentionnées à la phrase précédente, sont à verser à Via Varejo dans le délai prévu par l'Accord de Rapprochement et le Contrat de Séquestre, et après règlement et paiement de ces réclamations, les éventuels fonds restant sur le compte séquestre et supérieurs à 40 millions USD qui n'avaient pas été débloqués auparavant en raison de cette réclamation seront débloqués au profit de Cnova.
- *Sixième anniversaire de la Date du Rapprochement.* Le 31 octobre 2022 tous les fonds éventuels restant sur le compte séquestre moins le montant correspondant à l'ensemble des réclamations notifiées et en instance existant à cette date seront débloqués au profit de Cnova. Après règlement et paiement de ces réclamations notifiées et en instance, tous les fonds restant sur le compte séquestre seront débloqués au profit de Cnova.

Substitution de garantie. À tout moment avant le 31 octobre 2022, si Cnova fournit une garantie ou une lettre de crédit émise par une banque ou autre établissement financier similaire, et revêtant une forme acceptable pour les deux parties, ou une garantie de Casino dont la forme et le fond sont jugés satisfaisants par Via Varejo, d'un montant égal aux fonds restant à cette date sur le compte séquestre, les fonds éventuels restant sur le compte séquestre seront débloqués au profit de Cnova. Jusqu'au 31 octobre 2022, le montant maximum couvert à tout moment par cette garantie bancaire ou cette garantie de Casino sera plafonné au montant qui se serait trouvé sur le compte séquestre à cette date (en l'absence d'une telle garantie), et Cnova et Via Varejo se sont engagées à prendre toutes les mesures nécessaires pour faire en sorte que cette garantie soit caduque au sixième anniversaire de la Date du Rapprochement.

Réévaluation de bonne foi. Les parties sont convenues d'évaluer de bonne foi, au troisième anniversaire de la Date du Rapprochement, au vu de la situation financière réelle de Cnova par rapport à celle qui avait été prévue juste après le 31 octobre 2016, si les obligations d'indemnisation de Cnova sont susceptibles de ne pas être payées, en tenant compte des facteurs jugés pertinents et appropriés par les conseils d'administration respectifs de Via Varejo et Cnova. A la suite de ces discussions, les parties pourraient convenir de débloquer des fonds supplémentaires du compte séquestre ou de modifier les conditions de toute garantie en place à cette date.

Droit applicable, règlement des litiges, exécution en nature

Droit applicable. L'Accord de Rapprochement est régi par les lois de la République fédérale du Brésil, et sera interprété conformément à ces lois.

Règlement des litiges. Cnova et Via Varejo sont convenues de tout mettre en œuvre pour régler tous les litiges liés à l'Accord de Rapprochement par une négociation amiable, dans les 15 jours suivant l'avis du litige envoyé par l'une ou l'autre des

parties. Si le litige n'est pas réglé à l'expiration de ce délai de 15 jours, les parties s'engagent à le régler par voie d'arbitrage confidentiel, devant un tribunal arbitral composé de trois arbitres dont la sentence sera définitive. Chaque partie a le droit de nommer un arbitre et les arbitres nommés par les parties nomment ensemble le troisième arbitre. Les parties sont autorisées à demander une aide judiciaire exclusivement aux fins de (i) imposer l'arbitrage ; (ii) obtenir des mesures provisoires de protection des droits pendant la durée de la procédure d'arbitrage ; et (iii) faire exécuter une quelconque décision des arbitres y compris la sentence arbitrale définitive. Les parties sont convenues que les tribunaux de la ville de São Paulo, Brésil, auront compétence en la matière.

Exécution en nature. Cnova, Cnova Brésil et Via Varejo sont convenues que chacune aura le droit de chercher à obtenir l'exécution en nature de l'Accord de Rapprochement conformément au Code de procédure civile brésilien, sans préjudice du remboursement des pertes et dommages subis par la partie qui demande l'exécution en raison de la non-exécution par l'autre partie.

ii. Nouvel accord opérationnel

En lien avec la signature de l'Accord de Rapprochement, CBD et Via Varejo ont conclu un nouvel accord opérationnel qui doit prendre effet dès la finalisation du Rapprochement, et qui définit les conditions de l'alignement commercial et stratégique de leurs activités de vente au détail et d'e-commerce, notamment les achats groupés de produits communs et les activités d'e-commerce exercées sous la marque « Extra ». En outre, l'accord opérationnel existant entre CBD, Via Varejo, Cnova Brésil et Cnova sera résilié dès la finalisation du Rapprochement. L'accord opérationnel existant entre CBD, Via Varejo, Cnova Brésil et Cnova est décrit au point 7.B. du rapport annuel de Cnova sur formulaire 20-F pour l'exercice clos le 31 décembre 2015, qui a été déposé auprès de la SEC le 22 juillet 2016.

iii. Lettre d'Engagements Casino-Cnova

En lien avec le Rapprochement, Casino et le *Transaction Committee* de Cnova ont signé la Lettre d' Engagements Casino-Cnova par laquelle Casino s'est engagée à lancer les Offres à bref délai après la finalisation du Rapprochement. Les clauses essentielles de la Lettre d'Engagements Casino-Cnova sont décrites ci-dessous. Ce résumé ne se veut pas exhaustif et ne contient pas toutes les informations concernant la Lettre d' Engagements Casino-Cnova qui peuvent s'avérer importantes pour les actionnaires de Cnova.

Engagements de Casino. Conformément à la Lettre d' Engagements Casino-Cnova, sous réserve de (i) la réalisation du Rapprochement et (ii) l'approbation des Offres par le *Transaction Committee* de Cnova, d'un avis positif et d'une prise de position du *Transaction Committee* de Cnova concernant les Offres, et juste avant le dépôt de l'Offre française auprès de l'AMF confirmant leur avis positif motivé sur la base de l'attestation d'équité d'un expert indépendant, Casino s'est engagée notamment à faire ce qui suit :

- *Offres.* Lancer les Offres rapidement une fois le Rapprochement finalisé, pour l'ensemble des Actions au prix de 5,50 USD (pour l'Offre Américaine) et un montant équivalent en euros pour l'Offre française ;

- *Soutien au Rapprochement.* Voter en faveur du Rapprochement lors de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Cnova, en sa qualité d'actionnaire de Cnova ; et
- *Stock Appreciation Rights*. Autoriser, conformément aux termes des Stock Appreciation Rights (SAR) consentis en novembre 2014 par Casino à certains salariés de Cnova qui seront transférés à Via Varejo à raison du Rapprochement, l'ajustement des termes desdits SAR proposé par le *Transaction Committee* de Cnova comme décrit au paragraphe 2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur.

Casino n'est pas autorisée à revenir sur ses engagements sauf si Cnova émet, décide d'émettre ou s'engage à émettre, avant le lancement des Offres, des Actions supplémentaires.

iv. *Lettres de Casino et de CBD*

En lien avec le Rapprochement, Casino et CBD ont pris certains engagements l'une envers l'autre, consignés dans une lettre d'accord datée du 8 août 2016 et adressée par CBD à Casino, laquelle est désignée ci-après la « **Lettre de Soutien de CBD** », et dans une lettre d'accord datée du 8 août 2016, adressée au comité indépendant de CBD et signée par Casino et CBD, laquelle est désignée ci-après la « **Lettre d'Engagement Casino-CBD** ». La Lettre de Soutien CBD et la Lettre d'Engagement Casino-CBD sont destinées à régler les rapports entre les parties en leur qualité d'actionnaires de Cnova à la suite de la réalisation du Rapprochement et des Offres.

Les clauses essentielles de la Lettre d'Engagement Casino-CBD et de la Lettre de Soutien CBD sont décrites ci-dessous. Ce résumé ne se veut pas exhaustif et ne contient pas toutes les informations concernant la Lettre d'Engagement Casino-CBD et la Lettre de Soutien CBD qui peuvent s'avérer importantes pour les actionnaires de Cnova.

Lettre de Soutien de CBD

Dans la Lettre de Soutien de CBD signée le 8 août 2016, CBD informait Casino que lors de la réunion qui s'était tenue le 8 août 2016, le conseil d'administration de CBD avait décidé à l'unanimité (i) d'exercer ses droits de vote en faveur du Rapprochement lors de l'assemblée des actionnaires de Cnova, (ii) de ne pas apporter ses 117 303 664 Actions (désignées ci-après les « **Actions Concernées** ») directement ou indirectement aux Offres, ni céder ou transférer les Actions Concernées d'une quelconque autre manière ou via tout autre instrument, y compris des instruments dérivés jusqu'à la clôture des Offres. CBD s'est également engagée à soutenir Casino et à collaborer avec elle dans le cadre des éventuelles procédures de Retrait Obligatoire après la clôture des Offres.

Lettre d'Engagement Casino-CBD

Dans le cas où CBD déciderait, postérieurement à la clôture de l'Offre, de vendre l'une quelconque des Actions Concernées à un tiers, elle s'engage à (i) proposer d'abord les Actions Concernées à Casino au prix offert par le tiers et (ii) si Casino ne souhaite pas acheter les Actions Concernées ou que Casino et CBD ne trouvent pas d'accord sur le prix d'achat des Actions Concernées, à imposer à l'acquéreur envisagé

d'acquérir jusqu'à la même proportion d'actions Cnova détenues par Casino, à peu près simultanément et aux mêmes conditions.

Engagements de Casino. En contrepartie de l'engagement de CBD (pris dans la Lettre de Soutien de CBD) de ne pas apporter ses Actions aux Offres, Casino a pris les engagements suivants qui entrent en vigueur à la suite du Rapprochement :

- *Droits de nommer des administrateurs*. Casino veillera à ce que CBD ait le droit de nommer au moins un membre du conseil d'administration de Cnova de manière à ce que le rapport entre (i) le nombre d'administrateurs non indépendants de Cnova nommés par CBD *et* (ii) le nombre total d'administrateurs non indépendants soit au moins égal à la proportion des Actions en circulation détenues par CBD (ces administrateurs sont désignés ci-après les « **Administrateurs de CBD** ») ;
- *Droits à l'information.* Casino veillera à ce que CBD et/ou les Administrateurs de CBD aient accès aux informations suivantes concernant Cnova : (i) comptes sociaux et comptes consolidés audités, (ii) budget et prévisions annuels, (iii) comptes semestriels et trimestriels, (iv) rapport annuel, (v) informations sur tout changement important dans les activités, la situation financière ou les affaires de la société et (vi) toute autre information qui pourrait être demandée à CBD afin de se conformer à la réglementation brésilienne relative aux marchés financiers. Casino s'est également engagée à veiller à ce que de CBD ou des Administrateurs de CBD ait accès aux cadres supérieurs de Cnova de manière raisonnable ;
- *Évaluation de bonne foi d'une introduction en bourse (IPO).* Si, à l'issue des Offres, les Actions ne sont plus cotées au NASDAQ ou sur Euronext Paris, Casino s'est engagée à évaluer de bonne foi l'opportunité d'une introduction en bourse de Cnova ou, selon le cas, d'une de ses filiales (ci-après une « **IPO** »), en temps utile et en fonction des objectifs stratégiques et financiers de Cnova et des conditions du marché à cette date ;
- *Évaluation de bonne foi d'une offre au public secondaire (FMO).* Si, à l'issue des Offres, les Actions sont encore cotées au NASDAQ ou sur Euronext Paris, Casino s'est engagée à évaluer de bonne foi l'opportunité d'une offre au public (ci-après une « **FMO** »), par le biais de la vente d'une partie importante d'Actions, dans le but d'augmenter le flottant et la liquidité des Actions ;
- *Droit d'évaluer une IPO ou une FMO.* CBD peut exiger de Casino qu'elle charge une banque-conseil de premier rang de son choix d'évaluer de bonne foi l'opportunité d'une IPO ou d'une FMO, et dans tous les cas, l'opportunité et la faisabilité d'un placement secondaire (c'est-à-dire, via la vente d'Actions existantes). CBD ne peut exercer ce droit que deux ans après la signature de la Lettre d'Engagement Casino- CBD et ensuite au plus une fois tous les deux ans ;
- *Priorité IPO et FMO.* Si Casino ou Cnova décide d'initier une IPO ou une FMO (y compris une offre secondaire), CBD est en droit de vendre la totalité de ses actions dans le cadre de cette offre, en ayant la priorité sur Casino concernant jusqu'à 90 % du total des Actions apportées à cette offre secondaire, sous réserve de certaines exceptions ;

- *Droits de sortie conjointe (opération de changement de contrôle).* Casino a convenu que, au cas où elle aurait l'intention de transférer tout ou partie de ses Actions à un quelconque tiers (sauf dans le cas d'une vente entre membres du groupe Casino ou entre les sociétés affiliées qui contrôlent Casino) – transfert qui constituerait un changement de contrôle de Cnova –, CBD aurait le droit d'imposer au cessionnaire d'acquérir la totalité de ses Actions à peu près simultanément et aux mêmes conditions ;
- *Droits de sortie conjointe (hors opération de changement de contrôle).* Casino a convenu que, au cas où elle aurait l'intention de transférer tout ou partie de ses Actions à un quelconque tiers (sauf dans le cas d'une vente entre membres du groupe Casino ou entre les sociétés affiliées qui contrôlent Casino) – transfert qui ne constituerait pas un changement de contrôle de Cnova –, CBD aurait le droit d'imposer au cessionnaire d'acquérir jusqu'à la même proportion d'Actions Concernées à peu près simultanément et aux mêmes conditions ; et
- *Maintien en vigueur des droits*. En cas de restructuration ou de toute autre opération de fusion-acquisition impliquant Cnova et aboutissant à un échange, un rachat ou une attribution d'Actions (autre qu'une opération dans laquelle CBD aurait le droit de vendre la totalité de ses actions aux mêmes conditions que Casino), Casino s'est engagée à veiller à ce que CBD conserve les droits accordés ou reçoive des droits similaires à ceux accordés par la lettre d'engagement Casino-CBD concernant l'entité qui continuera d'exister.

Les engagements de Casino et de CBD énoncés dans la Lettre d'Engagement Casino-CBD resteront applicables jusqu'à (i) la date à laquelle Casino n'exerce plus aucun contrôle, directement ou indirectement, sur Cnova, (ii) la date à laquelle CBD n'est plus actionnaire de Cnova ou (iii) le 8 août 2041, la date intervenant en premier étant retenue.

2. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

2.1 Répartition du capital social et des droits de vote de Cnova

A l'occasion de son introduction en bourse en novembre 2014, Cnova a mis en place une structure de vote spécial (la « **Structure à droit de vote double** ») qui a permis à un nombre limité d'actionnaires fondateurs (c'est-à-dire Casino, CDB, Via Varejo, Exito et des sociétés holdings contrôlées par certains dirigeants actuels et anciens de Cnova Brésil – les « **Actionnaires Fondateurs** ») de recevoir un second droit de vote au titre des Actions détenues au moment de l'introduction en bourse à condition notamment que ces Actions restent enregistrées en leur nom dans les comptes d'actionnaires de Cnova (les « **Actions Qualifiantes** »). A cet effet, *Stichting Cnova Special Voting Shares*, (la « **Fondation de Vote** »), a été constituée en tant que dépositaire de vote. Cnova a émis (sans contrepartie) au profit de la Fondation de Vote un nombre de *special voting shares* (*special voting shares*) (portant chacune un droit de vote, mais ne donnant pas de droit au dividende) égal au nombre d'Actions Qualifiantes. Parallèlement, la Fondation de Vote a émis au profit des Actionnaires Fondateurs des certificats spéciaux de dépôt de vote (les « **Certificats de Dépôt** ») en lien avec les *special voting shares* qu'elle détient, chaque Actionnaire Fondateur recevant ainsi un certain nombre de Certificats de Dépôt égal au nombre d'Actions

Qualifiantes. Les Certificats de Dépôt donnent aux Actionnaires Fondateurs concernés le droit d'obtenir, avant l'assemblée générale de la Société, une procuration de vote du dépositaire de vote les autorisant à voter à cette assemblée générale en personne ou par procuration, ou demander à la Fondation de Vote de le faire en leur nom, conformément aux dispositions applicables de la Structure à droit de vote double. Les Actionnaires Fondateurs qui décident de céder tout ou partie de leurs Actions Qualifiantes ou de les désenregistrer (afin de les enregistrer dans un système de compensation par exemple) perdent les Certificats de Dépôt correspondant aux Actions Qualifiantes et les *special voting shares* sous-jacentes détenues par la Fondation de Vote sont transférés sans frais à Cnova. Dans certains cas limités, tels que le transfert d'Actions Qualifiantes par un Actionnaire Fondateur à un cessionnaire qu'il contrôle à 90%, l'acquéreur des Actions Qualifiantes peut recevoir les Certificats de Dépôt correspondant à ces actions, sous réserve des dispositions applicables de la Structure à droit de vote double. En outre, les Actions acquises par les Actionnaires Fondateurs ne leur donnent pas le droit de recevoir de nouveaux Certificats de Dépôt, sauf dans l'hypothèse d'Actions souscrites dans le cadre d'une augmentation de capital – auquel cas Cnova pourra émettre de nouvelles *special voting shares* au profit de la Fondation de Vote. Comme mentionné ci-dessus, les Actionnaires Fondateurs ne peuvent transférer leurs Certificats de Dépôt et la Fondation de Vote ne peut transférer ses *special voting shares*, qu'en faveur de Cnova. Il n'existe aucun Certificat de Dépôt lié aux *special voting shares* auto-détenues par Cnova.

À la suite du Rapprochement, les Certificats de Dépôt détenus par Via Varejo ont été annulés et la Fondation de Vote a transféré sans contrepartie 96 790 798 *special voting shares* à Cnova. L'assemblée générale des actionnaires de Cnova a décidé le 27 octobre 2016 de les annuler. Cette annulation devrait être effective vers le 4 janvier 2017.

À la date des présentes, 314 940 097 *special voting shares* sont émises et en circulation, toutes étant détenues par la Fondation de Vote, et pour lesquelles la Fondation de Vote a émis 314 940 097 Certificats de Dépôt à droit de vote spécial comme décrit ci-dessus.

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société, à la date des présentes, à la suite de la réalisation du Rapprochement.

Actionnaires	**Nombre d'Actions**	**% du capital social**	**Nombre de certificats de dépôt de titres spéciaux à droit de vote**	**Nombre de *special voting shares***	**% de droits de vote**
Casino, Guichard-Perrachon	190 974 069	55,4340 %	190 974 069	0	57,9194 %
Almacenes Exito S.A.[9]	659 383	0,1914 %	659 383	0	0,2000 %
Companhia Brasileira de Distribuicao Netherlands Holding B.V.[10]	117 303 664	34,0497 %	117 303 664	0	35,5764 %
SOUS-TOTAL CONCERT CASINO	***308 937 116***	***89,6751 %***	***308 937 116***		***93,6958 %***
Euris S.A.[11]	2 500 000	0,7257%	0	0	0,3791%
Administrateurs de la Société	147 767[12]	0,0004%	0	0	0,0224%
Autres actionnaires au porteur	26 535 127	7,7023%	0	0	4,0224%
SOUS-TOTAL FLOTTANT	***29 182 894***	***8,4709 %***	***0***	***0***	***4,4254 %***
QE Participações Ltda.	6 002 981	1,7425 %	6 002 981	0	1,8206 %
Autres Actionnaire inscrits au nominatif	384 057	0,1115 %	0	0	0,0582 %
SOUS-TOTAL ACTIONNAIRES NOMINATIFS	***6 387 038***	***1,8540%***	***6 002 981***		***1,8788%***
Fondation de Vote	0	0%	0	314 940 097	0%
TOTAL	**344 507 048**	**100%**	**314 940 097**	**314 940 097**	**100%**

[9] Exito est une filiale de Casino sur laquelle Casino assure un contrôle exclusif. Exito a fait savoir à Casino son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre, et Casino s'est engagé à prendre les mesures nécessaires pour qu'Exito n'apporte pas ses titres à l'Offre.

[10] Companhia Brasileira de Distribuicao Netherlands Holding B.V. est une société holding détenue intégralement par Companhia Brasileira de Distribuicao (CBD), une filiale de Casino sur laquelle Casino assure un contrôle exclusif directement et via Exito. CBD a pris l'engagement de ne pas apporter ses titres à l'Offre, et Casino s'est engagé à prendre les mesures nécessaires pour que CBD n'apporte pas ses titres à l'Offre.

[11] Il est précisé que le contrôle de Monsieur Jean-Charles Naouri sur Casino s'exerce notamment au travers de la société Euris, société qui contrôle indirectement Casino et qui a fait savoir son intention d'apporter ses titres à l'Offre.

[12] Dont 122 200 Actions et 25 567 RS.

Actionnaires	**Nombre d'Actions**	**% du capital social**	**Nombre de certificats de dépôt de titres spéciaux à droit de vote**	**Nombre de *special voting shares***	**% de droits de vote**
Pour information : Titres autodétenus par Cnova en cours d'annulation[13]	*96 790 798*			*97 174 855*	

Sous réserve des actions acquises par Cnova dans le cadre du Rapprochement et en cours d'annulation, Casino et ses filiales Exito et CBD, de même que la société holding dénommée Euris, société par actions simplifiée au capital de 164 806 euros dont le siège social est situé 83, rue du Faubourg Saint-Honoré à Paris (75008), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 348 847 062 (« **Euris** », qui contrôle indirectement Casino), et M. Jean-Charles Naouri (Président-Directeur Général de Casino), directement ou indirectement, n'ont acquis aucune Action au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre le 6 décembre 2016, ni n'ont conclu de contrat ni n'ont acquis d'instrument leur permettant d'acquérir des Actions à leur seule initiative.

2.2 Titres donnant accès au capital de la Société

La Société n'a pas émis de droits, titres, capital ou d'instruments financiers donnant immédiatement ou à terme accès au capital ou aux droits de vote, à l'exception de :

- les 344 507 048 Actions, dont (i) 308 937 116 détenues par Casino, Exito et CBD qui ne sont pas visées par l'Offre et, (ii) 25 567 RS, qui sont des Actions soumises à des restrictions de transfert jusqu'à la fin de leur période d'acquisition et dont l'attribution à des administrateurs indépendants a été approuvée par le Conseil de Cnova le 30 octobre 2014 au titre du Cnova NV 2014 *Omnibus Incentive Plan*. Sur l'intégralité des RS initialement émis, 8 523 n'ont pas encore été définitivement acquis et ne sont donc en théorie pas cessibles d'ici la fin de la période d'Offre. L'Offre vise néanmoins la totalité des RS ;
- 1 290 157 DSU émis par la Société et toujours en vigueur. Ils donneront droit à l'émission à titre gratuit d'une Action par DSU le 20 novembre 2018. L'Offre ne vise pas les DSU dès lors qu'ils ne sont pas cessibles (sauf transmission aux héritiers en cas de décès du titulaire). Par ailleurs, 172 389 DSU détenus par des bénéficiaires français au titre du Sous-Plan Qualifié Français peuvent donner lieu, en cas de décès des titulaires, à attribution anticipée à leurs héritiers d'un nombre maximum de 172 389 Actions, lesquelles sont visées par l'Offre.

2.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de Commerce

Néant.

[13] 97 174 855 *special voting shares* et les 96 790 798 Actions de Préférence de Distribution auto-détenues par Cnova en raison de la Réorganisation dans le seul but d'être annulées. Cette annulation devrait intervenir aux alentours du 4 janvier 2017.

2.4 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance

Le tableau visé au paragraphe 2.1 reflète les participations respectives des principaux actionnaires de la Société, dont Casino et ses filiales (Exito et CBD, ainsi qu'Euris qui contrôle indirectement Casino) à ce jour :

- Casino détient 55,4% du capital et 57,9% des droits de vote
- CBD détient 34% du capital et 35,6% des droits de vote
- Exito détient 0,19% du capital et 0,20% des droits de vote

A l'exception de ces deux actionnaires, la société n'a pas connaissance d'actionnaire qui détiendrait individuellement ou de concert au moins 3% de son capital ou de ses droits de vote.

2.5 Détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Hormis la Structure de droits de vote double décrite plus haut au paragraphe 2.1 du présent projet de note en réponse, il n'y a pas d'actionnaires avec des droits spéciaux de contrôle.

2.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat salarié quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par les salariés

La Société n'a connaissance d'aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

2.7 Accords entre les actionnaires dont la Société a connaissance qui pourraient entraîner des restrictions au transfert de titres ou à l'exercice des droits de vote

Outre ce qui est décrit ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'accords entre actionnaires qui pourraient créer des restrictions au transfert de titres ou à l'exercice des droits de vote.

2.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'aux modifications des statuts de la Société

Les statuts ne prévoient pas de règles spécifiques sur la nomination et le remplacement des administrateurs et sur la modification des statuts de la Société qui pourraient affecter l'Offre.

2.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le Conseil d'administration dispose des pouvoirs suivants, conférés par l'Assemblée Générale des actionnaires de la société réunie le 29 juin 2016:

Nature de l'autorisation	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Date de l'AG octroyant la délégation	Utilisation des autorisations
Rachat de titres	Un prix compris entre zéro et un montant qui n'est pas supérieur à 110% du cours moyen des Actions sur le NASDAQ ou, selon le cas, sur Euronext Paris (le prix moyen du marché étant la moyenne des cours de clôture sur chacun des 10 jours de bourse consécutifs sur le marché pertinent précédant le deuxième jour précédant la date à laquelle l'acquisition est convenue par la Société)	18 mois à compter de l'assemblée générale	29 juin 2016	Néant
Emission d'Actions et de *special voting shares* et attribution du droit d'y souscrire	Jusqu'au montant du capital social autorisé tel que prévu dans les statuts de la Société, soit un montant maximal de 100 millions d'euros	5 ans à compter de l'assemblée générale	29 juin 2016	Néant
Exclusion et limitation des droits de préemption en cas d'émission d'Actions or d'octroi de droits de souscription pour ces Actions	N.A.	5 ans à compter de l'assemblée générale	29 juin 2016	Néant

La Société n'entend pas émettre de nouveaux titres pendant la période d'offre.

2.10 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord significatif conclu par Cnova prévoyant une clause de changement de contrôle ou une clause de nature similaire qui pourrait entraîner la résiliation d'un tel accord du fait de l'Offre. Il est précisé que l'Offre n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle lequel continue d'être assuré par Casino et ses filiales.

2.11 Accords prévoyant une indemnité pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord de cette nature.

3. AVIS MOTIVÉ DU *TRANSACTION COMMITTEE* DE CNOVA

Dans le cadre de la réorganisation, Casino s'est engagé à acheter chaque Action de Cnova en circulation pour un prix par Action de 5,50 USD dans l'offre américaine et pour un montant par Action équivalent en euros dans l'offre française converti au taux de change euro/dollar relevé sur l'index WM/Reuters vers 17 heures (heure de Paris) le jour ouvré suivant la clôture de l'offre arrondi au millième d'euro inférieur, étant

précisé que le montant global versé au titre de chaque ordre d'apport sera arrondi au centime d'euro immédiatement inférieur.

Les membres du *Transaction Committee* de Cnova se sont réunis le 23 novembre 2016 afin de discuter des travaux d'Eight Advisory, en tant qu'expert indépendant, et de l'état de préparation des Offres et, le 1er décembre 2016 aux fins de discuter des conclusions définitives d'Eight Advisory et d'examiner le projet d'Offre.

Avant la réunion du 1er décembre, les membres du *Transaction Committee* de Cnova ont reçu:

- le projet de note d'information préparé par Casino prévoyant les caractéristiques de l'Offre française, comprenant les motifs et intentions de Casino ainsi que les éléments d'appréciation du prix d'offre établi par J.P. Morgan en sa qualité de banque présentatrice ;
- l'attestation d'équité préparée par Eight Advisory au *Transaction Committee* de Cnova en date du 1er décembre 2016, qui conclut qu'à cette date, sur la base et sous réserve des facteurs, des qualifications et des hypothèses énoncés dans l'attestation d'équité et notamment du taux de change €/USD spot au 23 novembre 2016 de 1,06, le prix de 5,50 USD par Action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Cnova N.V. L'attestation d'équité rappelle par ailleurs, à titre d'information que dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire régi par le droit néerlandais à la suite de l'Offre, le prix de 5,50 USD par Action, ainsi que l'appréciation par Eight Advisory de son caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre constituent des éléments de référence importants pour déterminer le prix équitable d'un éventuel Retrait Obligatoire initié à la clôture de l'Offre ;
- Le projet de note en réponse préparé par Cnova ;

Le *Transaction Committee* de Cnova a également pris note du fait que Cnova n'a jamais établi un comité (central ou Européen) d'entreprise (*centrale of 'Europese*) *ondernemingsraad*), n'est pas en cours d'établissement d'un tel comité d'entreprise et n'a pas l'obligation d'établir un comité d'entreprise conformément aux règles impératives de la loi sur les comités d'entreprise (*Wet op de Ondernemingsraden*).

Sur la base de ce qui précède, le *Transaction Committee* de Cnova, composé de MM. Silvio Genesini, Bernard Oppetit (deux administrateurs non exécutifs indépendants) et Emmanuel Grenier (Directeur exécutif et directeur général), qui est l'organe compétent en droit néerlandais pour donner un avis motivé à propos des Offres et faire une recommandation à propos des Offres, a adopté à l'unanimité l'avis motivé ci-dessous.

Le *Transaction Committee* de Cnova a consulté ses conseils juridiques et financiers et a considéré un nombre significatif d'aspects non financiers et des bénéficies et avantages potentiels associés aux Offres et après délibération, a considéré que:

« *Sur le plan financier :*

- *Le prix d'offre de 5,50 $ US par Action représente:*
  - *une prime de 10% par rapport au prix retenu pour la Société dans le cadre de l'opération de transfert de Cnova Brésil à Via Varejo, finalisée le 31 octobre 2016 ;*

- *une prime de 23%[14] par rapport à la valeur centrale issue de la méthode des flux de trésorerie actualisés, telle que ressortant des travaux menés par Eight Advisory ;*
- *une prime comprise entre 15%[14] et 73%[14] par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des multiples boursiers conduite par Eight Advisory, présentée à titre secondaire ; et*
- *une prime de 88%[15] sur le cours spot au 31 mars 2016 (date pré-rumeurs[16]), une prime de 63%[15] sur le cours spot au 11 mai 2016 (veille du communiqué de presse de la Société présentant les modalités financières du rapprochement de Nova et Via Varejo ainsi que de la présente Offre), et une prime de 2%[15] sur le cours spot au 28 octobre 2016.*
- *Le prix de l'Offre est déterminé sur la base d'un prix de 5,50 $ US, converti à un taux de change spot au jour ouvré suivant la clôture de l'Offre ;*

- *L'expert indépendant nommé par le Transaction Committee a considéré que le prix de l'Offre représente une prime sur tous les critères d'évaluation pris en compte;*
- *En outre, compte tenu du fait que Casino se réserve le droit de procéder à un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires après l'Offre si les conditions sont remplies au regard du droit néerlandais et que, selon le droit néerlandais, le prix du retrait obligatoire sera déterminé par la Cour des entreprises d'Amsterdam et peut être égal ou non au prix de l'Offre. L'expert indépendant considère que le prix de l'Offre de 5, 50 $ US constituera un élément de référence important en vue d'un éventuel Retrait Obligatoire initié à la clôture de l'Offre ;*
- *Il n'y a pas de synergies futures significatives résultant du Rapprochement pour Cnova, qui doivent être pris en considération pour l'évaluation du prix de l'Offre. Néanmoins, dans un scénario de succès de l'Offre NASDAQ (nombre d'actionnaires réduit à moins de 300) suivi de la mise en oeuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire et/ou de Rachat, la Société serait en mesure d'économiser les frais liés à ses obligations de reporting SEC, ainsi que les frais de cotation et de conseil associés. La Société a indiqué que les économies de coûts correspondantes représenteraient environ 4,9 m€ en année pleine avant impôt;*
- *En tenant compte de la modification du profil commercial et financier de Cnova résultant du Rapprochement et de son recentrage sur le marché français, les minoritaires de Cnova auront la possibilité d'apporter leurs Actions aux Offres et de recevoir ainsi un paiement en numéraire avec une prime attrayante ;*
- *CBD s'est engagée vis-à-vis de Casino à ne pas apporter ses Actions aux Offres, et Exito a indiqué qu'elle n'avait pas l'intention d'apporter ses Actions*

[14] Calculs fondés sur les valeurs issues des travaux d'Eight Advisory en euros, converties en dollars sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016, soit 1,06

[15] Calculs fondés sur le cours de bourse Euronext, pondéré par les volumes *intraday* de la Société, convertis en USD sur la base des taux de change euro/USD quotidiens.

[16] Telle que retenue par Eight Advisory dans ses travaux.

aux Offres ;

- *les accords entre Casino et CBD, concernant notamment la future gouvernance de Cnova et la liquidité future de la participation de la CDB dans Cnova, n'accordent pas à CBD un avantage qui serait supérieur au prix de l'offre ;*

Sur le plan opérationnel et social :

- *Les Offres ne donneront pas lieu à un changement de contrôle de Cnova, qui est déjà contrôlée par Casino;*
- *Casino a indiqué qu'il n'a pas actuellement l'intention de changer le centre de son activité Cdiscount à Bordeaux;*
- *Casino a indiqué à Cnova qu'elle considère qu'un élément clé de la réussite de Cnova est de préserver et développer le talent et les capacités intellectuelles du personnel de Cnova. Dans ce contexte, Casino n'a pas l'intention de modifier les stratégies en matière d'emploi.*
- *Les modalités des mécanismes incitatifs accordés aux salariés sous la forme de DSU et de SAR ne seront pas modifiées par les Offres. Si, à la suite des Offres, Casino décide de procéder à un retrait obligatoire des actionnaires et / ou à la radiation de la côte des Actions, le conseil d'administration de Cnova pourra décider d'apporter des ajustements aux conditions des DSU et des SAR pour prendre en compte ces nouvelles circonstances, en tenant compte du fait que ces mécanismes ne peuvent pas être acquis avant novembre 2018 ;*
- *Dans le cadre du Rapprochement, le Transaction Committee de Cnova a décidé de modifier les DSU et les SAR dont bénéficient trois employés de Cnova Brazil transférés au groupe Via Varejo à la suite du Rapprochement, afin que la valeur de ces titres d'appréciation soit indexée, à compter de la date d'exécution de l'accord de Rapprochement, sur l'évolution du cours de l'action des unités Via Varejo. La valeur des instruments incitatifs dont bénéficient ces salariés, ajustée par le Transaction Committee, était égale à la valeur de leurs DSU et SAR compte tenu du cours de l'action de Via Varejo le 8 août 2016, et de la valeur de l'*Action *retenue aux fins du Rapprochement, soit 5,00 USD par Action.*

Concernant les éléments négatifs :

Le Transaction Committee de Cnova a également examiné divers risques et autres facteurs potentiellement négatifs concernant les offres, notamment les suivants:

- *La relation de direction entre Cnova et Casino, y compris l'implication substantielle de Casino dans les processus décisionnels stratégiques de Cnova, notamment en ce qui concerne les Opérations;*
- *Le fait que le prix de l'offre est inférieur au prix auquel les Actions ont été initialement offertes au public, moins de trois ans avant la date de la présente offre d'achat;*
- *Le fait que l'apport d'Actions contre des espèces au titre de l'une ou l'autre offre sera généralement une opération imposable aux fins de l'impôt fédéral américain et peut également constituer une opération imposable en vertu des lois d'autres juridictions ;*
- *Le fait que certains administrateurs et membres de la direction de Cnova*

puissent avoir des intérêts dans les Opérations qui soient différents ou complémentaires de ceux des Actionnaires ; et

- *La possibilité que la clôture des offres soit retardée pour des raisons indépendantes de la volonté de Cnova.*

<u>Concernant les facteurs ignorés</u> :

Au cours de l'adoption de ses décisions visant à recommander aux actionnaires d'accepter les Offres et d'apporter leurs Actions aux Offres, le Transaction Committee de Cnova n'a pas tenu compte de la valeur liquidative de Cnova, parce qu'il considère que (i) Cnova est une entreprise viable, (ii) les ventes de « liquidation » se traduisent généralement par des valeurs nettement inférieures à celles des valeurs d'entreprise en exploitation; (iii) la détermination d'une valeur liquidative est irréalisable compte tenu du risque d'exécution important et (iv) Cnova continuera d'exploiter une partie substantielle de son activité de commerce électronique à la suite des Opérations. Au vu de ce qui précède, le Transaction Committee de Cnova n'a pas considéré la valeur liquidative comme une méthodologie pertinente. En outre, le Transaction Committee de Cnova n'a pas considéré la valeur nette comptable, qui est un concept comptable, comme une donnée à prendre en compte car il a estimé que cela n'était pas un indicateur significatif de la valeur de Cnova en tant qu'entreprise en activité mais plutôt indicatif des valeurs historiques, qui seront sensiblement différentes des valeurs réelles sur une base de continuité de l'activité à Cnova après la réalisation des Opérations.

De plus, le Transaction Committee de Cnova n'a pas spécifiquement pris en considération le prix à payer par Casino en vertu des Offres ou la valeur à recevoir par Cnova en vertu du Rapprochement par rapport au prix payé pour les achats d'actions par Casino et ses sociétés affiliées dans le cadre d'opérations réalisées au cours des deux précédentes années, parce que ces opérations ont été effectuées au plus tard lors de l'introduction en bourse de Cnova, c'est-à-dire avant le déclin de la capitalisation boursière de Cnova reflétant les difficultés auxquelles est confrontée Cnova Brésil depuis 2015, en ce compris une mauvaise performance opérationnelle et une enquête interne, qui ont entraîné une perte nette de 123 millions d'euros au deuxième trimestre 2016.

Enfin, le Transaction Committee de Cnova a retenu que les méthodes suivantes avaient été exclues du rapport d'Eight Advisory :

- *actif net comptable et actif net réévalué*
- *méthode du rendement ;*
- *multiples observés lors de transactions comparables.*

<u>Concernant le financement des Offres</u> :

Casino estime à environ 195,6 millions de dollars le montant nécessaire pour acquérir, dans le cadre des Offres, les 35,7 millions d'Actions que Casino et ses filiales ne détiennent pas encore directement ou indirectement. Casino financera l'acquisition des Actions dans le cadre des Offres avec des liquidités déjà disponibles. Par conséquent, le financement des Offres n'est soumis à aucune condition. »

<u>Concernant les garanties procédurales mises en œuvre dans la négociation des Opérations</u> :

Le Transaction Committee de Cnova a également examiné un certain nombre de facteurs liés aux garanties procédurales mises en œuvre dans la négociation des Opérations, notamment celles détaillées ci-dessous, qui ont selon lui renforcé la pertinence de leurs décisions et l'assurance de l'équité des Opérations pour Cnova, ses actionnaires et les autres parties prenantes soit assurée:

- *la création du Transaction Committee de Cnova, composé d'une majorité d'administrateurs non affiliés à Casino, CBD ou Via Varejo, et le processus suivi par le Transaction Committee de Cnova;*
- *le fait que le Transaction Committee de Cnova ait obtenu des conseils juridiques sur les opérations de la part Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, engagé à titre de conseil juridique indépendant auprès du Transaction Committee de Cnova;*
- *le fait que, au moment où les Opérations ont été soumises au vote de l'assemblée générale des actionnaires de Cnova, permettant à tous les actionnaires de discuter et de poser des questions sur les Opérations avant de voter en leur faveur, ces actionnaires ont été informés des termes de l'Offre, en ce compris le prix devant être proposé;*
- *le fait que le Transaction Committee de Cnova a pris note des conclusions d'Eight Advisory en tant qu'expert indépendant et a reçu son attestation d'équité sur les Offres;*
- *le fait que le Transaction Committee de Cnova s'est réuni à de nombreuses reprises au cours des négociations avec Casino pour examiner les conditions du projet d'Offres;*
- *le fait que, en ce qui concerne le processus décisionnel du Transaction Committee de Cnova, le Transaction Committee de Cnova a reçu des conseils financiers et juridiques approfondis concernant la Réorganisation et les Offres;*
- *le fait que le Transaction Committee de Cnova, représentant le Conseil de Cnova et composé d'administrateurs non affiliés à Casino, était au courant des relations existantes entre Cnova, Via Varejo et Casino et pouvait prendre ces relations en considération pour approuver les Opérations, y compris les Offres en vue de les recommander dans les conditions prévues; et*
- *le soutien unanime des Opérations de tous les membres du Transaction Committee de Cnova.*

<u>En conclusion</u>

Compte-tenu de ce qui précède, le Transaction Committee de Cnova, représentant le Conseil de Cnova, après consultation de ses conseils juridiques et financiers, lors de sa réunion du 1er décembre 2016, après avoir examiné de manière détaillée les mérites, avantages et inconvénients des Offres a conclu à l'unanimité que : (i) le prix offert par Casino reflète la pleine et juste valeur des Actions dans la perspective des Offres (ii) a déterminé que les Offres sont dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et toutes les autres parties prenantes, (iii) a déterminé que les Offres sont équitables, recommandables et dans l'intérêt des actionnaires de Cnova non affiliés à Casino, (iv) a décidé de soutenir pleinement les Offres et recommander aux actionnaires de Cnova d'accepter les Offres et d'apporter leurs Actions aux Offres. »

L'avis motivé du *Transaction Committee* de Cnova est extrait du document d'information des actionnaires « *Position Statement* » en langue anglaise qui sera distribué vers le 22 décembre 2016, et qui sera disponible sur le site internet de la Société (http://www.cnova.com/en/), en prévision de l'assemblée générale de Cnova convoqué pour le 13 janvier 2017, au cours de laquelle une information sur les Offres sera fournie aux actionnaires.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A l'issue du Rapprochement, M. Estermann, administrateur et Président du conseil d'administration, par ailleurs Directeur Général de Via Varejo, a démissionné de ses fonctions chez Cnova. Le conseil d'administration est désormais composé comme suit :

- Antoine Giscard d'Estaing, nommé Président du Conseil d'administration le 17 novembre 2016 ;
- Didier Lévêque, Vice-Présient ;
- Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, Vice-Présient ;
- Eleazar de Carvalho Filho ;
- Silvio J. Genesini ;
- Bernard Oppetit ;
- Arnaud Strasser ;
- Emmanuel Grenier ; et
- Yves Desjacques.

Casino et sa filiale CBD ont l'intention de désigner à l'occasion de l'assemblée générale qui se tiendra le 13 janvier 2017, un représentant de CBD, Monsieur Christophe José Hidalgo, en qualité de nouvel administrateur, conformément à la Lettre d'Engagement Casino-CBD, de sorte que les engagements au titre de celle-ci en matière de gouvernance soient respectés. A l'occasion de cette même assemblée générale, Monsieur Didier Lévêque démissionnera de son mandat d'administrateur.

Les membres du Conseil de Cnova suivants détiennent des Actions ou des RS dans les quantités détaillées dans le tableau ci-dessous:

Administrateur	**Actions**	**RS**	
		Nombre de RS acquis avant la période d'Offre	**Nombre de RS qui seront acquis après la période d'Offre**
Bernard Oppetit	120 000	5 714	2 857
Silvio Genesini	n/a	5 665	2 833
Eleazar de Carvalho Filho	n/a	5 665	2 833

Antoine Giscard d'Estaing	2 200	n/a	n/a

Ces administrateurs ont exprimé leur intention d'apporter à l'Offre leurs Actions et/ou RS selon le cas.

5. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

EIGHT ADVISORY

Cnova N.V.

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Casino, Guichard-Perrachon sur les actions de la société Cnova N.V.

1er décembre 2016

La société Cnova N.V. (la « Société », ou « Cnova ») a mis en place le 3 mars 2016 un comité ad hoc (le « *Transaction Committee* »), constitué des membres indépendants de son Conseil d'Administration, chargé d'analyser la réorganisation des activités brésiliennes de Cnova (« Nova »). Pour information, et comme nous le présentons au § 1.1, cette réflexion s'est traduite par deux opérations envisagées simultanément, directement liées l'une à l'autre, et annoncées conjointement le 12 mai 2016 :

- le transfert de Nova à une filiale de Via Varejo S.A. (« Via Varejo » ou « VV »), autre société brésilienne du Groupe Casino ;
- le lancement subséquent d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Casino, Guichard-Perrachon sur les titres Cnova cotés sur Euronext (l'« Offre » ou l'« Offre Euronext »).

Nous avons été désignés le même jour en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable (i) de la parité envisagée pour le rapprochement de Nova et de Via Varejo, puis (ii) des conditions offertes par la société Casino, Guichard-Perrachon (l'« Initiateur » ou « Casino », et ensemble avec ses filiales, « Groupe Casino » ou le « Groupe ») aux actionnaires de la Société dans le cadre d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (l' « OPAS » ou l'« Opération ») sur les actions de la Société.

Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'OPAS initiée par le Groupe Casino, dont le prix s'élève à 5,50 US$[1] par action (dont la contrevaleur s'établit, à titre illustratif, à 5,19 € par action, sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016, soit 1 € = 1,06 US$). Pour information, parallèlement à la présente OPAS, une offre sera également initiée par Casino aux Etats-Unis (l'« Offre NASDAQ »), les actions de la Société étant également cotées sur le NASDAQ, au prix de 5,50 US$ par action. L'Offre Euronext et l'Offre NASDAQ constituent ensemble, les Offres.

Nos conclusions sur la parité retenue pour le rapprochement de Nova et de Via Varejo ont été rendues publiques et sont disponibles sur le site de la *Security Exchange Commission* (SEC)[2].

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société.

Il nous appartenait de nous prononcer sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires de la Société. Pour ce faire, nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son Instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des Recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au paragraphe 2 de notre rapport et détaillées en Annexe 5.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité des comptes de la Société, ni d'une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ces types d'intervention. Elle n'avait donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve sur les comptes annuels clos au 31 décembre 2015. Les comptes semestriels au 30 juin 2016 ont quant à eux fait l'objet d'un examen limité qui n'a pas soulevé de commentaires particuliers.

Nos travaux reposent sur certaines informations financières prospectives communiquées par la Société, en particulier le plan d'affaires. Ce plan d'affaires a été préparé par le management de Cnova et relève de sa seule responsabilité. Si nous avons analysé le fondement, la cohérence et le caractère raisonnable des hypothèses retenues, il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur leur exactitude. Nous soulignons ici que les prévisions opérationnelles et financières sur lesquelles un plan d'affaires

[1] Le prix de l'Offre en euros correspondra à la contrevaleur en euros de 5,50 US$, convertis au taux de change €/US$ relevé sur l'indice WM/Reuters vers 17 heures (heure de Paris) le jour ouvré suivant la clôture de l'Offre, arrondi au millième d'euro inférieur.
[2] SEC : Security Exchange Commission, document 13-E3 : https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1609653/000156761916002954/s001395x2_ex99a2.htm.

s'appuie sont par nature incertaines et dépendent de facteurs qui sont, pour partie, exogènes. En parallèle, les prévisions portant sur plusieurs années, il convient de souligner que l'incertitude et le manque de visibilité s'accroissent pour chaque année de projection supplémentaire. Ce point est particulièrement important s'agissant du secteur du e-commerce puisque celui-ci connaît une croissance soutenue mais aussi des évolutions très rapides. Par conséquent, nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que les performances réelles de Cnova au cours des prochains exercices pourraient différer, éventuellement de manière significative, des prévisions sur lesquelles nos travaux reposent.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérifications particulières.

1 Présentation de l'Offre 6
1.1 Contexte et termes de l'Offre 6
1.1.1 Phase 1 de l'Opération - Transfert de l'activité brésilienne 6
1.1.2 Phase 2 de l'Opération – Offre sur les titres Cnova non détenus 7
1.1.3 Synthèse de nos travaux relatifs à la phase 1 de l'Opération 7
1.2 Sociétés concernées par l'Offre 8
1.2.1 Casino, Guichard-Perrachon : société initiatrice 8
1.2.2 Cnova N.V. : société objet de la présente Offre 9
1.2.2.1 Organigramme post réorganisation brésilienne 10
1.2.2.2 Historiques de la Société et de Cdiscount 10
1.2.2.3 Un « pure player » avec deux modèles de développement 11
1.2.2.4 Un marché français en croissance et très concurrentiel 13
1.2.2.5 Matrice d'analyse SWOT 14
1.2.2.6 Performance et profil financiers 15
2 Diligences effectuées 20
3 Evaluation des actions de la société Cnova N.V. 21
3.1 Méthodes d'évaluation écartées 21
3.1.1 Actif net comptable (ANC) 21
3.1.2 Actif net réévalué (ANR) 21
3.1.3 Méthode du rendement 21
3.1.4 Multiples observés lors de transactions comparables 21
3.2 Méthodes d'évaluation retenues 22
3.2.1 Impact des spécificités de Cnova sur la mise en œuvre des méthodes retenues 22
3.2.2 Eléments communs aux méthodes 23
3.2.3 Références aux dernières transactions sur le capital (à titre principal) 26
3.2.4 Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal) 26
3.2.5 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire) 33
3.2.6 Références au cours de bourse et aux objectifs de cours (à titre secondaire) 35
4 Valorisation des économies de coûts potentielles liées à l'Opération 40
4.1 Présentation des économies de coûts potentielles 40
4.2 Valorisation des économies de coûts potentielles 40
5 Analyse des accords connexes 41
6 Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la Note d'information 42
6.1 Sur les méthodes écartées 42
6.2 Sur les méthodes retenues 42
6.3 Sur les données financières 43
6.3.1 Nombre de titres retenus 43
6.3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres 43
6.4 Analyse du cours de bourse 43
6.5 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) 44

6.5.1 Prévisions retenues 44
6.5.2 Valeur terminale et croissance à long terme 44
6.5.3 Taux d'actualisation 45
6.5.4 Résultats 46
6.6 Méthode des comparables boursiers 46
6.6.1 Méthodologie retenue 46
6.6.2 Résultats 47
6.7 Analyse complémentaire sur les économies de coûts liées à l'Opération 47
7 Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert 48
7.1 Synthèse de nos travaux en Euros 48
7.2 Synthèse de nos travaux en Dollars américains 49
7.3 Attestation sur le caractère équitable 50
Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S. 52
Annexe 2 : Déclaration d'indépendance 52
Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle 52
Annexe 4 : Rémunération 53
Annexe 5 : Diligences 53
Annexe 6 : Principaux entretiens réalisés 54
Annexe 7 : Calendrier 54
Annexe 8 : Informations utilisées 55
Annexe 9 : Equipe 56
Annexe 10 : Analyse de comparabilité des sociétés du secteur 57
Annexe 11 : Cdiscount – Méthode par les flux de trésorerie actualisés – Modèle DCF 58

1 Présentation de l'Offre

1.1 Contexte et termes de l'Offre

Cnova est une société à responsabilité limitée de droit néerlandais créée le 30 mai 2014 pour réunir les activités de e-commerce :

- du Groupe Casino en France ainsi que dans certains pays émergents, regroupées sous l'entité Cdiscount, et
- de filiales brésiliennes du Groupe Casino (Via Varejo et Companhia Brasileira de Distribuição, ci-après « CBD » ou « GPA »), regroupées sous l'entité Nova.

Cnova a été introduite sur le NASDAQ le 20 novembre 2014 puis a fait l'objet d'une cotation sur Euronext Paris à partir du 23 janvier 2015.

En raison des difficultés opérationnelles et financières rencontrées par Nova tout au long de l'exercice 2015, les équipes de management de Casino et de Cnova ont initié à partir de décembre 2015 une réflexion sur une réorganisation de la Société, et en particulier sur le rapprochement de Nova et de Via Varejo. Le 12 mai 2016, le Groupe Casino et Cnova ont annoncé leur intention de procéder à une opération (« l'Opération ») en deux phases :

- Phase 1 : le transfert de Nova à Via Varejo ;
- Phase 2 : une fois ce transfert approuvé par les Assemblées Générales respectives de Via Varejo et Cnova, le lancement d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Casino au prix de 5,50 US$ par action, portant sur l'ensemble des titres Cnova non détenus directement ou indirectement par l'Initiateur et CBD.

Cette phase 2 est motivée par la volonté du Groupe Casino d'offrir une fenêtre de liquidité à des actionnaires qui ont investi dans un groupe de e-commerce international et qui ne souhaitent pas demeurer au capital de la Société une fois le transfert de Nova à Via Varejo réalisé.

1.1.1 *Phase 1 de l'Opération - Transfert de l'activité brésilienne*

Après plusieurs mois de négociations, Via Varejo et Cnova ont convenu le 8 août 2016 d'un Accord de Rapprochement (*Reorganization Agreement*) aux termes duquel il était prévu que 100% des titres Nova soient transférés par Cnova à une filiale de Via Varejo, en échange de :

- 21,9% des actions ordinaires de Cnova détenues par Via Varejo ;
- une soulte de 16,5 mR$ (réals brésiliens), sous réserve des ajustements de closing.

Il a également été convenu que Nova rembourserait le montant dû au titre des prêts qu'elle a souscrit auprès de Cnova et sa filiale Cnova Finança ainsi que l'ensemble des intérêts dus. Le total dû s'élevait au 31 octobre 2016 à 527,0 mR$.

Ce transfert a été approuvé le 13 septembre 2016 par l'Assemblée Générale de Via Varejo, puis par 99,99% des voix des actionnaires de Cnova lors de l'Assemblée Générale qui s'est tenue le 27 octobre 2016. Il a été réalisé le 31 octobre 2016.

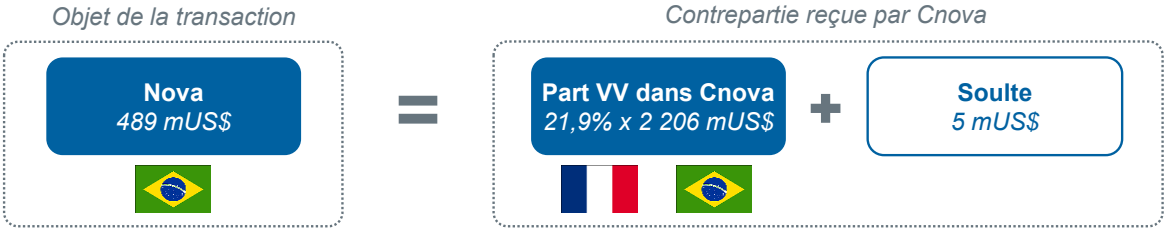
1.1.2 *Phase 2 de l'Opération – Offre sur les titres Cnova non détenus*

Une fois obtenue l'approbation de la réorganisation des activités brésiliennes de Cnova par l'Assemblée Générale, le Groupe Casino a pu lancer la deuxième phase de l'Opération, à savoir la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur l'ensemble des titres en circulation non détenus directement ou indirectement par l'Initiateur au prix de 5,50 US$ par action.

1.1.3 *Synthèse de nos travaux relatifs à la phase 1 de l'Opération*

Comme mentionné en introduction, nous avons rendu notre avis définitif aux membres du *Transaction Committee* le 8 août 2016. En synthèse, nos conclusions relatives à l'appréciation de la parité offerte dans le cadre du transfert de Nova à Via Varejo étaient les suivantes :

- Les termes de la parité définie sur la base des niveaux de valorisation arrêtés par les parties (489 mUS$ pour 100% des titres Nova, 2 206 mUS$ pour 100% des titres Cnova) ont été correctement définis.



Note : montants ci-dessus fondés sur un taux de change US$/R$ de 3,28 (au 5 août 2016)

- Sur la base des niveaux de valorisation ressortant de nos propres travaux (344 mUS$ pour 100% des titres Nova, 1 803 mUS$ pour 100% des titres Cnova), nous avons constaté l'existence d'une prime offerte aux actionnaires de Cnova de 56 mUS$:

Note : montants ci-dessus fondés sur un taux de change US$/R$ de 3,31 (moyenne 1 mois au 19 juillet 2016)

Nos analyses nous ont permis d'établir que la prime sur la valeur dite *standalone* de Nova atteignait 16% et représentait 29% des synergies estimées attribuables à Nova.

Nous avons pu de ce fait conclure que la parité retenue pour le transfert de Nova à Via Varejo était équitable pour les actionnaires de Cnova du point de vue financier[3].

[3] SEC : *Security Exchange Commission*, document 13-E3 : https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1609653/000156761916002954/s001395x2_ex99c1.htm

1.2 Sociétés concernées par l'Offre

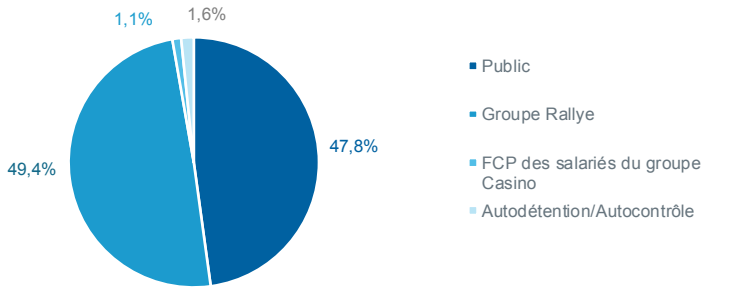
1.2.1 *Casino, Guichard-Perrachon : société initiatrice*

Casino, Guichard-Perrachon, avec ses filiales, est un groupe de distribution français fondé en 1898. Avec 15 344 magasins, le Groupe Casino est l'un des leaders de la distribution alimentaire en Europe et dans le monde.

Les actions du Groupe sont cotées sur le compartiment A du NYSE Euronext Paris. Au 31 décembre 2015, son capital est constitué de 113 197 686 actions, détenues à hauteur de :

- 49,4% par le Groupe Rallye (hors impact de l'*equity swap* dénouable au plus tard le 31 juillet 2018), lui-même détenu au 31 décembre 2015 à 55,3% par la foncière Euris, société détenue par Jean-Charles Naouri ;
- 1,1% par ses salariés ;
- 1,6% par le Groupe lui-même (autocontrôle) ; et
- 47,8% par les autres actionnaires du Groupe (flottant).

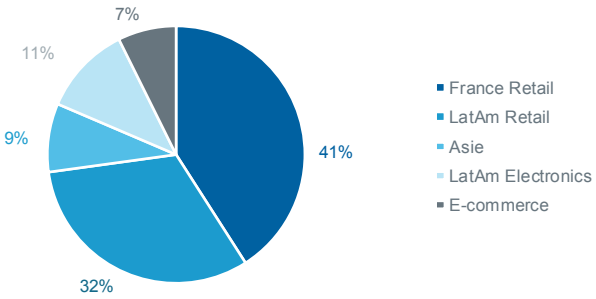
Répartition du capital du Groupe Casino au 31 décembre 2015



Source : Casino

Le Groupe, spécialisé dans la distribution de produits alimentaires, opère également sur le segment du non-alimentaire. Son chiffre d'affaires s'est élevé en 2015 à 46,1 md€.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 du Groupe Casino



Source : Casino

En France, le Groupe a développé un modèle multi-format, multimarque et multicanal en s'appuyant sur plusieurs enseignes : Géant (hypermarchés), Casino (supermarchés), Monoprix (supermarchés urbains), Leader Price (discount), Casino Shop, Franprix, Leader Price Express, Spar et Vival (commerces de proximité), ainsi que Cdiscount, l'un des leaders français du e-commerce.

Le Groupe dispose de positions de leader au Brésil avec CBD (sous l'enseigne Grupo Pao de Acucar) et Via Varejo, ainsi qu'en Colombie avec Grupo Éxito. Il a entamé depuis 2015 une réorganisation de

ses activités en Amérique du Sud, notamment avec l'acquisition par Exito de 50% des actions avec droit de vote de GPA et de 100% de Libertad S.A., une société argentine spécialisée dans la distribution de produits alimentaires.

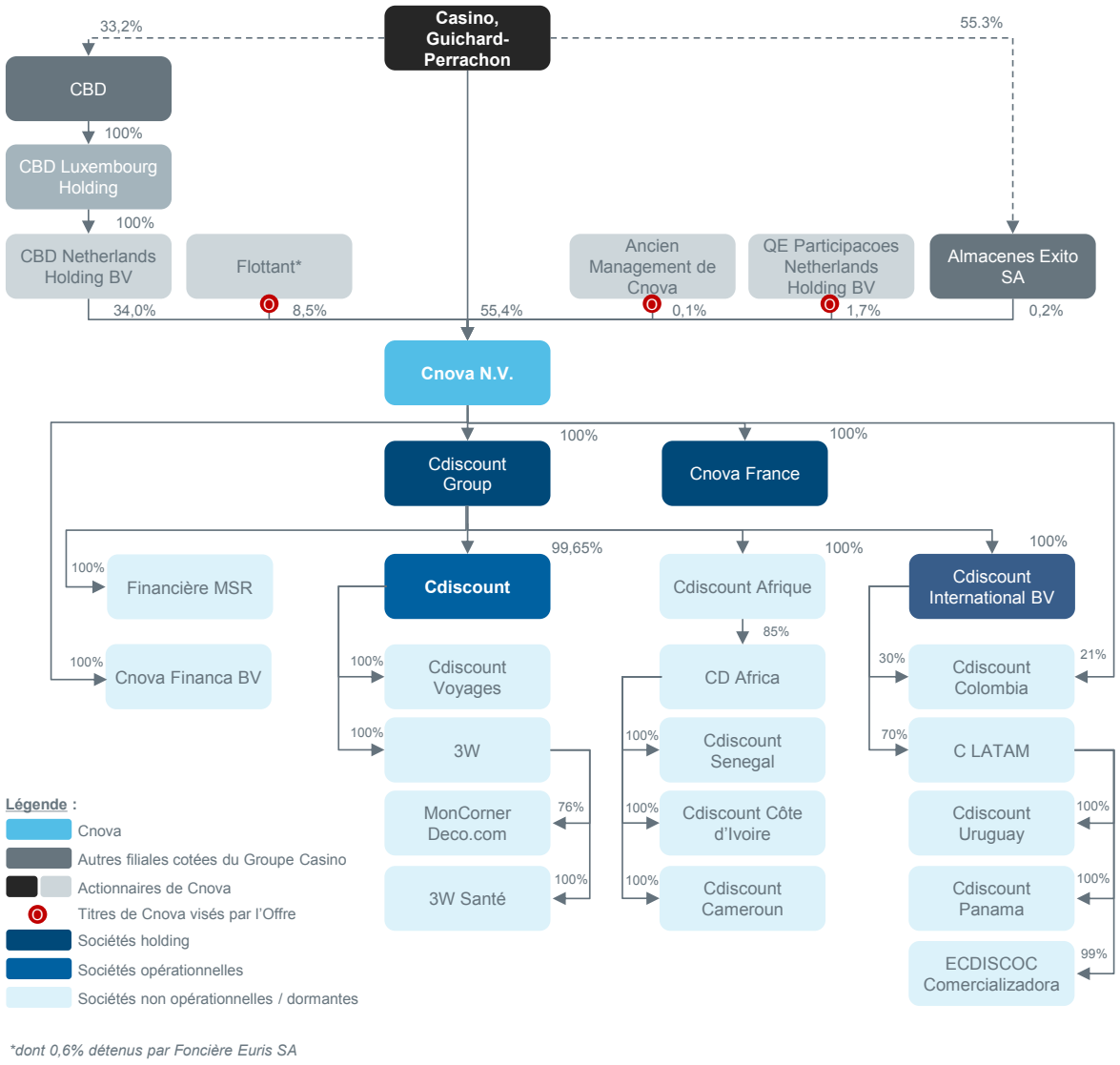
1.2.2 *Cnova N.V. : société objet de la présente Offre*

Cnova est une société de droit néerlandais dont le siège social est sis Schiphol Boulevard 273, 1118 BH Schiphol, Pays-Bas.

Son capital social est constitué de 441 297 846 actions, dont 96 790 798 actions anciennement détenues par Via Varejo, et devenues autocontrôlées à l'issue de la phase 1 de l'Opération. En vertu du droit néerlandais en vigueur, ces actions pourront être annulées par la Société à l'issue d'une période de deux mois à compter de la finalisation de la phase 1 de l'Opération. A ce titre, et en accord avec la pratique de place concernant le traitement d'actions autocontrôlées, nous avons fondé nos travaux sur un nombre d'actions reflétant la situation après annulation de ces actions auto-détenues, soit 344 507 048 actions.

Le capital social de la Société est constitué d'actions d'une valeur nominale de 0,05 euros. Elle a été introduite en bourse au NASDAQ le 20 novembre 2014 et sur le compartiment A du marché Euronext Paris le 23 janvier 2015 (code ISIN NL0010949392 CNV).

1.2.2.1 *Organigramme post réorganisation brésilienne*



**dont 0,6% détenus par Foncière Euris SA*

Source : Société

1.2.2.2 *Historiques de la Société et de Cdiscount*

Comme indiqué précédemment, Cnova est issue du rapprochement en mai 2014 des activités de e-commerce regroupées sous les entités Nova et Cdiscount. Depuis le 31 octobre 2016, date de réalisation du rapprochement de Nova et de Via Varejo, l'activité de Cnova n'intègre plus que les activités de e-commerce regroupées sous Cdiscount ainsi que les fonctions de holding assurées au niveau de Cnova.

Créée en 1998, Cdiscount est une société française basée à Bordeaux initialement spécialisée dans la vente en ligne de disques et autres produits culturels à prix discount. Casino a acquis en 2000 une participation de 60% dans Cdiscount et contrôle aujourd'hui la société à 100%.

Cdiscount s'est développée selon plusieurs axes stratégiques. La société a d'abord élargi son portefeuille de produits distribués, à l'électronique grand public en 2001, aux spiritueux en 2004, aux produits de beauté en 2009, ou encore aux meubles en 2011. Cdiscount a également lancé en 2011 son offre *Marketplace*, ainsi que des sites tests spécialisés sur d'autres catégories (produits de santé et de beauté, décoration d'intérieur et bricolage, habillement, etc.). Enfin, l'expansion internationale a été poursuivie sur cette période.

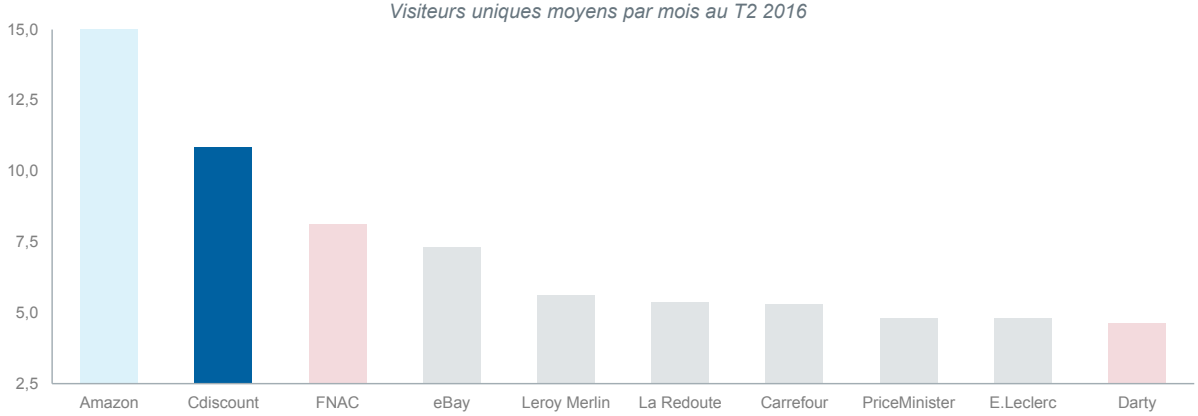
Depuis 2015, une rationalisation du portefeuille d'activités de Cdiscount a été engagée. Au 30 septembre 2016, tous les sites spécialisés ont été fermés de même que les entités étrangères (à l'exception de la Côte d'Ivoire, pays sur lequel une réflexion stratégique est en cours).

1.2.2.3 *Un « pure player » avec deux modèles de développement*

« *Pure player* » du e-commerce, Cdiscount est un acteur généraliste, avec près de 19 millions de références vendues à 7,9 millions de clients actifs[4]. Les principales catégories de produits incluent les appareils ménagers, l'électronique, l'informatique grand public et les meubles.

En date de nos travaux, Cdiscount opère quasi-exclusivement sur le marché français dont il est un des leaders : Cdiscount.com est le deuxième site de e-commerce le plus visité en France.

Top 10 des sites de e-commerce les plus visités en France
Visiteurs uniques moyens par mois au T2 2016



Source : FEVAD

[4] Résultats du 3ème trimestre 2016

Des activités structurées autour de deux modèles distincts

Les activités de Cdiscount se développent à travers deux modèles distincts qui ont des caractéristiques financières très différenciées : les ventes directes et la *Marketplace*.

Modèle	Ventes directes	Marketplace
Clients	Acheteurs	Vendeurs
Prestations	Achat, stockage, paiement	Hébergement d'annonces, paiement, services
Volume d'affaires 2015 (GMV B2C hors taxes)	1 579 m€	596 m€
Nature du chiffre d'affaires	Prix net de vente de produits et services (livraison, etc.)	Commissions et abonnements
CA 2015	1 579 m€	74 m€
Marge brute	CA (-) Achats	CA (pas d'achats de produits)
BFR opérationnel	Stocks, créances clients, dettes fournisseurs	Créances clients, dettes fournisseurs (services)

Source : Société

Note : chiffre d'affaires 2015 présenté hors CA « autres » (publicité, services de livraison, etc.)

L'activité de vente directe consiste en l'achat-revente de produits via le site Cdiscount.com. Les équipes de Cdiscount achètent des produits à 1 500 fournisseurs[5], les stockent (sur une durée moyenne de 1,6 mois[5]) et les revendent via le site avec d'autres services tels que les facilités de paiement ou la livraison.

L'activité de *Marketplace* permet à des vendeurs tiers de réaliser des transactions sur ce même site. Cdiscount, qui héberge les annonces de ces vendeurs tiers, prélève une commission sur les ventes réalisées et leur facture un abonnement. Cdiscount développe une offre de prestations de services pour les vendeurs au titre de la logistique et de la livraison, de la visibilité des annonces sur le site et d'autres services. Cette activité présente l'avantage d'augmenter le nombre de références vendues sans avoir à acheter ces produits. Elle connaît une très forte croissance, qui est mécaniquement relutive en termes de marges.

Un positionnement différenciant, résultant d'avantages concurrentiels propres à Cdiscount

Cdiscount a pour objectif de proposer à ses clients les meilleurs prix du marché. Pour atteindre cet objectif, l'entreprise s'appuie sur plusieurs facteurs.

En premier lieu, ses équipes de développeurs ont mis au point des algorithmes permettant de comparer ses prix avec ceux de ses concurrents, et de les ajuster selon la stratégie prix appliquée.

Par ailleurs, Cdiscount bénéficie de l'intégration au sein du groupe Casino, qui se traduit par une optimisation de plusieurs types de coûts. Les conditions d'achat sont ainsi communes avec le Groupe Casino pour 120 grands comptes[6]. De plus, les services de livraison et de logistique peuvent faire l'objet d'une centralisation tandis que les facilités de paiement accordées sont affacturées auprès de Banque Casino. Cette optimisation structurelle a un impact significatif sur l'offre de Cdiscount : près de 65% des

[5] Source : Société
[6] Cnova rapport 20-F

ventes[7] sont ainsi distribuées via un réseau de 20 000 points de livraison[5], constitué notamment de magasins du Groupe. De même, près de 40% des ventes[5] de Cdiscount font l'objet de facilités de paiement. Ces niveaux élevés caractérisent Cdiscount et différencient l'entreprise par rapport à ses concurrents.

Cnova a signé 20 contrats de transactions entre parties liées (*Related Party Transactions*) avec certaines entités du Groupe Casino. Les prix de ces transactions font l'objet d'une revue par un expert indépendant[8]. Les principaux contrats sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Intégration au sein du groupe Casino - Accords opérationnels

Contrepartie	*Objet de l'accord*
Divers	Services et rémunération des points Pick Up
Easydis	Gestion par Easydis de l'entrepôt d'Andrezieux
CCV	Services de logistique assurés par CCV en France
DCF	Centralisation d'achats auprès de Cdiscount
Leader Price	Ventes de produits à Leader Price
Franprix	Développement d'Alimentaire Express
Banque Casino	Acquisition des créances clients (règlements à terme)
Banque Casino	Cartes et crédits à la consommation

Source : Cnova N.V. 20-F

Cdiscount réduit en outre ses coûts de marketing grâce à la notoriété de la marque, un savoir-faire « *Search Engine Optimization* » reconnu[9], et à une stratégie marketing reposant notamment sur des campagnes d'emails. Ainsi, environ 90%[10] du trafic de Cdiscount est généré organiquement.

L'entreprise est enfin attentive à améliorer sa qualité de service, par exemple (i) en élargissant l'offre du programme par abonnement « Cdiscount A Volonté » (« CDAV ») à d'autres services que la livraison gratuite (ventes privées par exemple), (ii) en développant les livraisons Express. Cdiscount propose également des offres de services de streaming (Cstream), de téléphonie mobile (Cdiscount mobile), et a lancé un service de livraison alimentaire (Alimentaire Express).

1.2.2.4 *Un marché français en croissance et très concurrentiel*

Le marché français du e-commerce a atteint 64,9 md€ en 2015[11], affichant une croissance de +14,3%. La France est aujourd'hui le deuxième marché le plus important du e-commerce en Europe après le Royaume-Uni et devant l'Allemagne.

Le marché présente plusieurs caractéristiques :

- le marché du e-commerce est en croissance (il gagne des « parts de marché » par rapport à la distribution physique) ;
- la compétitivité des prix est essentielle (le prix est le principal critère d'achat avec la qualité de service) ;
- la concurrence est concentrée (85% des ventes sont réalisées sur 5% des e-commerçants[12]) ;
- le concurrent principal de Cdiscount est Amazon, dont le trafic et les marges sont plus élevés ;
- le secteur doit s'adapter à l'évolution rapide des technologies (développement du mobile par exemple, qui représente pour Cdiscount 54,2% de son trafic au 3ème trimestre 2016) ;
- la concentration des fournisseurs est relativement faible et par définition nulle pour les clients ;
- le poids de la réglementation est relativement peu important et porte notamment sur le contrôle des données.

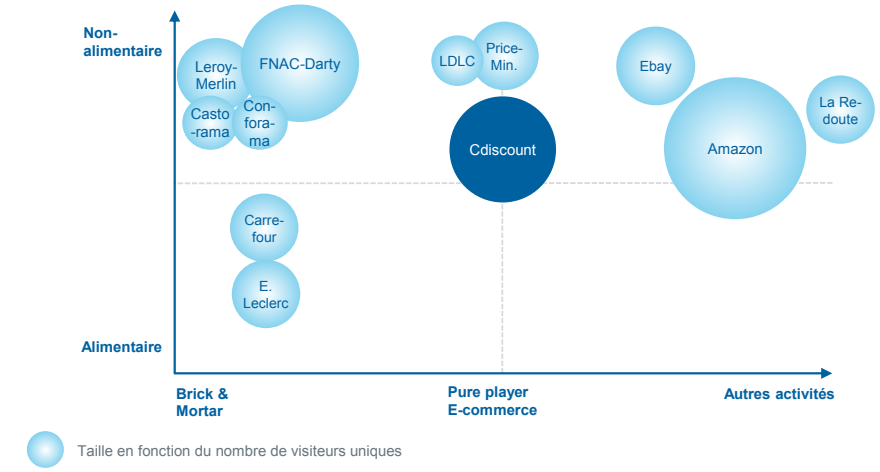
Pour 2016, la FEVAD anticipe que le marché du e-commerce en France devrait croître de +10% et franchir la barre des 70 md€. La croissance devrait être tirée par plusieurs facteurs : l'augmentation du

[7] Cnova rapport 20-F
[8] Nous avons pris connaissance du rapport de l'expert indépendant à décembre 2015, qui atteste que ces transactions ont été conclues à des conditions de marché.
[9] Résultats du 3ème trimestre 2016
[10] Information Société
[11] Etude FEVAD
[12] FEVAD, Chiffres-clés 2016

nombre de consommateurs en ligne et de e-commerçants, une fréquence d'achat accrue, l'essor du m-commerce[13] (10% du marché en 2015, avec une croissance de +40%) et la montée en puissance des *marketplaces* (9% des volumes de ventes de produits en 2015, en croissance de +35%).

Sur ce marché, Cdiscount.com se distingue des autres principaux sites de e-commerce français par sa taille, son caractère « *pure player* » généraliste et son positionnement *Low cost*.

Positionnement de Cdiscount par rapport aux principaux sites de e-commerce en France



Source : Analyse Eight Advisory

1.2.2.5 *Matrice d'analyse SWOT*

Analyse SWOT de Cnova (Cdiscount.com)

Forces	Faiblesses
➲ Marché en croissance ➲ Position forte, notoriété de la marque ➲ Intégration au sein du groupe Casino ➲ Positionnement sur les segments en croissance (*Marketplace*, mobile)	➲ Faibles niveaux des marges ➲ Concentration géographique (France uniquement) ➲ Développement de la monétisation du traffic et des datas à poursuivre ➲ Expérience client à améliorer vs. leader

Opportunités	Menaces
➲ Recentrage du management sur la France ➲ Développement du programme CDAV ➲ Développement des services : B2C (Cstream, téléphonie mobile), Marketplace (livraison) ➲ Croissance sur la Maison, achats avec Conforama ➲ Développement sur l'alimentaire (Cdiscount Express)	➲ Renforcement d'Amazon ➲ Renforcement de FNAC-Darty post fusion ➲ Développement significatif de concurrents chinois avec un positionnement discount ➲ Pression sur les commissions de *Marketplace*

Source : Analyses Eight Advisory

[13] m-commerce : *mobile commerce*

1.2.2.6 *Performance et profil financiers*

Cnova publie ses comptes selon les principes des normes IFRS.

Une activité qui génère un pic de trésorerie significatif en fin d'année

Le bilan de Cnova portait historiquement les actifs et les passifs des entités Cdiscount et Nova. En raison du rapprochement de Nova avec Via Varejo, Cnova a publié le 30 septembre 2016 des comptes proforma non audités détourés des activités brésiliennes. Les actifs et passifs de Nova ont été reclassés en actifs et passifs destinés à la vente, en anticipation du transfert effectif qui a eu lieu le 31 octobre 2016.

Actif (en m€)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016	30/09/2016	Proforma 30/06/2016	Proforma 30/09/2016
Goodwill	590	521	527	391	459	57	57	57
Immobilisations incorporelles	90	103	132	117	121	63	62	63
Immobilisations corporelles nettes	31	33	44	33	39	12	12	12
Autres actifs non courants	104	143	142	35	71	22	21	22
Actifs non courants	**815**	**801**	**845**	**577**	**689**	**154**	**153**	**154**
Créances clients	119	121	118	130	139	68	59	68
Stocks	275	361	400	415	432	226	234	226
Autres actifs courants	153	171	204	196	192	85	89	85
Trésorerie et équivalents de trésorerie	177	264	573	401	175	182	314	331
Actifs destinés à la vente	-	-	-	-	-	845	-	-
Actifs courants	**723**	**916**	**1 295**	**1 142**	**937**	**1 406**	**698**	**710**
Actif total	**1 537**	**1 716**	**2 140**	**1 719**	**1 625**	**1 559**	**850**	**863**

Passif (en m€)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016	30/09/2016	Proforma 30/06/2016	Proforma 30/09/2016
Capital social	21	21	22	22	22	22	17	17
Réserves consolidées	544	432	494	83	(23)	(80)	(12)	(13)
Intérêts minoritaires	20	16	6	(7)	3	2	3	2
Capitaux propres	**585**	**469**	**522**	**98**	**2**	**(56)**	**8**	**6**
Provisions non courantes	2	3	5	12	11	12	11	12
Passifs financiers non courants	1	83	2	15	9	7	7	7
Autres dettes non courantes	14	12	11	9	20	2	1	2
Passifs non courants	**18**	**99**	**18**	**35**	**40**	**21**	**19**	**21**
Provisions courantes	2	1	5	7	13	6	5	6
Dettes fournisseurs	743	920	1 311	1 216	870	429	413	423
Passifs financiers courants	77	80	103	132	459	307	308	307
Dettes d'impôt exigibles	29	41	38	51	43	31	30	31
Autres passifs courants	84	105	144	178	198	823	67	71
Passifs courants	**934**	**1 148**	**1 601**	**1 585**	**1 584**	**1 595**	**823**	**837**
Passif total	**1 537**	**1 716**	**2 140**	**1 719**	**1 625**	**1 559**	**850**	**863**

Source : Cnova 20-F 2015

Indicateurs clés (en m€)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016	30/09/2016	Proforma 30/06/2016	Proforma 30/09/2016
Dette financière nette (-) / Cash net (+)	**191**	**164**	**534**	**254**	**(288)**	**(124)**	**6**	**25**
BFR opérationnel	(349)	(439)	(793)	(671)	(300)	(135)	(119)	(130)
BFR non opérationnel	(59)	(43)	(47)	(42)	(75)	(25)	(14)	(25)
BFR	**(408)**	**(482)**	**(841)**	**(713)**	**(375)**	**(161)**	**(134)**	**(155)**
En % du CA (12 mois glissants)	*(20)%*	*(17)%*	*(25)%*	*(21)%*	*(12)%*	*(9)%*	*(7)%*	*(8)%*

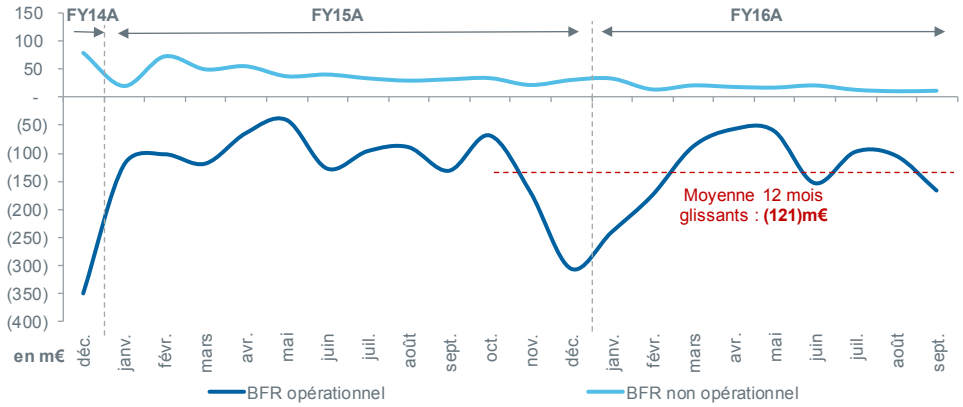
Sources : Rapport 20-F, communiqués trimestriels, SEC 13E-3, comptes proforma non-auditées

L'actif immobilisé de Cnova est essentiellement constitué des goodwill liés aux apports de Nova (334,8 m€ au 31 décembre 2015) et Cdiscount (56,6 m€ au 31 décembre 2015) lors de la constitution de la Société en mai 2014.

Les actifs incorporels incluent les frais de développement de logiciels et du site, ainsi que les coûts de licence de logiciels et les marques acquises. Les actifs corporels regroupent quant à eux essentiellement les infrastructures logistiques et informatiques. Au total, les investissements de Cnova, qui se sont élevés à 66,5 m€ en 2015 (71,2 m€ en 2014), ont porté sur le site Cdiscount.com, la *Marketplace*, les développements liés au mobile et des nouveaux algorithmes, ainsi que l'automatisation du process logistique et l'acquisition d'équipements dédiés dans les entrepôts.

Du fait de l'activité de Cdiscount, Cnova présente un BFR négatif sur l'ensemble de l'année.

Cdiscount - Evolution mensuelle du BFR opérationnel et non-opérationnel depuis décembre 2014



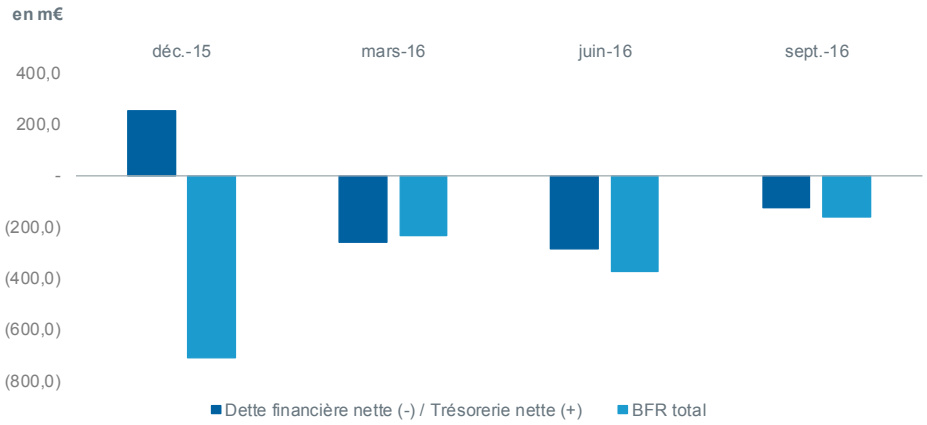
Source : Société

La position de BFR au 30 septembre 2016 représentait une ressource moyenne sur les 12 derniers mois de 121 m€, qui reposait sur :

- 58 jours de coût d'achats des marchandises LTM[14] au titre des stocks ;
- 13 jours de chiffre d'affaires LTM au titre des créances clients ; et
- 92 jours de coût d'achats LTM au titre des dettes fournisseurs.

La Société connait un « pic de trésorerie » au 31 décembre en raison de l'importance des ventes réalisées au 4ème trimestre grâce aux fêtes de fin d'année.

Cnova - Evolution trimestrielle de la dette financière nette et du besoin en fonds de roulement sur les 12 derniers mois



Source : Société

L'endettement financier net de Cnova s'élève au 30 septembre 2016 à (124) m€. Il est essentiellement à court terme et intragroupe.

Enfin, il est à noter que les pertes importantes de Nova ont significativement réduit les capitaux propres de la Société au cours de l'année 2015.

[14] *Last Twelve Months*, i.e. sur 12 mois glissants

Des pertes opérationnelles avant tout attribuables à Nova

Le présent paragraphe porte à la fois sur les performances historiques de Cnova (incluant Nova), ainsi que de celles de Cdiscount.

Cnova

En m€	FY11A	Retraité* FY12A	Retraité* FY13A	Retraité* FY14A	FY15A
Chiffre d'affaires	**1 110**	**1 992**	**2 897**	**3 416**	**3 449**
Couts d'achat des marchandises vendues	(958)	(1 686)	(2 474)	(2 990)	(3 037)
Marge brute	**151**	**306**	**423**	**426**	**412**
Coûts de distribution	(70)	(135)	(203)	(248)	(276)
Dépenses de marketing	(33)	(54)	(78)	(70)	(78)
Dépenses d'informatique et de contenus	(31)	(52)	(79)	(86)	(99)
Frais administratifs	(20)	(29)	(45)	(49)	(77)
Frais d'exploitation	**(154)**	**(270)**	**(406)**	**(453)**	**(529)**
Résultat opérationnel courant (ROC)	**(3)**	**36**	**18**	**(27)**	**(117)**
Restructuration	(2)	(3)	(3)	(8)	(17)
Litiges	1	(0)	(3)	(3)	(3)
Frais d'introduction en bourse	-	-	-	(16)	(4)
Plus-values de cession	(0)	(1)	1	0	(6)
Dépréciations d'actifs	(0)	(3)	(1)	(3)	(15)
Autres produits et charges opérationnels	**(2)**	**(7)**	**(6)**	**(30)**	**(45)**
Résultat opérationnel	**(5)**	**29**	**11**	**(57)**	**(162)**
Produits financiers	2	3	5	8	35
Charges financières	(5)	(27)	(61)	(75)	(95)
Charge d'impôt	(2)	(6)	16	13	(20)
Intérêts ne donnant pas le contrôle	-	-	-	(2)	-
Résultat net des activités poursuivies	**(10)**	**(1)**	**(29)**	**(113)**	**(242)**
Activités abandonnées	*-*	*(0)*	*0*	*(2)*	*(17)*
Résultat net de l'ensemble consolidé	*(10)*	*(1)*	*(28)*	*(115)*	*(259)*

Source: Cnova 20-F 2015
**retraité des impacts de l'enquête interne au Brésil*

Indicateurs clés (% du CA)					
Croissance du chiffre d'affaires	n.a.	79,5%	45,4%	17,9%	0,9%
Marge brute	13,6%	15,4%	14,6%	12,5%	11,9%
Résultat opérationnel courant (ROC)	(0,2)%	1,8%	0,6%	(0,8)%	(3,4)%
Résultat opérationnel	(0,4)%	1,5%	0,4%	(1,7)%	(4,7)%
Résultat net des activités poursuivies	(0,9)%	(0,0)%	(1,0)%	(3,3)%	(7,0)%

Les activités de Cnova ont d'abord connu une très forte croissance entre 2011 et 2014, le chiffre d'affaires triplant au cours de la période et passant de 1,1 md€ à 3,4 md€. Cnova a ensuite subi en 2015 le retournement de la conjoncture économique au Brésil, son chiffre d'affaires ne progressant plus que de +0,9%.

Malgré cette croissance, la marge brute est restée quasi constante en 2014 à 426 m€ (+3 m€ par rapport à 2013) avant de baisser de (14) m€ en 2015, à 412 m€. Sur la même période, les coûts opérationnels ont continué à croître. Cnova était ainsi en pertes au niveau du résultat opérationnel courant en 2014 et 2015 à hauteur respectivement de (27) m€ et (117) m€.

Les charges opérationnelles sont regroupées selon quatre familles de coûts :

- coûts de distribution : ils correspondent à l'ensemble des charges relatives aux centres de distribution, aux employés y travaillant, aux coûts monétiques ainsi qu'aux divers services offerts aux consommateurs tels que les services de relations client, les services après-ventes et les garanties ;
- coûts de marketing : ils correspondent aux campagnes de publicité, au coût d'acquisition de trafic et aux autres formes de marketing visant à promouvoir les sites de Cnova, y compris les charges de personnel et d'outils y afférents ;
- coûts informatiques et de contenus : ils correspondent aux coûts liés aux infrastructures ainsi qu'aux salaires des employés dédiés ;

- frais administratifs : ils correspondent à l'ensemble des frais généraux, aux salaires des personnels administratifs ainsi qu'aux frais de gestion (management fees) payés par Cnova à sa maison-mère.

La propension des clients en France et au Brésil à opter pour des facilités de paiement a généré des frais financiers liés au recours à l'affacturage, qui représentent l'essentiel du résultat financier.

En raison de l'accroissement des charges financières et des coûts exceptionnels (tels que les frais liés à l'introduction en bourse en 2014, puis les frais de restructuration liés au redressement de l'activité au Brésil ainsi qu'aux irrégularités dans la gestion de Nova), les pertes nettes ont atteint respectivement (113) m€ et (242) m€ en 2014 et 2015.

Le détail de la contribution des pôles Cdiscount, Nova et Autres pays aux résultats consolidés de Cnova démontre qu'en 2015, la perte opérationnelle est avant tout attribuable aux difficultés rencontrées par Nova.

	FY13A				FY14A				FY15A			
En m€	**Cdiscount**	**Nova**	**Autres [1]**	**Total**	**Cdiscount**	**Nova**	**Autres [1]**	**Total**	**Cdiscount[2]**	**Nova**	**Autres [1]**	**Total**
Volume d'affaires	1 900	1 669	-	3 569	2 278	2 155	10	4 443	2 709	2 126	32	4 868
Chiffre d'affaires	**1 413**	**1 484**	**-**	**2 897**	**1 577**	**1 831**	**9**	**3 416**	**1 737**	**1 684**	**28**	**3 449**
Marge brute	**197**	**227**	**-**	**423**	**191**	**236**	**(1)**	**426**	**229**	**185**	**(2)**	**412**
Charges opérationelles	**(198)**	**(207)**	**-**	**(406)**	**(203)**	**(243)**	**(6)**	**(453)**	**(233)**	**(250)**	**(46)**	**(529)**
Résultat opérationnel	**(2)**	**19**	**-**	**18**	**(12)**	**(7)**	**(7)**	**(27)**	**(4)**	**(65)**	**(48)**	**(117)**
Indicateurs clés												
Croissance du volume d'affaires	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20%*	*29%*	*n.a.*	*24%*	*19%*	*(1)%*	*212%*	*10%*
Croissance du chiffre d'affaires	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12%*	*23%*	*n.a.*	*18%*	*10%*	*(8)%*	*202%*	*1%*
Volume d'affaires (% du total)	*53%*	*47%*	*-*	*100%*	*51%*	*49%*	*0%*	*100%*	*56%*	*44%*	*1%*	*100%*
% Chiffre d'affaires (% du total)	*49%*	*51%*	*-*	*100%*	*46%*	*54%*	*0%*	*100%*	*50%*	*49%*	*1%*	*100%*
% Marge brute (% du CA)	*14%*	*15%*	*n.a*	*15%*	*12%*	*13%*	*(9)%*	*12%*	*13%*	*11%*	*(9)%*	*12%*
Marge opérationnelle (% du CA)	*(0)%*	*1%*	*n.a*	*1%*	*(1)%*	*(0)%*	*(75)%*	*(1)%*	*(0)%*	*(4)%*	*(175)%*	*(3)%*

Source: Cnova 20-F 2015, comptes proforma non-audités
Note (1) : Holding et Cdiscount International
Note (2): Données 2015 ajustées du retraitement de valorisation des stocks

En effet, alors qu'en 2014, tant Cdiscount que Nova affichaient des taux de croissance du volume d'affaires et du chiffre d'affaires élevés (respectivement de +20% et +12% pour Cdiscount et +29% et +23% pour Nova), l'année 2015 a marqué un tournant avec une rupture importante de la dynamique au Brésil. Nova a ainsi vu son volume d'affaires reculer de (1)% et son chiffre d'affaires se contracter brutalement de (8)%, quand Cdiscount affichait une croissance de son volume d'affaires de +19% et de son chiffre d'affaires de +10%.

La très forte dégradation du résultat opérationnel courant de Cnova entre 2013 et 2015, qui est passé de 18 m€ à (117) m€, est ainsi attribuable à hauteur de (84) m€ à Nova. Cette baisse est imputable à la réduction de la marge brute (de 227 m€ à 185 m€) et à l'accroissement des coûts opérationnels (de (207) m€ à (250) m€).

En parallèle, le développement des activités internationales (Asie, Afrique et Amérique Latine) nécessairement consommatrices de trésorerie en phase de développement, ainsi que la structuration des fonctions centrales, ont concouru à dégrader le résultat opérationnel à raison de (48) m€ entre 2013 et 2015.

Cdiscount

Sur la période 2013-2015, en dépit d'une forte croissance du volume d'affaires (+43%) et du chiffre d'affaires (+23%), le résultat opérationnel de Cdiscount est resté négatif et globalement stable : (2) m€ en 2013, (12) m€ en 2014 et (4) m€ en 2015.

En 2015, sur la base de cette perte opérationnelle de (4) m€ et après prise en compte des coûts d'affacturage, qui s'élevaient à (13) m€[15], et des investissements à hauteur de (42) m€[15], la génération de trésorerie avant variation de BFR était négative.

[15] Source Société

Un résultat opérationnel à l'équilibre au 3ème trimestre 2016 pour Cdiscount

Les résultats du 3ème trimestre 2016 ont été présentés par la Société le 27 octobre 2016. En raison de l'Accord de Rapprochement conclu entre Cnova et Via Varejo, Nova a été classée au 30 septembre 2016 en « activité non poursuivie ». Désormais, les performances reportées ne tiennent compte que de celles de Cdiscount et des fonctions de holding assurées au niveau de Cnova.

Au cours de ce troisième trimestre, la « GMV » (*Gross Merchandise Volume*) a progressé de +6% tandis que la croissance sur 9 mois s'élevait à +12%. La performance sur les mois de juillet et août a été moins bonne qu'anticipée en raison de facteurs exogènes (attentat de Nice, climat) et la fermeture du dernier site spécialisé. L'activité de *Marketplace* continue néanmoins de croître et représente 33,3% de la GMV.

Le chiffre d'affaires du troisième trimestre s'établit à 414 m€, en progression de +3%, et à 1 272 m€ sur 9 mois en progression de +9%. La performance de Cdiscount est cohérente avec celles d'autres acteurs du marché français, notamment LDLC (à titre d'information, sur les deux derniers trimestres, Cdiscount a affiché une croissance de +6%, alors que la croissance organique hors magasins de LDLC ressort à +6,5%).

La marge brute s'est améliorée de 40 points de base, s'établissant à 14% pour un montant de 58 m€. Sur le trimestre, Cdiscount affiche un résultat opérationnel courant de près de 2 m€ alors que les fonctions de holding et le périmètre International (Côte d'Ivoire) génèrent des pertes opérationnelles à hauteur de (3) m€.

Cdiscount (hors Holding et International)

	Q3		
En m€	FY15A	FY16A	**Var. %**
Volume d'affaires TTC	640	681	6%
Chiffre d'affaires	**403**	**414**	**3%**
Couts d'achat des marchandises	(347)	(355)	2%
Marge brute	**55**	**58**	**6%**
Résultat opérationnel courant (ROC)	**1**	**2**	**58%**

Source: presentations des résultats trimestriels

Indicateurs clés		
Volume d'affaires (% GMV de l'année)	24%	23%
Chiffre d'affaires (% CA de l'année)	23%	23%
Marge brute (% du CA)	14%	14%
Résultat opérationnel courant (% du CA)	0%	0%

	9M		
En m€	FY15A	FY16A	**Var. %**
Volume d'affaires TTC	1 826	2 051	12%
Chiffre d'affaires	**1 166**	**1 272**	**9%**
Couts d'achat des marchandises	(1 006)	(1 092)	9%
Marge brute	**160**	**180**	**13%**
Résultat opérationnel courant (ROC)	**(11)**	**0**	**(102)%**

Source: presentations des résultats trimestriels

Indicateurs clés		
Volume d'affaires (% GMV de l'année)	67%	69%
Chiffre d'affaires (% CA de l'année)	67%	69%
Marge brute (% du CA)	14%	14%
Résultat opérationnel courant (% du CA)	(1)%	0%

Sur 9 mois, Cdiscount est à l'équilibre tandis que les pertes opérationnelles de la holding et du périmètre International (Côte d'Ivoire) s'élèvent à (5) m€.

Un 4ème trimestre 2016 de Cdiscount très légèrement inférieur à 2015

La Société a confirmé son ambition d'afficher en fin d'année un résultat opérationnel courant légèrement positif pour Cdiscount. Sur la base des éléments disponibles à date sur l'atterrissage du 4ème trimestre 2016, l'objectif de résultat opérationnel courant du 4ème trimestre ressort à 3 m€ (pour un chiffre d'affaires de 568 m€), en retrait par rapport au 4ème trimestre 2015. Nous notons que le résultat opérationnel courant prévu dans l'atterrissage du 4ème trimestre 2016 ressort légèrement plus bas que prévu dans le Budget 2016 initial.

	FY15A(2)					FY16A			FY16 LE		FY16B
En m€	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q4 LE(1)	FY	FY
Volume d'affaires TTC	619	566	640	883	2 709	732	638	681	902	2 953	3 077
Chiffre d'affaires	**404**	**360**	**403**	**571**	**1 737**	**465**	**392**	**414**	**568**	**1 839**	**1 818**
Couts d'achat des marchandises	(349)	(310)	(347)	(502)	(1 508)	(400)	(336)	(355)	(496)	(1 588)	(1 554)
Marge brute	**55**	**50**	**55**	**69**	**229**	**65**	**56**	**58**	**72**	**252**	**264**
Résultat opérationnel courant (ROC)	**(8)**	**(4)**	**1**	**7**	**(4)**	**2**	**(3)**	**2**	**3**	**3**	**6**

Source: plan d'affaires de la Société, présentations des résultats trimestriels
Note (1): Eléments disponibles à date sur l'atterrissage du 4ème trimestre 2016
Note (2): Données 2015 ajustées du retraitement de valorisation des stocks

2 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritères d'évaluation des actions de la société Cnova et à analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la Note d'information en date du 1er décembre 2016.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, document de référence, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2015, ainsi qu'au 30 juin et au 30 septembre 2016.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à de nombreuses reprises avec le management de la Société, ses administrateurs indépendants, et leurs conseils respectifs, ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les éléments prévisionnels.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursières, nous avons utilisé les informations publiques disponibles sur nos bases de données relatives aux sociétés comparables.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans la Note d'information en date du 1er décembre 2016. Dans ce cadre, nous avons discuté à plusieurs reprises avec les représentants de la banque.

Le détail de nos diligences est présenté en Annexe 5 ci-après.

3 Evaluation des actions de la société Cnova N.V.

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur nous ont été communiqués en cours de mission.

3.1 Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1 *Actif net comptable (ANC)*

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels de la Société n'est reflétée que partiellement à son bilan. Pour mémoire, l'actif net comptable s'établit à 98,1 m€ au 31 décembre 2015 pour 441,3 millions d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 0,22 €.

Sur la base du bilan proforma, non audité, au 30 septembre 2016 (avant *closing* du rapprochement entre Nova et Via Varejo), les capitaux propres de Cnova s'établissent à (56) m€.

3.1.2 *Actif net réévalué (ANR)*

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs. Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société de services, dont les actifs sont principalement immatériels (marques, noms de domaines, capital humain, savoir-faire logistique, savoir-faire internet, base de clients, etc.).

3.1.3 *Méthode du rendement*

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu. Sur les derniers exercices, la Société n'a procédé à aucune distribution de dividende et ne prévoit pas d'en effectuer à court ou moyen terme.

3.1.4 *Multiples observés lors de transactions comparables*

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples de valorisation observés lors de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible.

Nous n'avons pas recensé de transaction récente concernant (i) des sociétés comparables en termes d'activité, de taille et de structure de marge à Cnova / Cdiscount, et (ii) portant sur une part minoritaire du capital, avec (iii) des informations publiques disponibles permettant de calculer un multiple implicite.

Par ailleurs, les multiples de transaction intègrent généralement une prime de changement de contrôle reflétant la part des synergies spécifiques payées par l'acquéreur. Il est donc difficile d'en faire ressortir la valeur intrinsèque de la Société. Nous n'avons, par conséquent, pas mis en œuvre cette méthode.

3.2 Méthodes d'évaluation retenues

3.2.1 *Impact des spécificités de Cnova sur la mise en œuvre des méthodes retenues*

Le rapprochement entre Nova et Via Varejo réalisé au 31 octobre 2016 extériorise un prix de Cnova. La référence à cette transaction a été retenue à titre principal.

Par ailleurs, en date de l'Offre, le périmètre de la Société est constitué de Cdiscount d'une part et des fonctions de holding assurées au niveau de Cnova d'autre part. Nous avons donc procédé à une évaluation de la Société par une approche « Somme-des-Parties » en mettant en œuvre les méthodes suivantes :

- DCF (à titre principal) : méthode appliquée à Cdiscount et aux fonctions de holding, reposant sur une extrapolation captant la croissance spécifique des flux de trésorerie au-delà de l'horizon des prévisions du management (2018) ;
- Multiples boursiers (à titre secondaire) : méthode applicable à Cdiscount uniquement compte tenu du profil de croissance spécifique, reposant sur des multiples Valeur d'Entreprise / CA étant donné les niveaux de résultats opérationnels 2015-2018 de la Société. La méthode est retenue à titre secondaire en raison d'une pertinence limitée de ces multiples et d'une comparabilité réduite de l'échantillon.

Le cours de bourse ainsi que les objectifs de cours des analystes ont été retenus comme références à titre secondaire, compte tenu de la très faible taille du flottant mais de la forte rotation de ces titres et de la couverture du titre.

Synthèse des méthodes d'évaluation mises en œuvre

Méthode d'évaluation	Cdiscount	Holding	International	Cnova
Méthode et référence à titre principal				
Références aux dernières transactions sur le capital	non applicable	non applicable	non applicable	Opération de rapprochement de Nova et Via Varejo, réalisée au prix de 5,0 US$ par action
Somme-des-Parties *(Méthode des flux futurs de trésorerie actualisés)*	Méthode des flux futurs de trésorerie actualisés	Méthode des flux futurs de trésorerie actualisés	Valeur d'Entreprise nulle Coûts de fermeture dans le passage de la VE à la valeur des fonds propres de Cnova	Somme-des-Parties
Méthode à titre secondaire				
Somme-des-Parties *(Méthode des mutiples boursiers)*	Méthode des multiples boursiers	Méthode des flux futurs de trésorerie actualisés	Valeur d'Entreprise nulle Coûts de fermeture dans le passage de la VE à la valeur des fonds propres de Cnova	Somme-des-Parties
Références à titre secondaire				
Analyse du cours de bourse de la Société	non applicable (pôle non coté)	non applicable (pôle non coté)	non applicable (pôle non coté)	Analyse du cours de bourse : - pré-rumeurs (31 mars 2016) - pré-annonce (11 mai 2016) - au 28 octobre 2016
Objectifs de cours des analystes	non applicable (pôle non coté)	non applicable (pôle non coté)	non applicable (pôle non coté)	Analyse des objectifs de cours : - pré-rumeurs (31 mars 2016) - pré-annonce (11 mai 2016) - au 28 octobre 2016

Source : analyse Eight Advisory

A la date de nos travaux, la Société a confirmé que les activités du pôle International avaient été fermées, à l'exception de la Côte d'Ivoire où une réflexion stratégique a été entamée. Nous avons fait l'hypothèse d'une fermeture prochaine de l'activité de ce pays.

3.2.2 *Eléments communs aux méthodes*

Nombre de titres de référence

Le capital social de la Société est constitué de 441 297 846 actions, dont 96 790 798 actions anciennement détenues par Via Varejo, et devenues autocontrôlées à l'issue de la phase 1 de l'Opération. Ces actions ont vocation à être annulées début 2017. Comme indiqué précédemment, et en accord avec la pratique de place concernant le traitement d'actions autocontrôlées, nous avons fondé nos travaux sur un nombre d'actions reflétant la situation après annulation de ces actions auto-détenues, soit 344 507 048 actions.

Nous notons que la Société a procédé en novembre 2014 à la mise en place d'un plan d'attribution d'actions gratuites (« *Deferred Stock Units* » ou « DSU ») donnant potentiellement lieu à la création de 1 319 999 actions nouvelles. 29 842 DSU attribuées au personnel actuel de Nova seront remplacées par des *stock-options* nouvellement émises par Via Varejo. Par conséquent, postérieurement au transfert de Nova à Via Varejo, les DSU encore en circulation impliquent la création potentielle de 1 290 157 actions nouvelles de la Société.

En # actions	
# actions composant le capital préalablement à la phase 1 de l'Opération	441 297 846
(-) actions autocontrôlées (anciennement détenues par Via Varejo)	(96 790 798)
(+) actions nouvelles potentielles liées aux DSU	1 290 157
Nombre total d'actions considérées dans l'analyse	**345 797 205**

Source : rapport 20-F, Société, analyses Eight Advisory

Nous avons *in fine* retenu un nombre total de 345 797 205 actions dans nos travaux.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Nos calculs sont effectués en date du 30 septembre 2016 et sont fondés sur le bilan non audité présenté par la Société dans le cadre de sa communication trimestrielle, ainsi que sur les impacts de l'opération de rapprochement de Nova et Via Varejo.

La trésorerie nette ajustée de 55 m€ intègre les principaux éléments suivants :

- la dette financière nette au 30 septembre 2016 (y compris cash pooling créditeur et les autres éléments à caractère de trésorerie), soit (124,3) m€.

En diminution de la dette financière nette, viennent :

- le montant perçu par Cnova le 21 octobre 2016 au titre de la cession à Monoprix de sa participation de 49% dans E TREND S.A.S., soit 9,3 m€ ;

En augmentation de la dette financière, viennent :

- l'ajustement du besoin en fonds de roulement, déduit de la trésorerie au 30 septembre 2016, soit (23,7) m€. Cet ajustement permet notamment d'éliminer l'impact lié à la saisonnalité du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie. Cet ajustement intègre également l'apurement du besoin en fonds de roulement « *management fees* », suite au transfert de Nova ;
- les provisions pour risques et charges au 30 septembre 2016, soit (3,4) m€ ;
- les provisions pour litiges divers au 30 septembre 2016, soit (11,3) m€ (dont moins de (1) m€ au titre de l'impact financier de la Class Action, tandis qu'une amende de la SEC n'est pas attendue par la Société compte tenu des diligences menées après l'identification des pratiques mises en cause). Ces provisions intègrent également une partie des coûts liés à la fermeture des sites spécialisés ;
- les provisions pour retraites au 30 septembre 2016, soit (3,0) m€ ;
- les intérêts minoritaires dans Cdiscount en valeur de marché au 30 septembre 2016, soit (5,1) m€ ;
- le montant payé par Cnova pour acquérir les actions Cdiscount Group détenues par certains employés de Cdiscount, soit (0,1) m€, en vertu de la promesse de vente consentie à Cnova par leurs porteurs. A ce titre, 177 015 actions ont été acquises par la Société depuis le 1er octobre 2015, au prix de 0,57 € par action.

Par ailleurs, nous avons valorisé les déficits reportables de la Société en estimant la valeur actualisée des économies fiscales associées, compte tenu des prévisions de résultat. Leur valeur s'établit selon nos estimations à 58,3 m€.

Sur cette base, la dette nette au 30 septembre 2016 ressort à (103) m€.

Enfin, les ajustements relatifs au transfert de Nova ont été intégrés. Ils correspondant au paiement par Via Varejo des éléments suivants entre le 31 octobre et le 8 novembre 2016 pour un total de 158 m€ :

- la soulte compensatoire (y compris complément de prix), de 20,4 mR$, soit 5,9 m€ au taux de 3,48 €/R$, sous réserve des ajustements définitifs de closing ;
- le coût fiscal associé de (1,5) mR$[16], correspondant à la quote-part Cnova de (i) la taxe sur les plus-values, et (ii) la taxe sur les transactions financières ;
- le remboursement des prêts d'actionnaires consentis par la Société à Nova, d'un montant de 527,0 mR$ au 31 octobre 2016, soit 152,5 m€ y compris gain net de 6.5m€ sur la couverture mise en place (taux de couverture de 3,44 €/R$).

La trésorerie nette ajustée ressort donc à 55 m€.

[16] Source : Société

Composition de l'échantillon des sociétés comparables retenues pour le calcul des paramètres d'évaluation

Une société cotée peut être considérée comme comparable dès lors qu'elle présente de réelles similitudes avec la société analysée en termes de domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique), taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché), niveau et structure des marges et perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges.

La Société présente des spécificités : « *pure player* » e-commerce avec un modèle économique « *Low cost* » induisant une structure de marges spécifique, types de produits vendus, montée en puissance de la *Marketplace* dans le mix du volume d'affaires global, acteur opérant uniquement en France, facilités de paiement accordées, etc. Il n'existe pas de société qui lui soit parfaitement comparable.

Nous avons toutefois constitué un échantillon de quatre sociétés opérant dans ce secteur et présentant les caractéristiques suivantes :

- concurrent direct (Amazon) ;
- part significative du chiffre d'affaires réalisée avec des activités e-commerce (Amazon, AO World, Ocado, Qliro) ;
- acteurs mono-pays, implantés en Europe occidentale (AO World, Ocado, Qliro) ;
- offre de produits comparable à la Société (Amazon, AO World, Qliro) ;
- part significative du chiffre d'affaires provenant de l'activité de *Marketplace* (Amazon et Qliro).

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et de taux de marges des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Taux de croissance et de marges des sociétés comparables

		Croissance du CA (%)				Marge d'EBITDA[2] (%)				Investissements (%)				EBITDA[2] (-) Investissements (%)			
Société	**VE[1] (m€)**	**FY15A**	**FY16F**	**FY17F**	**FY18F**	**FY15A**	**FY16F**	**FY17F**	**FY18F**	**FY15A**	**FY16F**	**FY17F**	**FY18F**	**FY15A**	**FY16F**	**FY17F**	**FY18F**
Amazon	353 918	20,2%	27,7%	22,5%	21,5%	8,0%	9,2%	10,3%	12,1%	(4,3)%	(4,5)%	(4,2)%	(4,0)%	3,7%	4,7%	6,1%	8,1%
AO World	799	23,8%	25,1%	22,5%	23,6%	1,8%	(0,7)%	0,1%	1,9%	(1,3)%	(1,2)%	(0,8)%	(0,7)%	0,5%	(1,8)%	(0,7)%	1,2%
Ocado	1 858	16,7%	15,5%	14,3%	13,3%	7,3%	6,7%	7,2%	8,0%	(8,4)%	(10,2)%	(8,1)%	(7,3)%	(1,1)%	(3,4)%	(0,9)%	0,7%
Qliro	182	(11,9)%	0,9%	4,2%	6,1%	n.a.	0,8%	3,9%	5,0%	(2,6)%	(2,5)%	(2,2)%	(1,8)%	n.a.	(1,7)%	1,7%	3,2%
Moyenne		**12,2%**	**17,3%**	**15,9%**	**16,1%**	**5,7%**	**4,0%**	**5,4%**	**6,8%**	**(4,2)%**	**(4,6)%**	**(3,8)%**	**(3,5)%**	**1,0%**	**(0,6)%**	**1,6%**	**3,3%**
Cdiscount + Holding		**10,2%**	**5,9%**	**7,0%**	**8,4%**	**(1,2)%**	**(1,9)%**	**1,0%**	**3,0%**	**(2,4)%**	**(2,2)%**	**(2,3)%**	**(2,3)%**	**(3,6)%**	**(4,1)%**	**(1,4)%**	**0,7%**

Source : Bloomberg, Thomson Research (28 octobre 2016)
Note (1) : Valeur d'Entreprise
Note (2) : y compris frais de siège et frais d'affacturage

La croissance affichée dans le plan d'affaires de Cdiscount est inférieure à celle attendue par les analystes sur les sociétés de l'échantillon. Il en est de même concernant la profitabilité appréhendée avec l'agrégat EBITDA (-) investissements.

Nous notons néanmoins que la profitabilité de la Société (Cdiscount et coûts de holding) devrait se rapprocher de celle des sociétés du secteur à horizon 2018.

Amazon présente des niveaux de marge élevés grâce à son activité « Web Services », mais la marge d'EBIT des activités e-commerce d'Amazon en Amérique du Nord, qui exclut la marge de l'activité Web Services, s'élève à 3,4% sur les 12 derniers mois[17], un niveau plus comparable à celui de l'échantillon (la marge d'EBIT est un proxy de l'agrégat EBITDA (-) investissements).

Cet échantillon a été utilisé pour l'estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation et multiples boursiers).

[17] Source : rapports 10-K et 10-Q Amazon

3.2.3 *Références aux dernières transactions sur le capital (à titre principal)*

Le 8 août 2016, la Société a annoncé la signature d'un accord de rapprochement avec Via Varejo, portant sur ses activités brésiliennes (Nova). Le 13 septembre, l'assemblée générale des actionnaires de Via Varejo a approuvé cette opération de rapprochement et le 27 octobre, l'assemblée générale des actionnaires de Cnova en a fait de même. Les principales étapes de cette opération de rapprochement entre Nova et Via Varejo ont été les suivantes :

- distribution de Nova par Cnova à une société détenue indirectement à 100% par Via Varejo ;
- en contrepartie, Cnova a reçu le 31 octobre 2016 :
  - la totalité des actions ordinaires de Cnova détenues par Via Varejo (96,8 millions de titres) ;
  - la soulte compensatoire (y compris complément de prix), de 20,4 mR$ correspondant à la différence entre la valeur de Nova et la valeur des actions Cnova détenues par Via Varejo (les 96,8 millions d'actions représentant une participation de 21,9% dans Cnova). Le complément de prix est lié à la meilleure trajectoire de l'activité de Nova par rapport à celle estimée lors de la signature de l'Accord de Rapprochement ;
  - nette du coût fiscal associé pour Cnova de (1,5) mR$.
- en outre, le 8 novembre 2016, Via Varejo a fait rembourser par Nova le solde restant dû des prêts que Cnova et Cnova Finança lui avaient consentis, ainsi que la totalité des intérêts courus au 31 octobre, soit 527,0 mR$.

L'opération de rapprochement et les modalités financières correspondantes sont fondées sur une valorisation de Cnova égale à 2 206,5 mUS$ (pour 441,3 millions d'actions), soit 5,0 US$ par action. Cette transaction a été :

- négociée par les actionnaires de Via Varejo non-affiliés à une entité du Groupe Casino (notamment la famille Klein) ;
- approuvée par le *Transaction Committee* de la Société, composé uniquement des administrateurs indépendants de Via Varejo ;
- votée par les actionnaires minoritaires de Via Varejo (CBD n'ayant pas participé au vote) ; et
- réalisée sur un bloc représentant environ 21,9% du capital de la Société.

Cette opération constitue de ce fait une transaction de référence. Le prix proposé dans la présente OPAS, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 10%.

3.2.4 *Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)*

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché pour cet actif compte tenu de son risque. Cette analyse a été réalisée sur la Société *standalone*, les économies de coûts envisageables à l'issue de l'Offre étant analysées au paragraphe 4 ci-après.

Cdiscount – Prévisions retenues

La Société nous a communiqué le plan d'affaires de Cdiscount couvrant la période 2016 à 2018. Ce plan d'affaires a été établi par le management et approuvé par le Conseil d'Administration de la Société le 23 février 2016. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une confirmation par le Conseil d'Administration après la publication des résultats du 1er semestre 2016. Le management de la Société nous a par ailleurs communiqué les éléments disponibles à date concernant l'atterrissage du 4ème trimestre 2016, que nous avons intégrés dans nos travaux.

La prise en compte de cet atterrissage, légèrement en retrait par rapport au plan d'affaires initial, les initiatives stratégiques de la Société (centralisation d'achats entre Conforama et Casino, lancement de Cstream et de Cmobile par Cdiscount), l'évolution de l'environnement concurrentiel, la communication de la CNIL ou le rappel par Samsung des Galaxy Note 7 ne sont pas de nature à remettre en cause les prévisions 2017 et 2018 du plan d'affaires selon le management de la Société.

Les prévisions reflètent les orientations stratégiques actuelles de la Société, à savoir une volonté de montée en puissance de l'activité *Marketplace* au sein du volume d'affaires total, la concentration sur l'amélioration des marges plutôt que sur la croissance du chiffre d'affaires, la capitalisation sur la position de leader sur les articles d'ameublement, sur un modèle économique différenciant (« *Low cost* », facilité de paiement en 4 fois CB4X), et sur les savoir-faire logistiques (articles de plus de 30 kg, livraison le dimanche) ou technologiques (*Search Engine Optimization*) innovants.

Les prévisions affichent une croissance du volume d'affaires des ventes directes de +7,1% par an en moyenne sur la période 2016-2018 et de +38,1% pour la *Marketplace*. Par conséquent, les prévisions affichent une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de +7,7% sur la période 2016-2018, reposant sur :

- la croissance des ventes directes (+7,1%) ;
- et dans une moindre mesure sur la progression de +11,0% des commissions *Marketplace* et des autres revenus (principalement la monétisation de l'audience par la publicité et les services de livraison facturés aux clients).

Nous notons que ces prévisions de croissance du chiffre d'affaires au global sont légèrement inférieures aux prévisions du marché[18].

La croissance affichée dans les prévisions reflète en partie la dynamique du secteur du e-commerce en France sur les prochaines années et le développement de prestations de livraison innovantes. La montée en puissance de la *Marketplace*, dont le poids dans le volume d'affaires total devrait passer de 29,3% en 2016 à 41,4% à l'horizon 2018, devrait être soutenue par la mise en place d'initiatives à destination des vendeurs (« *visibility pack* », prestations logistiques) et d'actions visant à améliorer le niveau de service proposé aux clients (sélection des vendeurs, offre compétitive de prestations de logistique et livraison).

Globalement, la marge brute devrait progresser d'environ 430 points de base à l'horizon 2018. Cette amélioration repose sur deux facteurs :

- la montée en puissance de la *Marketplace* dans le volume d'affaires total ;
- l'amélioration de la marge brute sur l'activité de vente directe (la volonté de la Société de se concentrer sur la profitabilité se matérialise par l'impact d'initiatives ciblées telles que l'accord d'approvisionnement commun entre Conforama et Casino).

Les charges opérationnelles dans leur ensemble devraient rester stables en pourcentage de l'activité sur la période du plan, représentant environ 13% du chiffre d'affaires. L'EBITDA devrait donc s'améliorer significativement, passant de 22 m€ à 101 m€, et atteindre 4,7% du chiffre d'affaires en 2018.

Conformément à la pratique sectorielle, les coûts liés à l'affacturage sont considérés comme faisant partie des coûts opérationnels et sont donc intégrés dans l'EBITDA. Sur la période de prévision, ces coûts devraient diminuer de 9,4% par an en moyenne, grâce à la mise en place d'une initiative de notation crédit spécifique permettant de diminuer les probabilités de défaut et par conséquent, les coûts d'affacturage. La marge d'EBITDA (-) coûts d'affacturage devrait ainsi passer de (0,6)% en 2016 à 3,4% en 2018. Ce niveau reste toutefois inférieur à la marge d'EBITDA des sociétés comparables du secteur.

L'excédent de fonds de roulement moyen devrait s'améliorer sur la période du plan, notamment sous l'effet de certaines initiatives spécifiques visant à optimiser les stocks (réduction du niveau de commande minimum, réduction du pourcentage de stocks de couverture dont la rotation dépasse les

[18] +10% par an, FEVAD, communiqué de presse du 28 janvier 2016

100 jours) et diminuer le montant de créances à recevoir (réduction des délais de perception des marges arrière de 3 mois à 1 mois).

Les investissements représenteraient en moyenne 2,3% du chiffre d'affaires sur la période du plan, en ligne avec les niveaux historiquement observés.

Cdiscount – Autres hypothèses opérationnelles

Nous avons prolongé la période du plan d'affaires de 5 ans afin de faire tendre la croissance et les marges vers des niveaux plus normatifs compte tenu (i) des niveaux de croissance affichés pour 2018 dans le plan d'affaires, (ii) des perspectives attendues à moyen terme, (iii) de la dynamique sectorielle (iv) du niveau de certains indicateurs clés observés pour des sociétés comparables à un stade de maturité plus avancé que la Société (marges et part de la *Marketplace* dans le volume d'affaires total chez Amazon notamment).

La prolongation du plan d'affaires sur la période 2019-2023 et la détermination de la valeur terminale reposent sur les hypothèses suivantes :

- une croissance de la *Marketplace* de façon à faire tendre sa contribution vers environ 50% du volume d'activité global en 2023, correspondant au niveau actuel d'Amazon (inférieur aux objectifs à moyen terme prévus par les analystes pour le groupe). Les taux de croissance retenus sur la période d'extrapolation sont cohérents avec les taux de croissance historiquement observés en France sur la *Marketplace* ;
- une accélération de la croissance des ventes directes sur la première partie de la période d'extrapolation, de façon à afficher un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires global d'environ +10% par an sur la période d'extrapolation, en ligne avec les prévisions du secteur[19] et avec la croissance historique du secteur (sur la période précédant le lancement des *marketplaces*) ;
- une augmentation progressive du taux de commissions sur la *Marketplace* de 13,3% en 2018 à 14,5% à partir de 2021, reflétant la position de leader de la Société sur les produits d'ameublement, l'alignement vers le taux pratiqué par Amazon sur les produits technologiques, le potentiel de monétisation des « places » de référencement et l'impact bénéfique potentiel de la fidélisation des clients grâce aux services de livraison gratuits (programme Cdiscount A Volonté étendu à la *Marketplace*) ;
- une stabilité de la marge brute sur ventes directes à son niveau 2018 ;
- une légère diminution des charges opérationnelles, exprimées en pourcentage du chiffre d'affaires, reflétant le levier opérationnel de la Société ;
- des coûts d'affacturage stables en pourcentage du chiffre d'affaires, correspondant à leur niveau 2018 ;
- un niveau d'investissements stable en pourcentage du volume d'affaires global, à leur niveau 2018 ;
- une stabilité des composantes de l'excédent de fonds de roulement moyen exprimées en jours de chiffre d'affaires (créances clients) ou en jours de coût des marchandises vendues (stocks et dettes fournisseurs) ;
- un taux d'impôt de 34,43% ; et
- au regard du taux de croissance prévu en 2023 (+6,3%), l'application de la formule du « *H model* »[20] pour calculer la valeur terminale. Cette formule permet de considérer une période de convergence

[19] FEVAD, communiqué de presse du 28 janvier 2016

[20] James R. Hitchner, *Financial Valuation – Applications and Models* : Valeur terminale = $[CF_0 \times (1+g_s+h \times (g_i-g_s)] / [k-g_s]$, où CF_0 désigne le flux de trésorerie initial, g_s désigne le taux de croissance à long terme, g_i désigne le taux de croissance de la dernière année d'extrapolation, h désigne la durée de la période de convergence divisée par 2 et k désigne le taux d'actualisation.

progressive de la croissance observée en fin de période d'extrapolation vers le taux de croissance à long terme. Au cas d'espèce, nous avons considéré une période de convergence de 3 ans.

Au global, le niveau d'EBITDA (-) coûts d'affacturage (-) investissements de 4,6% à horizon 8 ans (2023) est supérieur à celui prévu pour les sociétés du secteur à horizon 3 ans (3,3%), ce qui peut s'expliquer par la différence d'horizon et de croissance sur cette période.

En synthèse, les principaux leviers de la croissance des flux de trésorerie (hors impôts) sur la période 2016-2023 sont essentiellement la croissance du chiffre d'affaires couplée à l'amélioration de la marge brute, tirées par la *Marketplace*.

Cdiscount – Croissance à long terme

Nous avons retenu un taux de croissance à long terme de 2,25%, sensiblement supérieur aux estimations d'inflation à long terme de 1,7% pour la France[21], afin de refléter le caractère plus dynamique du secteur de l'e-commerce par rapport à l'économie française dans son ensemble.

Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été calculé selon l'approche du MEDAF (« Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers »).

La construction du taux d'actualisation repose sur des paramètres de marché, sectoriels et pays calculés au 28 octobre 2016.

Approches retenues

Nous avons mis en œuvre deux approches distinctes pour estimer le taux d'actualisation applicable à Cdiscount :

- l'approche « locale » fondée sur des paramètres français, directement exprimés en euros ; et
- l'approche « US », fondée sur des paramètres en dollars américains (US$). Le taux obtenu doit ensuite être ajusté du différentiel entre l'inflation long terme Etats-Unis et l'inflation long terme France. Cet ajustement est réalisé par application de la formule de Fisher[22].

Le taux d'actualisation retenu correspond à la moyenne des taux obtenus par chacune des approches présentées ci-dessus.

Paramètres de marché

- Approche locale :
  - le taux sans risque de 0,3% correspond au rendement moyen sur 1 mois d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans ; et
  - la prime de risque du marché français de 6,8% a été estimée notamment à partir du rendement de marché issu d'études de Pablo Fernandez (7,1%).
- Approche US :
  - le taux sans risque de 2,1% correspond au rendement moyen sur 1 mois d'emprunts d'Etat américains de maturité 20 ans ;

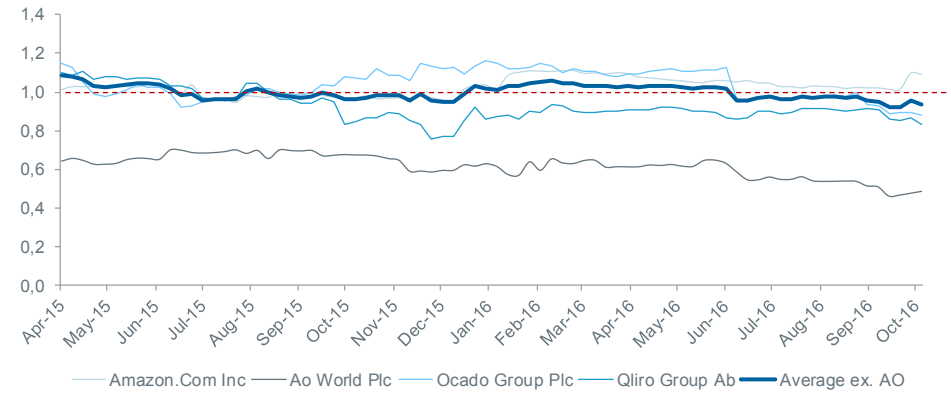
[21] Source FMI – World Economic Outlook, octobre 2016, prévision 2021
[22] Formule de Fisher : Taux € = [(1+taux US$) / (1+inflation US$) x (1+inflation France)] - 1

- la prime de risque du marché US de 6,0% a été estimée notamment à partir du rendement de marché issu d'études d'Aswath Damodaran et de Pablo Fernandez. Le rendement de marché ressort à 8,1% ;
- l'inflation à long terme aux Etats-Unis est estimée à 2,3%[23] ; et
- l'inflation à long terme française est estimée à 1,7%[23].

Paramètres sectoriels

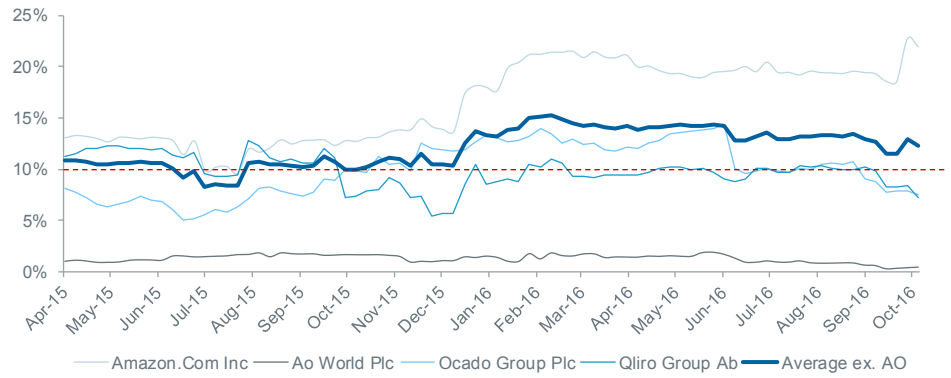
- Bêta
  - Le bêta sectoriel retenu s'élève à 1,05 et correspond à la moyenne 1 mois des coefficients bêta observés sur 2 ans avec une périodicité hebdomadaire des sociétés de notre échantillon.
  - Néanmoins, seul le groupe Amazon présente une recevabilité statistique satisfaisante. Au 28 octobre 2016, les autres sociétés de l'échantillon affichent des coefficients de corrélation R² du bêta inférieurs à un seuil de significativité de 10%. Par conséquent, leur bêta a été exclu de l'analyse.
  - Le niveau retenu de 1,05 est toutefois cohérent avec la moyenne sur les 18 derniers mois des bêta des sociétés du secteur (période sur laquelle les coefficients de corrélation R² associés sont recevables).

Evolution du coefficient bêta ajusté des sociétés comparables sur les 18 deniers mois



Source : Bloomberg

Evolution historique du coeff. de corrélation R² sur le bêta des sociétés comparables sur les 18 deniers mois



Source : Bloomberg

- Gearing
  - Compte tenu de la génération de flux de trésorerie positifs prévus dans le plan d'affaires, la Société devrait repasser en situation de trésorerie nette, observée historiquement.

[23] Source FMI – World Economic Outlook, octobre 2016, prévision 2021

- Nous avons par conséquent retenu un niveau de gearing normatif nul, en ligne avec la situation médiane des sociétés de l'échantillon de comparables (après ajustement de la trésorerie lié à la saisonnalité du besoin en fonds de roulement).

Paramètres pays

- La prime de risque pays de 0,2% pour la France appliquée dans le cadre de l'approche « US » a été calculée comme la différence entre les CDS[24] à 10 ans français et les CDS à 10 ans américains.

Sur la base de ces paramètres, le taux d'actualisation ressort à :

- 7,5% selon l'approche « Locale » ; et
- 8,0% selon l'approche « US » ;
- par conséquent, nous avons retenu un taux d'actualisation de 7,75% (moyenne des deux approches).

Pour information, nous n'avons pas retenu les taux d'actualisation indiqués par les analystes couvrant la Société dans la mesure où (i) aucune note d'analyste récente ne présente de taux d'actualisation et (ii) les taux d'actualisation présentés dans des notes plus anciennes ne sont pas pertinents au regard du périmètre actuel de la Société, qui exclut désormais Nova.

Nous soulignons en parallèle que la différence taux d'actualisation (-) taux de croissance à long terme de 5,50% retenue pour la Société, soit 7,75% (-) 2,25%, se compare à :

- un niveau moyen de 7,2% retenu par les analystes pour Amazon. Cet écart s'explique principalement par :
  - le fait que les analystes retiennent une référence US$ pour estimer le taux d'actualisation et le taux de croissance long terme. Or, les paramètres de marché US$ (taux sans risque, prime de risque de marché et taux d'inflation à long terme) sont plus élevés que ceux en base euro ;
  - le caractère international des flux d'Amazon, qui sont soumis de fait aux risques pays et aux inflations locales, plus élevés qu'en France ; et
  - le fait que certaines offres innovantes sont en phase de fort développement (telles que « Web Services ») ;
- un niveau moyen de 5,5% retenu par les analystes pour Ocado, qui présente des caractéristiques similaires à Cnova, notamment en termes d'exposition géographique et de dynamique de croissance du chiffre d'affaires.

Concernant les sociétés AO World et Qliro, nous notons qu'aucune analyse à notre disposition ne présente d'hypothèses de taux d'actualisation et de taux de croissance à long terme.

Valeur actualisée des coûts de holding

Nous avons valorisé les coûts de holding par la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés. Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par l'actualisation de ses flux futurs de trésorerie à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché pour cet actif compte tenu de son risque.

Cette analyse a été réalisée sur les prévisions *standalone* communiquées, après impact de l'opération de rapprochement de Nova et Via Varejo. Les économies de coûts de siège envisageables à l'issue de l'Offre sont analysées au paragraphe 4 ci-après.

[24] *Credit Default Swap*

Les prévisions communiquées conduisent à des frais de siège avant impôt de 11,5 m€ sur le 4ème trimestre 2016, 16,4 m€ sur 2017 et 8,9 m€ sur 2018 et 2019.

Les autres hypothèses retenues pour déterminer la valeur actualisée des frais de siège par la méthode des flux de trésorerie actualisés intègrent les éléments suivants :

- inflation des coûts de 2% par an à compter de 2020 ;
- taux d'imposition normatif de 34,43% ;
- taux d'actualisation de 7,75%, correspondant au taux retenu pour actualiser les flux de trésorerie de Cdiscount, dont la construction est détaillée précédemment.

Sur ces bases, la valeur actualisée des frais de siège s'élève à (119,2) m€, soit (0,34) € par action.

Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année, à compter du 30 septembre 2016.

Résultats

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une valeur centrale de 4,21 € par action.

Cnova (en m€)	Méthode DCF
Valeur d'Entreprise Cdiscount	1 520
Valeur actuelle des coûts de Holding	(119)
Valeur d'Entreprise Cnova	**1 401**
Dette financière nette au 30 septembre 2016 (y.c. cashpooling créditeur)	(124)
Autres éléments de dette nette	21
Dette nette	**(103)**
Ajustements liés au transfert de Nova	**158**
Dette nette ajustée	**55**
Valeur des capitaux propres de Cnova	**1 456**
Nombre de titres (en millions)	345,8
Valeur des capitaux propres de Cnova par action (en €)	**4,21**

Source : analyses Eight Advisory au 28 octobre 2016

Sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, le prix proposé, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 23%.

Etudes de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de croissance à long terme ;
- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de marge d'EBITDA (sur l'ensemble de la période de projection, soit du 4ème trimestre 2016 à l'année terminale).

L'analyse de sensibilité de la valeur centrale à +/- 0,5% du taux d'actualisation et +/- 0,25% du taux de croissance à long terme fait ressortir des valeurs comprises entre 3,67 € et 4,92 € par action.

Sensibilité de la valeur des fonds propres de Cnova (€ par action)

Taux de croissance à long terme \ Taux d'actualisation	7,25%	7,75%	8,25%
2,00%	4,51	4,06	**3,67**
2,25%	4,71	**4,21**	3,80
2,50%	**4,92**	4,38	3,93

Sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, le prix proposé, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 5% et 41%.

L'analyse de sensibilité de la valeur centrale à +/- 0,25% du taux de marge d'EBITDA fait ressortir des valeurs comprises entre 3,82 € et 4,60 € par action.

Sensibilité de la valeur des fonds propres de Cnova (€ par action)

Marge d'EBITDA %		
(0,25)%	-	0,25%
3,82	**4,21**	4,60

Sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, le prix proposé, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 13% et 36%.

3.2.5 *Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)*

Dans cette approche, la méthode des comparables boursiers a été appliquée à Cdiscount tandis que les coûts de holding ont été valorisés par la méthode des DCF (méthode qui permet de mieux prendre en compte le profil spécifique de croissance des coûts de holding).

La méthode consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples de valorisation observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité. Compte tenu du modèle économique spécifique de Cnova et du profil de ses cash-flows, il n'existe pas de société qui lui soit parfaitement comparable. Nous présentons donc cette méthode à titre secondaire.

Comme indiqué précédemment, notre échantillon se compose de quatre sociétés : Amazon, AO World, Ocado et Qliro.

La Valeur d'Entreprise (VE) des sociétés de l'échantillon est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité de la valeur comptable des impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables, actifs financiers, passifs relatifs aux engagements de retraites, actifs disponibles à la vente et de la saisonnalité du besoin en fonds de roulement) et des intérêts minoritaires.

Les capitalisations boursières ont été déterminées sur la base des cours moyens 1 mois au 28 octobre 2016.

Les prévisions d'agrégats opérationnels servant dans le calcul des multiples boursiers des sociétés comparables correspondent au consensus moyen des prévisions des analystes financiers, telles que présentées dans leurs notes publiées avant le 28 octobre 2016.

Multiples boursiers retenus dans l'analyse

Comme indiqué, il n'existe pas de société directement comparable à Cdiscount, compte tenu :

- des spécificités de son modèle économique *Low cost* (niveaux de marge brute, coûts opérationnels et investissements inférieurs aux niveaux sectoriels) ;
- des différences importantes de croissance et de profitabilité entre Cdiscount et les sociétés de l'échantillon aujourd'hui et sur l'horizon des prévisions ; et
- du recours à l'affacturage (contrairement aux autres sociétés de l'échantillon).

Par ailleurs, la marge d'EBITDA de Cdiscount sur les premières années du plan d'affaires apparaît sensiblement éloignée de son niveau normatif, ce que reflète l'écart entre l'objectif de marge en fin de période d'extrapolation et son niveau 2018 (+370 points de base).

Sur la base des éléments ci-dessus :

- l'application de multiples de résultat n'est pas apparue pertinente ; et

- l'application de multiples moyens de chiffre d'affaires non ajustés ne nous a pas semblé non plus adaptée.

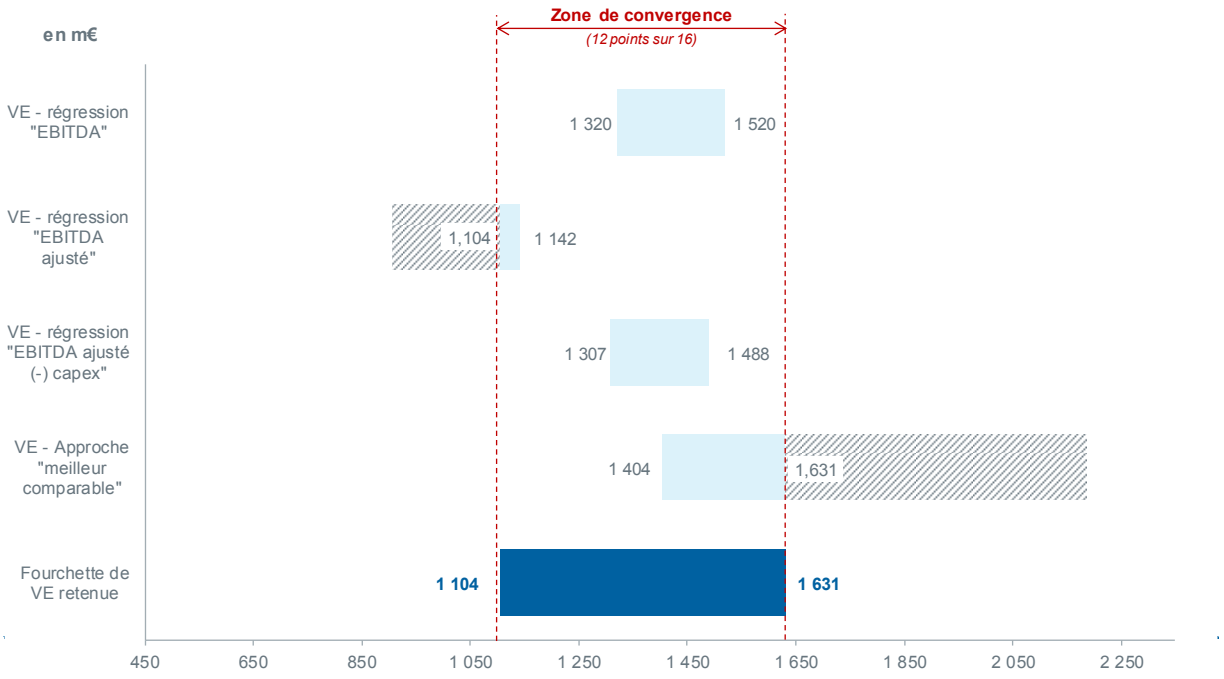
Nous avons en revanche retenu des multiples de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires, multiples que nous avons ajustés pour tenir compte des écarts de profitabilité et de génération de trésorerie attendus entre la Société et les sociétés de l'échantillon. Nous avons réalisé plusieurs analyses en raison de la taille de l'échantillon. Les multiples retenus sont les suivants :

- multiples de VE/CA 2015 à 2018 tenant compte de la régression à la marge d'EBITDA ;
- multiples de VE/CA 2015 à 2018 tenant compte de la régression à la marge d'EBITDA ajusté, i.e. intégrant les coûts d'affacturage ;
- multiples de VE/CA 2015 à 2018 tenant compte de la régression à la marge d'EBITDA ajusté (-) capex, i.e. intégrant les coûts d'affacturage et les investissements ;
- multiples de VE/CA 2015 à 2018 de la société AO World, dans la mesure où AO World présente les caractéristiques les plus comparables à Cdiscount en termes d'offre produit et de situation géographique.

Cdiscount	FY15	FY16	FY17	FY18
VE/CA ajusté (régression EBITDA)	0,76x	0,81x	0,77x	0,68x
VE/CA ajusté (régression EBITDA ajusté*)	*0,57x*	*0,49x*	0,58x	0,52x
VE/CA ajusté (régression EBITDA ajusté (-) capex*)	0,75x	0,81x	0,74x	0,64x
VE/CA AO World (approche meilleur comparable)	*1,26x*	*1,02x*	0,83x	0,66x

Source : analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 28 octobre 2016, consensus d'analystes
**EBITDA ajusté = EBITDA (-) coûts d'affacturage*

Les Valeurs d'Entreprise de Cdiscount (hors coûts de *holding*) résultant de l'application de ces multiples sont présentées ci-dessous.



Note : les zones hachurées correspondent aux points non retenus dans l'analyse

Nous notons une convergence entre 12 des 16 valeurs résultant de l'application des multiples de chiffre d'affaires ci-dessus. A ce titre, sont exclues de la fourchette de Valeurs d'Entreprise retenue :

- les Valeurs d'Entreprise issues de l'application des multiples VE/CA 2015 et 2016 tenant compte de la régression à la marge d'EBITDA ajusté, en raison (i) du caractère non normatif des marges de la Société sur ces années et (ii) parce que l'agrégat EBITDA ajusté ne permet pas de capter le différentiel de poids des investissements entre la société et les comparables, particulièrement élevé sur ces années (les valeurs issues de l'analyse de régression à la seule marge d'EBITDA sont moins impactées car les effets des différentiels de coûts d'affacturage et de Capex se compensent) ;
- les Valeurs d'Entreprise issues de l'application des multiples VE/CA 2015 et 2016 de la société AO World, en raison du différentiel de croissance significatif avec la Société sur les années 2016 et 2017. Par conséquent, les valeurs obtenues par cette approche sur des agrégats 2015 et 2016 ne nous semblent pas pertinentes.

Résultats

Sur ces bases, la méthode des multiples boursiers conduit à une fourchette de valeurs des fonds propres de Cnova comprises entre 3,00 € et 4,53 € par action.

	Multiples boursiers	
Cnova (en m€)	**Min**	**Max**
Valeur d'Entreprise Cdiscount	1 104	1 631
Valeur actuelle des coûts de Holding	(119)	(119)
Valeur d'Entreprise Cnova	**984**	**1 512**
Dette financière nette au 30 septembre 2016 (y.c. cashpooling créditeur)	(124)	(124)
Autres éléments de dette nette	21	21
Dette nette	**(103)**	**(103)**
Ajustements liés au transfert de Nova	**158**	**158**
Dette nette ajustée	**55**	**55**
Valeur des capitaux propres de Cnova	**1 039**	**1 566**
Nombre de titres (en millions)	345,8	345,8
Valeur des capitaux propres de Cnova par action (en €)	**3,00**	**4,53**

Source : analyses Eight Advisory au 28 octobre 2016

Sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, le prix proposé, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 15% et 73%.

3.2.6 *Références au cours de bourse et aux objectifs de cours (à titre secondaire)*

La Société a été introduite au NASDAQ le 20 novembre 2014 au prix de 7,0 US$ par action. Une cotation secondaire sur le compartiment A d'Euronext Paris a été mise en place le 23 janvier 2015, sous le code ISIN NL0010949392.

Les titres sont donc négociés à la fois sur le NASDAQ avec une cotation en dollars et sur Euronext Paris avec une cotation en euros. Comme indiqué précédemment, le prix de la présente Offre a été établi en dollars, au prix de 5,50 US$ par action.

En ce qui concerne les échanges de titres, le cours de bourse de la Société sur le NASDAQ peut être considéré comme liquide puisque la rotation de son flottant est supérieure à 20,0% sur 12 mois (96,8%).

Le cours de bourse de la Société sur Euronext affiche une liquidité plus réduite (rotation du flottant sur 12 mois de 7,3%), qui s'explique par le caractère secondaire de la cotation Euronext. L'écart moyen entre (i) le cours en dollars sur le NASDAQ et (ii) la contrevaleur dollars du cours en euros sur Euronext sur les 12 derniers mois, est néanmoins d'environ 1%. Par conséquent, nous avons considéré le cours de bourse de la Société sur Euronext comme suffisamment pertinent pour nos analyses.

Malgré la taille réduite du flottant (6,6%, sur la base de 441,3 millions de titres), le titre fait l'objet d'un suivi régulier par plusieurs analystes financiers.

Euronext	
Données boursières à la clôture de la séance du 28 octobre 2016	
Mnémonique Bloomberg	CNV FP
Capitalisation et nombre de titres	
Prix de l'action à la clôture (€)	4,89
Capitalisation boursière (€)	2 157 946 467
Nombre de titres	441 297 846
Nombre de titres composant le flottant	29 182 894
Rotation du flottant	
Somme des volumes échangés sur un an	2 142 704
Rotation des titres sur 12 mois	0,5%
% du flottant	6,6%
Rotation du flottant sur 12 mois	7,3%

Source : Bloomberg

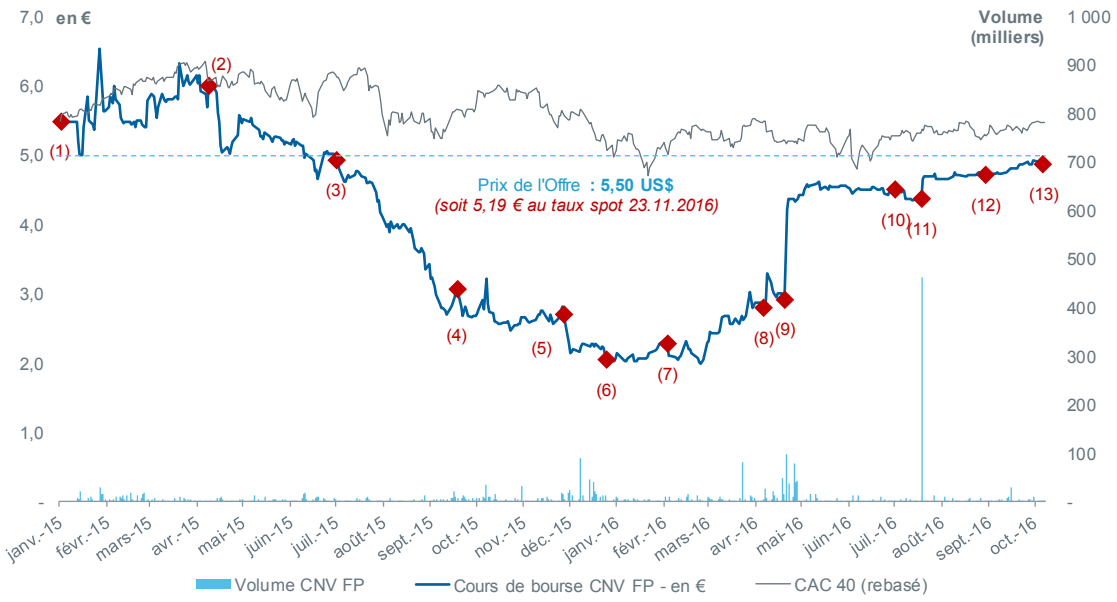
Nasdaq	
Données boursières à la clôture de la séance du 28 octobre 2016	
Mnémonique Bloomberg	CNV US
Capitalisation et nombre de titres	
Prix de l'action à la clôture (US$)	5,36
Capitalisation boursière (US$)	2 365 356 455
Nombre de titres	441 297 846
Nombre de titres composant le flottant	29 182 894
Rotation du flottant	
Somme des volumes échangés sur un an	28 248 383
Rotation des titres sur 12 mois	6,4%
% du flottant	6,6%
Rotation du flottant sur 12 mois	96,8%

Source : Bloomberg

Note : analyses présentées sur la base de 441,3 millions de titres (avant impact de l'annulation des actions auto-détenues par la Société)

Au 28 octobre 2016, la capitalisation boursière de Cnova s'établit à 2 158 m€ sur la base d'un cours de clôture à 4,89 € (cotation Euronext). A titre illustratif, sur la base de ce même cours de clôture, mais en considérant le nombre de titres post *closing* de l'opération de rapprochement de Nova et Via Varejo intervenue le 31 octobre 2016 (impliquant l'annulation par Cnova des 96,8 millions de titres reçus de Via Varejo), la capitalisation boursière de la Société s'établirait à 1 685 m€, soit 4,89 € par action (sur une base de 344,5 millions d'actions).

Evolution du cours de bourse du titre Cnova (CNV FP) depuis le début de sa cotation sur Euronext (23 janvier 2015)



Source : Bloomberg

	Date	Actualité
(1)	23-janv.-15	Début de la cotation des actions Cnova sur Euronext
(2)	29-avr.-15	Publication du Q1 2015 : chiffre d'affaires en hausse mais marge brute en dessous des attentes du marché
(3)	22-juil.-15	Publication du Q2 2015 : CA en ligne avec les estimations au détriment de la marge brute. Anticipations à la baisse pour le Brésil
(4)	9-oct.-15	Publication du CA Q3 2015 : en baisse de 6,7% y.o.y. lié au taux de change €/R$
(5)	18-déc.-15	Annonce du lancement d'une enquête interne sur des irrégularités concernant la gestion de Nova au Brésil
(6)	12-janv.-16	Publication du CA Q4 2015 : contraction du CA de 17,7% y.o.y. au Q4 et baisse de 1,0% du CA sur 2015
(7)	24-févr.-16	Publication Q4 2015 et mise à jour sur l'enquête interne au Brésil - Révision à la hausse des impacts
(8)	28-avr.-16	Communication officielle confirmant l'existence de discussions entre Cnova et Via Varejo
(9)	12-mai-16	Communiqué présentant les modalités de la transaction envisagée avec Via Varejo (notamment le prix de 5 US$ par action)
(10)	22-juil.-16	Publication du rapport annuel 2015 20-F et clôture de l'enquête interne au Brésil
(11)	8-août-16	Cnova N.V. annonce la réorganisation de ses activités brésiliennes avec Via Varejo
(12)	19-sept.-16	Création d'une plateforme d'achats commune entre Casino et Conforama
(13)	27-oct.-16	Approbation par l'assemblée générale de Cnova de l'opération de réorganisation des activités brésiliennes avec Via Varejo

Source : Information publique

Pour mémoire, les informations suivantes étaient présentées dans le communiqué de presse du 12 mai 2016 :

- Cnova et Via Varejo ont entamé des négociations dans le cadre d'un « *Memorandum of Understanding* » ;
- les termes de la transaction envisagée dans le cadre de l'Accord de Rapprochement *(Reorganization Agreement*) reposent notamment sur une valeur par action de Cnova de 5,0 US$ en valeur centrale ;
- sous réserve de la finalisation du rapprochement de Nova et Via Varejo, Casino Guichard-Perrachon s'engage à initier une offre publique d'achat sur les actions composant le flottant de Cnova à un prix de 5,50 US$ par action.

Depuis la signature le 8 août 2016 de l'Accord de Rapprochement entre Cnova et Via Varejo, le cours de bourse de la Société sur le NASDAQ s'est aligné sur le prix de 5,50 US$ que l'Initiateur s'est engagé le 12 mai 2016 à proposer. Il en est de même avec le cours de bourse de la Société sur Euronext, qui s'est ajusté sur la contrevaleur en euros du prix de 5,50 US$.

Depuis le début de sa cotation sur Euronext (23 janvier 2015), le titre Cnova a vu sa valeur diminuer de 11%. Toutefois, il convient de distinguer les périodes suivantes dans l'analyse.

Période 1 : du 23 janvier 2015 au 31 mars 2016 : baisse de 52%

Après une phase de volatilité de quelques semaines suivant le début de la cotation, le cours de bourse de la société a connu une baisse quasi-continue jusqu'en mars 2016.

Cette évolution s'explique principalement par les éléments suivants :

- des résultats en-deçà des attentes du marché, en particulier sur Nova (progression du chiffre d'affaires et marges plus faibles qu'anticipées sur les 1er et 2ème trimestres 2015 et en diminution à compter du 3ème trimestre 2015) ;
- un degré croissant d'incertitudes macro-économique et politique au Brésil ;
- l'annonce en décembre 2015 du lancement d'une enquête interne sur des irrégularités commises dans la gestion de Nova ;
- le lancement en janvier 2016 d'une « *Class Action* » aux Etats-Unis pour divulgation d'informations financières erronées et manque d'information lors de l'introduction en bourse de la Société ; et
- la révision à la hausse en février 2016 des impacts estimés des irrégularités commises.

Période 2 : du 1er avril 2016 au 11 mai 2016 : hausse de 10%

Sur la période allant du 1er avril au 11 mai 2016, le cours de l'action Cnova s'est apprécié de 10%, ce qui peut s'expliquer par l'existence de rumeurs (confirmées par la Société dans son communiqué de presse du 28 avril 2016) sur une éventuelle réorganisation des activités brésiliennes.

Période 3 : du 11 mai 2016 au 8 août 2016 : hausse de 50%

Suite au communiqué de presse du 12 mai 2016, le cours de l'action s'est immédiatement aligné sur le prix envisagé pour la transaction entre Cnova et Via Varejo, soit 5,0 US$ par action.

Période 4 : depuis le 8 août 2016 : hausse de 12%

De même, suite au communiqué de presse du 8 août 2016, le cours de l'action s'est aligné sur le prix proposé par l'Initiateur, soit 5,50 US$ par action. Le titre a par ailleurs à cette date enregistré des volumes d'échanges importants avec plus de 460 000 titres échangés contre 7 000 en moyenne depuis le début de la cotation Euronext (source Bloomberg).

La variation de 5% du cours de bourse de la Société sur Euronext entre le 9 août et le 28 octobre s'explique en partie par l'évolution du taux de change €/US$.

Calcul de la prime de l'Offre par rapport au cours de bourse de la Société

	31-mars-16		11-mai-16		28-oct.-16	
Cnova (CNV FP) **Cours pondéré par les volumes**	Prix en US$	Primes de l'Offre	Prix en US$	Primes de l'Offre	Prix en US$	Primes de l'Offre
Prix de l'offre	**5,50**	**-**	**5,50**	**-**	**5,50**	**-**
Spot	2,92	88%	3,37	63%	5,37	2%
Moyenne 1 mois	2,50	120%	3,28	68%	5,35	3%
Moyenne 3 mois	2,43	126%	2,98	85%	5,22	5%
Moyenne 6 mois	2,69	105%	2,75	100%	4,96	11%
Moyenne 12 mois	3,55	55%	3,35	64%	3,94	40%
+ Bas 12 mois	2,16	154%	2,16	154%	2,16	154%
+ Haut 12 mois	6,76	(19)%	6,11	(10)%	5,40	2%

Source : Bloomberg, cours de bourse convertis en dollars aux taux €/US$ quotidiens

Sur la base des taux de change €/US$ quotidiens sur la période analysée, le prix proposé, soit 5,50 US$ par action, fait ainsi ressortir une prime de :

- 120% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois au 31 mars 2016 (cours non affecté par les rumeurs) ;
- 68% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois au 11 mai 2016 (avant communiqué de presse détaillant les modalités de prix envisagées dans le cadre de l'Opération) ;
- 3% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois au 28 octobre 2016, soit un niveau très proche du cours de bourse, ce qui paraît logique dans la mesure où le projet d'Accord de Rapprochement (*Reorganization Agreement*) validé, le projet d'Offre à 5,50 US$ se concrétisait.

Nous notons par ailleurs que depuis le communiqué de presse du 8 août 2016, le cours de bourse de l'action Cnova n'a jamais dépassé le prix de l'Offre. Ceci tend à démontrer que le marché n'estime pas la valeur de Cnova à un niveau supérieur au prix de l'Offre.

Pour information, nous avons également calculé les primes induites par le prix d'Offre de 5,50 US$ sur le cours de bourse NASDAQ de la Société. Les données présentées ci-dessous sont présentées en US$.

Calcul de la prime de l'Offre par rapport au cours de bourse de la Société

	31-mars-16		11-mai-16		28-oct.-16	
Cnova (CNV US) **Cours pondéré par les volumes**	Prix en US$	Primes de l'Offre	Prix en US$	Primes de l'Offre	Prix en US$	Primes de l'Offre
Prix de l'offre	**5,50**	**-**	**5,50**	**-**	**5,50**	**-**
Spot	2,98	84%	3,36	64%	5,38	2%
Moyenne 1 mois	2,40	129%	3,21	71%	5,38	2%
Moyenne 3 mois	2,33	136%	2,76	99%	5,31	4%
Moyenne 6 mois	2,50	120%	2,55	115%	5,20	6%
Moyenne 12 mois	3,84	43%	3,33	65%	3,84	43%
+ Bas 12 mois	2,16	154%	2,16	154%	2,16	154%
+ Haut 12 mois	6,55	(16)%	6,06	(9)%	5,40	2%

Source : Bloomberg

Sur la base des éléments présentés ci-dessus, les conclusions de notre analyse sur le cours de bourse sont les mêmes selon qu'elle porte sur le cours de la Société sur Euronext ou sur le NASDAQ.

Objectifs de cours des analystes

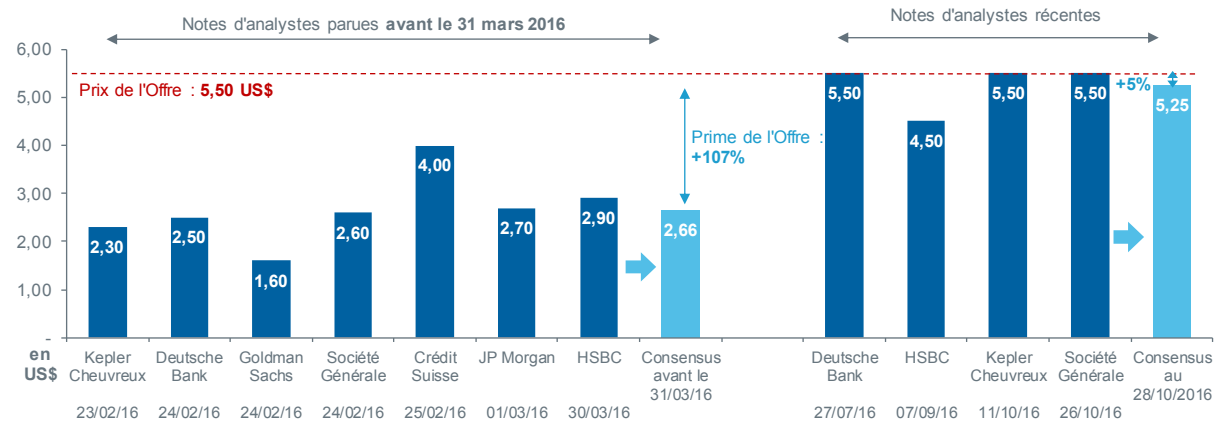
Nous avons étudié les notes d'analystes publiées avant le 31 mars 2016 et le 28 octobre 2016.

Source	Date	Objectif cours (US$)	Cours (US$)	Delta
Objectif de cours (analystes) - avant le 31 mars 2016				
Kepler Cheuvreux	23/02/2016	2,30	2,57	*(10,4)%*
Deutsche Bank	24/02/2016	2,50	2,54	*(1,5)%*
Goldman Sachs	24/02/2016	1,60	2,54	*(37,0)%*
Société Générale	24/02/2016	2,60	2,54	*2,4%*
Crédit Suisse	25/02/2016	4,00	2,45	*63,6%*
JP Morgan	01/03/2016	2,70	2,21	*22,3%*
HSBC	30/03/2016	2,90	2,82	*2,7%*
Consensus avant le 31/03/16		**2,66**	**2,52**	***6,0%***
Objectif de cours (analystes) - au 28 octobre 2016				
Deutsche Bank	27/07/2016	5,50	4,97	*10,8%*
HSBC	07/09/2016	4,50	5,28	*(14,8)%*
Kepler Cheuvreux	11/10/2016	5,50	5,36	*2,7%*
Société Générale	26/10/2016	5,50	5,31	*3,6%*
Consensus au 28/10/2016		**5,25**	**5,23**	***0,6%***

Source : Bloomberg, Thomson Research
Note : delta calculé en convertissant les cours de bourse Euronext en dollars au taux €/US$ en date de chaque note

Au 31 mars 2016, l'objectif de cours moyen des analystes s'établissait à 2,66 US$ par action, représentant un écart moyen de +6,0% par rapport au cours de bourse de la Société à cette date.

Au 28 octobre 2016, l'objectif de cours moyen s'établissait à 5,25 US$ par action, en ligne avec le cours de bourse de la Société. On note que 3 analystes sur 4 ont aligné leur objectif de cours sur le prix de l'Offre.



Source : notes d'analystes, analyses Eight Advisory

En synthèse, le prix proposé extériorise une prime de :

- 107% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes précédant le 31 mars 2016 ; et
- 5% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes au 28 octobre 2016.

4 Valorisation des économies de coûts potentielles liées à l'Opération

4.1 Présentation des économies de coûts potentielles

Comme indiqué dans la Note d'Information de l'Initiateur (§ 2.2.1), Casino n'anticipe pas de synergie au titre des activités futures entre Casino et Cnova au-delà de celles préalablement identifiées dans le cadre du rapprochement entre Nova et Via Varejo.

Cependant, dans le cas où, à l'issue des Offres, le nombre d'actionnaires américains deviendrait inférieur à 300, la Société pourrait rester cotée sur le NASDAQ et sur Euronext, mais ne serait plus soumise à ses obligations de *reporting* SEC à partir du 2ème trimestre 2017.

Par ailleurs, comme précisé dans la Note d'information (§ 2.2.8), dans le cas où, à l'issue des Offres, Casino et ses filiales détiendraient au moins 95 % des actions ordinaires émises et en circulation (*geplaatst* en *uitstaand gewoon kapitaal*) de Cnova, Casino, agissant seule ou de concert avec ses filiales, se réserve la possibilité de mettre en œuvre, une procédure de retrait (*uitkoopprocedure*) conformément à l'article 2:92a ou 2:201a du Code civil néerlandais (le Retrait Obligatoire) et/ou une procédure de rachat conformément à l'article 2:359c du Code civil néerlandais (le Rachat et, conjointement avec le Retrait Obligatoire, un Retrait) afin d'acquérir les actions ordinaires restantes de Cnova non apportées aux Offres et non détenues par Casino et ses filiales ou Cnova. Dans le cas de la mise en place d'une telle procédure, Cnova serait retirée effectivement de la cote sur le NASDAQ et sur Euronext à partir du 2ème trimestre 2018.

Dans un scénario de succès de l'Offre NASDAQ (nombre d'actionnaires réduit à moins de 300) suivi de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire et/ou de Rachat, la Société serait en mesure d'économiser les frais liés à ses obligations de *reporting* SEC, ainsi que les frais de cotation et de conseil associés. La Société nous a indiqué que les économies de coûts correspondantes représenteraient environ 4,9 m€ en année pleine avant impôt.

4.2 Valorisation des économies de coûts potentielles

En considérant un taux d'actualisation de 7,75%, en ligne avec celui retenu dans la méthode des flux de trésorerie actualisés, et en retenant un taux de croissance à long terme de 2,0%, en ligne avec l'hypothèse de croissance annuelle des frais de siège, la valeur actualisée des économies de coûts liées à l'arrêt des obligations de *reporting* SEC et au retrait de la cote, après impôt, est estimée à 54 m€. Sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, la valeur actualisée de ces économies de coûts, après impôt, est estimée à 57 mUS$.

Sur la base de ce même taux de change, la prime de 1,0 US$ par action visée par l'Offre, soit 37 mUS$ au total (qui correspond à la différence entre le prix d'Offre et la valeur centrale issue de la méthode des flux de trésorerie actualisés), représente environ 65% de la valeur actualisée des économies de coûts après impôt liées au succès des Offres.

5 Analyse des accords connexes

Comme rappelé dans la Note d'information au paragraphe § 1.3 (ii), en lien avec la signature de l'Accord de Rapprochement le 8 août 2016, un nouvel accord opérationnel a été conclu entre CBD et Via Varejo dans le cadre de la réorganisation des activités brésiliennes, mettant fin à l'accord existant entre CBD, Via Varejo, Nova et Cnova. Cet accord opérationnel définit les conditions de l'alignement commercial et stratégique de leurs activités de vente au détail et d'e-commerce, notamment les achats groupés de produits communs et les activités d'e-commerce exercées sous la marque « Extra ».

Parallèlement, trois lettres ont été signées :

- Lettre des engagements Casino – Cnova ;
- Lettre de soutien CBD ; et
- Lettre d'engagement Casino – CBD.

La Lettre des engagements Casino – Cnova, telle que décrite au paragraphe § 1.3 (iii), visait à s'assurer du soutien réciproque des deux entités à l'opération de réorganisation et entériner le lancement dans les meilleurs délais d'une offre publique par Casino sur les titres Cnova non détenus directement ou indirectement au prix de 5,50 US$.

La Lettre de soutien CBD (8 août 2016) : CBD informait Casino que lors de la réunion qui s'est tenue le 8 août 2016, le conseil d'administration de CBD avait décidé à l'unanimité (i) d'exercer ses droits de vote en faveur du Rapprochement lors de l'assemblée des actionnaires de Cnova, (ii) de ne pas apporter ses actions ordinaires Cnova, directement ou indirectement à l'Offre, ni céder ou transférer les dites-actions d'une quelconque autre manière ou via tout autre instrument, y compris des instruments dérivés jusqu'à la clôture de l'Offre. CBD s'est également engagée à soutenir Casino et à collaborer avec elle dans le cadre des éventuelles procédures de Retrait Obligatoire après la clôture de l'Offre.

Lettre d'engagement Casino – CBD (8 août 2016) : cette lettre vise à couvrir les engagements réciproques de CBD et Casino dans le cadre de l'Offre publique initiée par Casino et du point de vue de la gouvernance à venir de Cnova, et des modalités futures en cas de sortie du capital de Cnova (ne prévoyant aucune formule de prix).

Par ailleurs, Exito, autre filiale du Groupe Casino, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Nous rappelons par ailleurs, comme précisé dans la Note d'Information, que l'Offre n'aura pas d'effet sur les DSU et les *Stock Appreciation Rights awards (« SAR »)* détenus par les salariés actuels et anciens de Cnova, en-dehors d'éventuels ajustements liés à la liquidité. Nous précisons que les DSU donneront droit à la création d'actions ordinaires, et que les SAR ne sont pas dans la monnaie (le cours est nettement inférieur au prix d'exercice).

Selon notre analyse, l'ensemble de ces accords ne sont pas de nature à remettre en cause l'appréciation de l'Offre.

6 Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la Note d'information

6.1 Sur les méthodes écartées

L'établissement présentateur a écarté les méthodes suivantes :

- méthode de l'Actif Net Comptable ;
- méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- méthode du rendement ; et
- méthode des transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

6.2 Sur les méthodes retenues

L'établissement présentateur a retenu à titre principal la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (DCF).

Il présente à titre de référence :

- la méthode des multiples boursiers ;
- le prix retenu pour Cnova dans le cadre de l'opération de rapprochement de Nova et Via Varejo, dont le *closing* est intervenu le 31 octobre 2016 ;
- l'analyse du cours de bourse ;
- l'analyse des objectifs de cours des analystes.

Nous avons pour notre part retenu à titre principal le prix de 5,0 US$ par action de l'opération de rapprochement de Nova et Via Varejo, dans la mesure où cette transaction a :

- été négociée par les actionnaires de Via Varejo non-affiliés à une entité du Groupe Casino (notamment la famille Klein) ;
- été approuvée par le *Transaction Committee* de la Société, composé d'administrateurs indépendants ;
- été votée par les actionnaires minoritaires de Via Varejo (CBD n'ayant pas participé au vote) ; et
- porté sur un bloc d'environ 21,9% du capital de la Société.

Par ailleurs, nous avons retenu l'analyse des multiples boursiers à titre secondaire.

Nous avons également retenu l'analyse du cours de bourse de la Société et les objectifs de cours des analystes à titre de référence.

6.3 Sur les données financières

6.3.1 *Nombre de titres retenus*

Le nombre de titres Cnova retenu par l'établissement présentateur s'élève à 345 797 205, soit le nombre d'actions en circulation au 28 octobre 2016, après prise en compte de :

- l'annulation des 96 790 798 de titres auto-détenus par la Société, reçus de Via Varejo dans le cadre du rapprochement de Nova et Via Varejo ; et
- l'impact dilutif lié aux actions gratuites non encore émises (*Deferred Stock Units*), soit 1 290 157 millions d'actions.

Nous n'avons pas de commentaires sur le nombre de titre retenus.

6.3.2 *Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres*

L'établissement présentateur retient une situation de trésorerie nette ajustée pour un montant de 49 m€ intégrant notamment :

- la dette nette ajustée au 30 septembre 2016, soit 14 m€ (y compris trésorerie nette de 50 m€ et ajustement de saisonnalité du besoin en fonds de roulement pour (36) m€) ;
- la valeur actualisée des déficits reportables pour 59 m€ ;
- des provisions à caractère de dette pour un montant de (18) m€ (dont (12) m€ à plus d'un an et (6) m€ à moins d'un an) ; et
- des intérêts minoritaires pour (6) m€.

Nous retenons pour notre part une position de trésorerie nette ajustée (y compris valeur actualisée des déficits reportables) de 55 m€. L'écart observé provient principalement de l'ajustement de saisonnalité du besoin en fonds de roulement.

6.4 Analyse du cours de bourse

Les analyses du cours de bourse menées par l'établissement présentateur sont fondées sur l'analyse au 28 octobre 2016 du cours de bourse NASDAQ, après conversion en euros aux taux €/US$ quotidiens, et du cours de bourse Euronext. Les moyennes présentées par l'établissement présentateur sont des moyennes arithmétiques du cours moyen pondéré par les volumes.

Nous avons pour notre part analysé le cours de bourse Euronext de la Société, également au 28 octobre 2016, après nous être assurés de la cohérence avec les résultats obtenus par l'analyse du cours NASDAQ. Par ailleurs, nous avons retenu des moyennes pondérées par les volumes du cours moyen pondéré par les volumes. Nous n'observons néanmoins pas d'écart significatif entre les résultats obtenus.

6.5 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

6.5.1 *Prévisions retenues*

Période 2016-2018

L'établissement présentateur a fondé son analyse sur les éléments à date concernant l'atterrissage du 4ème trimestre 2016, ainsi que sur le plan d'affaires validé par le Conseil d'Administration le 23 février 2016 pour 2017 et 2018.

Les prévisions couvrant la période allant du 4ème trimestre 2016 à 2018 sont donc globalement en ligne avec celles retenues dans nos analyses. Nous notons toutefois un écart de 1 m€ sur la variation de besoin en fonds de roulement cumulée sur les 3 exercices 2016, 2017 et 2018. Cet écart provient d'une différence d'approche sur l'estimation du besoin en fonds de roulement moyen.

Période d'extrapolation

Au-delà de 2018, l'établissement présentateur retient une période d'extrapolation de 6 ans, allant de 2019 à 2024. Sur cette période d'extrapolation :

- le chiffre d'affaires affiche une croissance annuelle moyenne de 10% et le poids de la *Marketplace* dans le volume d'affaires total passe de 41,4% en 2018 à 49,5% en 2024 ;
- la marge d'EBITDA après coûts de siège et coûts d'affacturage augmente et passe de 3,0% en 2018 à 6,4% en 2024 ;
- les investissements devraient représenter 2,1% du chiffre d'affaires en 2024, contre 2,3% en 2018 ;
- au total, l'agrégat EBITDA (-) coûts d'affacturage (-) investissements, qui représente un *proxy* de la génération de flux de trésorerie opérationnels avant impôt et variation de besoin en fonds de roulement, passe de 0,7% en 2018 à 4,3% en 2024 ; et
- nous notons enfin que l'établissement présentateur a fait l'hypothèse d'une réduction des stocks de 3 jours de coûts d'achat des marchandises sur la période d'extrapolation du plan d'affaires.

Nous avons pour notre part retenu une période d'extrapolation de 5 ans, allant de 2019 à 2023. Sur cette période d'extrapolation, le chiffre d'affaires affiche une croissance annuelle moyenne légèrement plus faible (9%) et le poids de la *Marketplace* dans le volume d'affaires atteint lui aussi 49,3% en 2023. La marge d'EBITDA après coûts de siège et coûts d'affacturage est très légèrement supérieure à horizon 2023 et s'élève à 6,9%. Le poids des investissements est supérieur et représente 2,6% du chiffre d'affaires en 2023. Au total, l'agrégat EBITDA (y.c. coûts de siège) (-) coûts d'affacturage (-) investissements passe de 0,7% en 2018 à 4,3% en 2023. Enfin, concernant la construction du besoin en fonds de roulement, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilité de tous les postes, exprimés en jours de chiffre d'affaires ou jours de coûts d'achat des marchandises.

6.5.2 *Valeur terminale et croissance à long terme*

Valeur terminale

L'établissement présentateur a appliqué la formule de Gordon-Shapiro pour calculer la valeur terminale au-delà de la période d'extrapolation.

Nous avons pour notre part appliqué la formule du « *H model* », qui permet de considérer une période de convergence progressive de la croissance observée en fin de période d'extrapolation vers le taux de croissance à long terme. Au cas d'espèce, nous avons considéré une période de convergence de 3 ans.

Croissance à long terme

L'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à long terme de 2,25%.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

6.5.3 *Taux d'actualisation*

L'établissement présentateur retient dans le cadre de l'application de la méthode DCF un taux d'actualisation de 7,7%, correspondant au coût des fonds propres en raison d'une structure financière cible sans dette.

- un taux sans risque de 0,4%, correspondant au taux des OAT françaises au 28 octobre 2016 ;
- une prime de risque du marché actions de 7,6% (Source : JP Morgan *Research* – octobre 2016) ;
- un bêta sectoriel de 0,95 correspondant à la moyenne des bêtas désendettés des sociétés retenues au titre de l'échantillon des sociétés comparables (Amazon, JD.com, AO World, Qliro) ; et
- une structure financière à dette nulle.

Nous retenons pour notre part un taux d'actualisation de 7,75%, issu de la moyenne de deux approches (« locale » et « US »). Cet écart provient principalement des éléments suivants :

- différence de source au titre de la prime de risque de marché ; et
- bêta sectoriel légèrement différent, provenant de la composition de l'échantillon de sociétés comparables, et du recours par l'établissement présentateur à une donnée Bloomberg spot sans seuil plancher de significativité statistique.

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur inclut JD.com (non retenu dans notre échantillon) et n'intègre pas Ocado (retenu dans notre échantillon).

Nous n'avons pas retenu JD.com dans la mesure où il s'agit d'une société qui opère sur le marché chinois, dont les perspectives de croissance sont significativement supérieures à celles du marché français.

Par ailleurs, nous avons retenu dans notre échantillon la société Ocado qui :

- présente une taille similaire à celle de la Société ;
- bien que proposant une offre produit différente de la Société, opère sur le marché britannique, aux caractéristiques plus proches de celles du marché français, notamment en termes de croissance attendue sur les prochaines années ;
- affiche une trajectoire de l'agrégat EBITDA (-) coûts d'affacturage (-) investissements similaire à celle de la Société, avec une réduction du déficit sur 2016 et 2017 et un passage en positif sur 2018[25] .

Nous notons enfin que l'établissement présentateur retient des données de marché *spot* au 28 octobre 2016 (cours de bourse et taux sans risque), tandis que nous retenons pour notre part la moyenne 1 mois à cette date.

Actualisation des flux de trésorerie

L'établissement présentateur actualise ses flux à mi-année, en date du 30 septembre 2016.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

[25] Source : Bloomberg, rapports d'analystes

6.5.4 *Résultats*

Sur la base des éléments présentés ci-avant, l'établissement présentateur conclut à une fourchette de valeur par action comprise entre 4,0 € et 5,5 €, soit une valeur centrale de 4,6 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 3,67 € et 4,92 €, soit une valeur centrale de 4,21 €.

6.6 Méthode des comparables boursiers

L'établissement présentateur retient à titre de référence la méthode analogique reposant sur les multiples boursiers.

Nous présentons cette méthode à titre secondaire. En effet, compte tenu des spécificités du modèle économique « *Low cost* » de Cnova, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable.

6.6.1 *Méthodologie retenue*

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé des sociétés : Amazon, JD.com, AO World et Qliro.

Comme indiqué précédemment, cet échantillon est partiellement convergent avec celui retenu dans nos analyses, composé des sociétés Amazon, AO World, Ocado et Qliro.

L'établissement présentateur retient le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires pour les exercices 2016 et 2017. Nous notons que la borne basse de la fourchette de multiples correspond à la moyenne hors Amazon, tandis que la fourchette haute correspond aux niveaux observés pour AO World.

Sur cette base, au titre de l'exercice 2016, le multiple de borne haute ressort à 0,97x le chiffre d'affaires et le multiple de borne basse à 0,73x le chiffre d'affaires. Pour l'exercice 2017, ceux-ci s'établissent respectivement à 0,80x et 0,61x.

Nous avons pour notre part retenu des multiples ajustés de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires. Les ajustements tiennent compte des écarts de profitabilité et de génération de trésorerie attendus entre la Société et les sociétés de l'échantillon. Nous avons retenu ces multiples sur la période 2015-2018, à savoir :

- VE/CA ajustés sur la base d'une analyse de régression à la marge d'EBITDA, conduisant à des multiples compris entre 0,68x et 0,81x ;
- VE/CA ajustés sur la base d'une analyse de régression à la marge d'EBITDA moins coûts d'affacturage. Ces multiples s'établissent à 0,58x pour 2017 et 0,52x pour 2018 ;
- VE/CA ajustés sur la base d'une analyse de régression à la marge d'EBITDA (-) coûts d'affacturage (-) investissements, conduisant à des multiples compris entre 0,64x et 0,81x.

Nous avons par ailleurs retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires 2017 et 2018 de la société AO World, dans la mesure où AO World présente les caractéristiques les plus comparables à la Société en termes d'offre produit et de situation géographique. Ces multiples s'établissent à 0,83x pour 2017 et 0,66x pour 2018.

6.6.2 *Résultats*

Sur la base de ces éléments, l'établissement présentateur fait ressortir un prix par action Cnova N.V compris entre :

- 4,0 € et 5,3 € pour l'exercice 2016 ; et
- 3,6 € et 4,7 € pour l'exercice 2017.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 3,0 € et 4,5 €.

6.7 Analyse complémentaire sur les économies de coûts liées à l'Opération

L'établissement présentateur expose une valorisation indicative des économies de coûts liées à l'arrêt potentiel des obligations de *reporting* SEC et au possible retrait de la cote de Cnova sur le NASDAQ et Euronext.

L'établissement présentateur a estimé la valeur actualisée des économies de coûts après impôt à 55 m€[26].

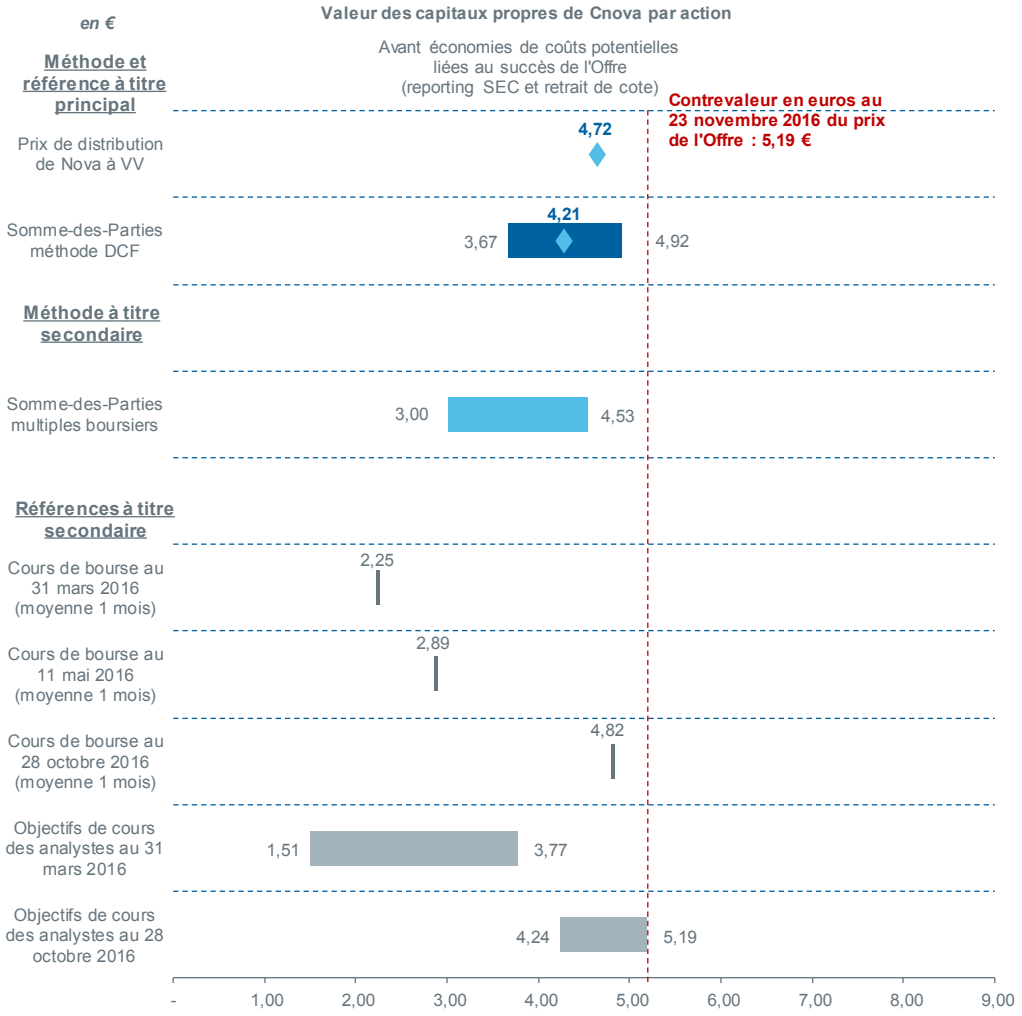
Nous arrivons pour notre part à une valorisation de ces économies de coûts qui s'établit à 54 m€. Cet écart n'appelle pas de remarque de notre part.

[26] 0,16 € par action, sur la base de 345,8 millions d'actions

7 Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

7.1 Synthèse de nos travaux en Euros

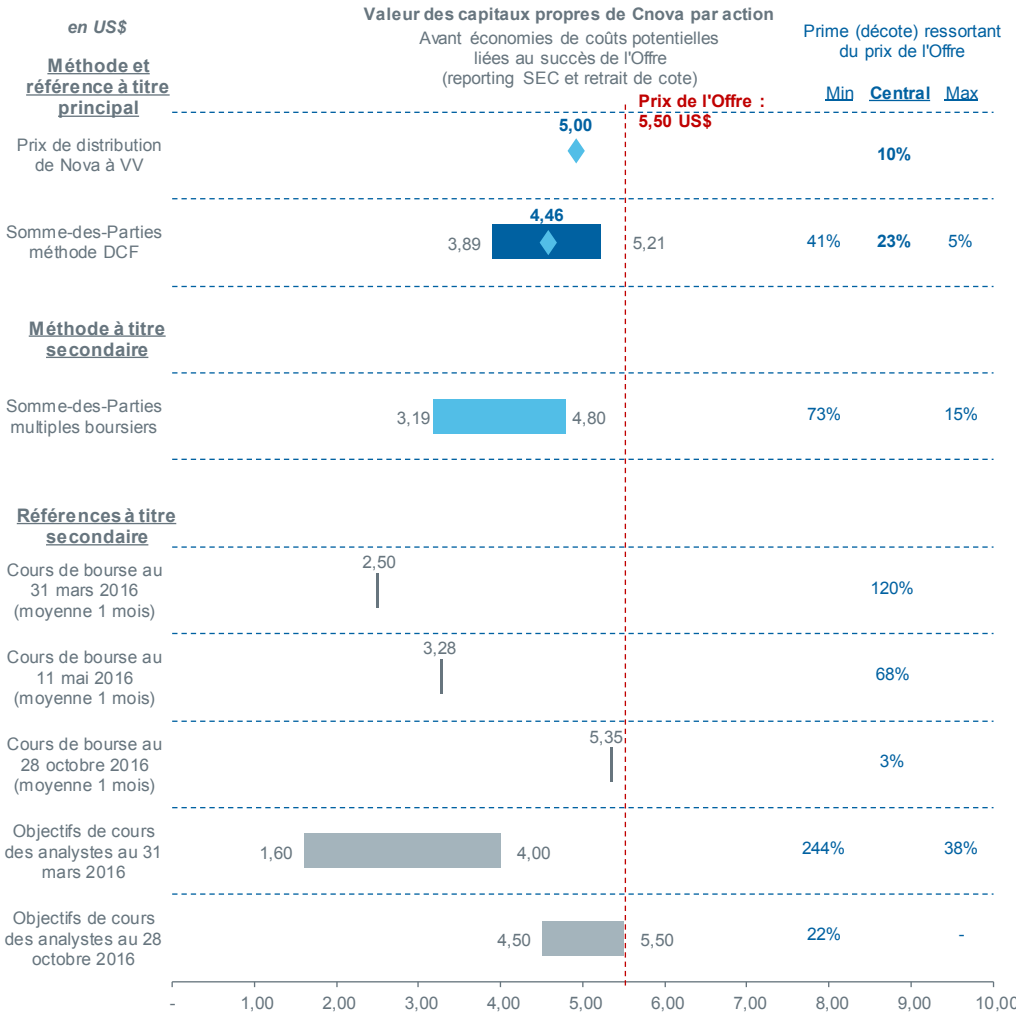
Les valeurs des titres Cnova résultant des méthodes d'évaluation que nous avons considérées comme pertinentes sont présentées dans le tableau ci-dessous :



Note 1 : à titre illustratif, prix de l'Offre de 5,5 US$ par action converti en € au taux €/US$ spot au 23 novembre 2016 (1€ = 1,06US$)
Note 2 : prix de la distribution de Nova à VV par action converti en € au taux €/US$ spot au 23 novembre 2016 (1€ = 1,06US$)
Note 3 : objectifs de cours des analystes convertis en € au taux €/US$ spot au 23 novembre 2016 (1€ = 1,06US$)

7.2 Synthèse de nos travaux en Dollars américains

A l'issue de nos travaux, le prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 5,50 US$ par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs des titres Cnova résultant des méthodes d'évaluation que nous avons considérées comme pertinentes :



Note 1 : valeurs issues de la méthode DCF et des multiples boursiers converties en $ au taux €/US spot au 23 Novembre 2016 (1€ = 1,06 US$)
Note 2 : cours de bourse Euronext de la Société converti en dollars sur la base des taux €/US$ quotidiens

En cas de succès des Offres, et de la mise en œuvre par l'Initiateur d'une procédure de Retrait conformément au droit néerlandais, l'Opération serait susceptible de générer des économies de coûts liées à l'arrêt des obligations de *reporting* SEC et au retrait de la cote, estimées par la Société à 4,9 m€ en année pleine avant impôt. Nous avons estimé la valeur actualisée de ces économies de coûts après impôt à 54 m€ (soit 57 mUS$, sur la base du taux €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06).

Sur la base de ce même taux de change, la prime de 1,0 US$ par action visée par l'Offre (qui correspond à la différence entre le prix d'Offre et la valeur centrale issue de la méthode des flux de trésorerie actualisés), s'élève au total à 37 mUS$. Cette prime représente environ 65% de la valeur actualisée des économies de coûts après impôt liées au succès des Offres.

7.3 Attestation sur le caractère équitable

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par le *Transaction Committee* de la Société Cnova N.V. sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement Général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société, qui est désormais détenue à près de 89,7% directement et indirectement par le groupe Casino.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Groupe Casino aux actionnaires minoritaires de Cnova dans le cadre de la procédure d'Offre Publique d'Achat Simplifiée prévue à l'article 236-3 du Règlement Général de l'AMF.

Le prix proposé aux porteurs de titres Cnova s'établit à 5,50 US$ par action.

A l'issue de nos travaux, et sur la base d'un taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016, nous observons que ce prix de 5,50 US$ fait ressortir :

- une prime de 10% par rapport au prix retenu pour la Société dans le cadre de l'opération de transfert de Nova à Via Varejo, finalisée le 31 octobre 2016 ;
- une prime de 23%[27] par rapport à la valeur centrale issue de notre méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- une prime comprise entre 15%[27] et 73%[27] par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des multiples boursiers, présentée à titre secondaire ; et
- une prime de 88%[28] sur le cours spot au 31 mars 2016 (date pré-rumeurs), une prime de 63%[28] sur le cours spot au 11 mai 2016 (veille du communiqué de presse de la Société présentant les modalités financières du rapprochement de Nova et Via Varejo ainsi que de la présente Offre), et une prime de 2%[28] sur le cours spot au 28 octobre 2016.

Nous observons par ailleurs que, depuis l'annonce (i) du projet de réorganisation (communiqué du 12 mai 2016), (ii) de l'accord trouvé entre Cnova et Via Varejo concernant le transfert de Nova (communiqué du 8 août 2016) et (iii) de la finalisation de l'opération de réorganisation (communiqués du 27 et 31 octobre 2016) impliquant le lancement par l'Initiateur de la présente Offre, le cours de bourse de Cnova n'a pas dépassé le prix offert.

[27] Calculs fondés sur les valeurs issues de nos travaux en euros, converties en dollars sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016, soit 1,06

[28] Calculs fondés sur le cours de bourse Euronext de la Société, converti en dollars sur la base des taux de change €/US$ quotidiens

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, et sur la base du taux de change €/US$ spot au 23 novembre 2016 de 1,06, nous sommes d'avis que le prix de 5,50 US$ par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Cnova N.V.

A titre d'information, nous rappelons à l'ensemble des actionnaires minoritaires de Cnova que la présente Offre ne s'accompagne pas d'une mise en place du Retrait Obligatoire au sens de l'article 237-1 du Règlement Général de l'AMF. En effet, la Société étant de droit néerlandais, la procédure de Retrait Obligatoire est régie par celui-ci. Selon cette procédure, les actions ordinaires de Cnova seront acquises au prix qui sera déterminé comme équitable par le tribunal néerlandais compétent. A ce titre, le prix de la présente Offre de 5,50 US$ par action, ainsi que notre appréciation de son caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre constituent des éléments de référence importants pour déterminer le prix équitable d'un éventuel Retrait Obligatoire initié à la clôture de l'Offre.

Paris, le 1er décembre 2016

Alexis Karklins-Marchay

Associé

Eight Advisory S.A.S.

Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.

Fondé en novembre 2009 par plusieurs associés et dirigeants issus de cabinets d'audit internationaux, de cabinets de conseil mais aussi du monde de l'entreprise, Eight Advisory est un cabinet indépendant spécialisé en conseil financier et opérationnel, regroupant des professionnels reconnus et experts dans leurs domaines.

Composé de 23 associés disposant de 22 ans d'expérience en moyenne et de 230 collaborateurs, Eight Advisory effectue plus de 700 missions par an en accompagnant les grands groupes, les fonds d'investissement, les établissements bancaires et les sociétés familiales dans leurs décisions en matière de transactions, de contentieux, d'évaluation financière, de restructuration et de transformation opérationnelle. Avec ses implantations à Paris, Lyon, Nantes, Londres et Mumbai ainsi que sa vingtaine de partenaires étrangers, Eight Advisory est aujourd'hui reconnu, entre autres, pour la qualité de sa signature sur des dossiers nationaux comme internationaux.

Annexe 2 : Déclaration d'indépendance

Eight Advisory France S.A.S. (« Eight Advisory ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Eight Advisory ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'Instruction de l'AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Conformément à notre lettre de mission, Eight Advisory a été nommé en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable des prix proposés pour les opérations concomitantes suivantes : le rapprochement (Accord de Rapprochement) entre Nova et Via Varejo ainsi que l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par l'actionnaire majoritaire de Cnova et motivée par le changement significatif de la nature de l'investissement proposé à la fin de l'année 2014 au marché.

Eight Advisory est intervenue une fois sur les 12 derniers mois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique portant sur une société (EURO Ressources) dont les actions sont admises sur un marché réglementé.

Eight Advisory atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle

Eight Advisory n'adhère pas, à ce jour, à une association professionnelle reconnue par l'AMF mais a mis en place des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence. A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Annexe 4 : Rémunération

Le montant de la rémunération perçue par Eight Advisory sur l'ensemble de l'Opération s'élève à 1 350 000 euros hors taxes et hors frais pour des travaux réalisés entre mars et décembre 2016, dont 475 000 euros hors taxes et hors frais au titre de l'attestation d'équité relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Annexe 5 : Diligences

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appliquer une approche multicritères d'évaluation à partir des méthodes usuellement mises en œuvre pour évaluer les titres d'une société dans ce type de contexte.
- Analyser les conditions du prix de l'Offre mentionnées dans la Note d'information.

Les travaux réalisés ont compris les étapes suivantes :

- Prise de connaissance de l'opération et identification des risques.
- Prise de connaissance de l'actionnariat de la Société.
- Entretien(s) avec le management de la Société et le management de l'Initiateur, tous les administrateurs indépendants afin d'approfondir notre compréhension de l'activité, des perspectives de la Société et de ses comptes.
- Analyse de l'évolution historique du cours boursier, de la liquidité du titre et des interventions significatives sur le marché.
- Analyse des caractéristiques de l'Offre et de la prime offerte sur le cours.
- Analyse des comptes historiques de la Société depuis son introduction en bourse en novembre 2014.
- Analyse des rapports annuels et communiqués de presse de tous les groupes en relation avec la Société.
- Revue approfondie et indépendante des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- Sélection des méthodes d'évaluation appropriées.
- Collecte des données financières concernant des entreprises cotées ou ayant fait l'objet récemment d'une transaction qui ont une activité similaire, et analyse de comparabilité de Cnova par rapport à ces groupes.
- Estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation, multiples boursiers, etc).
- Mise en œuvre des approches d'évaluation retenues.
- Analyse des accords connexes éventuels susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société (Lettre de soutien de CBD et Lettre d'engagement Casino – CBD).
- Revue du rapport d'expertise indépendante réalisé par Grant Thornton relatif aux Transactions entre parties liées (*Related Party Transactions*), daté du 14 décembre 2015.
- Revue qualité indépendante réalisée par un directeur et un manager n'ayant pas pris part à la mission.

- Rédaction d'un rapport présentant nos travaux et notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.
- Réalisation des travaux de communication de traduction pour les actionnaires étrangers détenant des titres cotés sur Euronext, pour garantir le principe d'égalité de l'information dans le cadre de la présente Offre.
- Présentation du rapport au Conseil d'Administration de la Société.

Annexe 6 : Principaux entretiens réalisés

- Cnova
  - Emmanuel Grenier, CEO
  - Stéphane Brunel, Directeur Administratif et Financier
  - Silvio Genesini, Administrateur indépendant
  - Bernard Oppetit, Administrateur indépendant
- Casino, Guichard-Perrachon
  - Luis Enrique Devis, Director of Corporate Development and Holdings – LatAm
  - Rafael Russowsky, Corporate Development
- JP Morgan (« JPM »), l'établissement présentateur :
  - Anne Bizien, *Managing Director* – Paris
  - Gregory Mailly, *Vice President* – Paris
  - Simon Gachez-Mauroz, *Associate* – Paris
  - Jonathan Nadler, *Analyst* – Paris
- Avocats, Darrois Villey Maillot Brochier
  - Olivier Huygues Despointes, Avocat Associé
  - Charlotte Ferran, Avocat
  - Alix de Montchenu, Avocat
- Avocats, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz
  - John L. Robinson, Associate

Annexe 7 : Calendrier

- Désignation d'Eight Advisory France S.A.S. en qualité d'expert indépendant par les membres indépendants du Conseil d'Administration de la Société : 3 mars 2016,
- Réalisation des travaux d'appréciation du caractère équitable de la parité proposée dans le cadre du rapprochement entre Nova et Via Varejo : mars-août 2016,
- Réunion de lancement du projet d'Offre : 31 août 2016,
- Réunion téléphonique de travail avec l'établissement présentateur : 6 septembre 2016,
- Réunion téléphonique de travail avec l'établissement présentateur : 14 octobre 2016,
- Réunion avec les conseils juridiques (Wachtell, Lipton, Rozen & Katz ; Darrois Villey Maillot Brochier), l'établissement présentateur, les représentants de Casino et de Cnova : 19 octobre 2016
- Réunion téléphonique avec l'établissement présentateur : 20 octobre 2016,

- Réunion téléphonique de travail avec l'établissement présentateur : 26 octobre 2016
- Réunion avec le *Transaction Committee* de la Société, certains membres de la direction de la Société et les conseils juridiques (Wachtell, Lipton, Rozen & Katz ; Darrois Villey Maillot Brochier) : 27 octobre 2016,
- Réunion téléphonique de travail avec l'établissement présentateur : 28 octobre 2016,
- Réunion téléphonique avec les conseils juridiques (Wachtell, Lipton, Rozen & Katz ; Darrois Villey Maillot Brochier) et l'établissement présentateur : 31 octobre 2016,
- Réunion de travail avec l'établissement présentateur : 31 octobre 2016,
- Réunion de travail avec l'établissement présentateur : 3 novembre 2016,
- Réunion téléphonique de travail avec la Société et l'établissement présentateur : 7 novembre 2016,
- Réunion téléphonique de travail avec la Société et l'établissement présentateur : 8 novembre 2016,
- Réunion téléphonique avec la Société et l'établissement présentateur : 9 novembre 2016,
- Réunion téléphonique avec la Société et l'établissement présentateur : 17 novembre 2016,
- Remise d'un projet de rapport : 18 novembre 2016,
- Réunion téléphonique avec les conseils juridiques (Wachtell, Lipton, Rozen & Katz ; Darrois Villey Maillot Brochier, NautaDutilh) et la Société : 30 novembre 2016,
- Remise du rapport définitif : 1er décembre 2016.

Annexe 8 : Informations utilisées

Nos travaux se sont fondés sur les informations suivantes :

- Note d'information en date du 1er décembre 2016 préparée par l'Initiateur et de Note en réponse en date du 1er décembre 2016 préparée par la Société
- Informations communiquées par Cnova N.V. :
    - Comptes annuels 2014 et 2015
    - Comptes semestriels au 30 juin 2016
    - Comptes trimestriels au 30 septembre 2016
    - Plan d'affaires 2016-2018
    - Eléments à date concernant l'atterrissage Q4 2016
    - Communiqués de presse
- Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur :
    - Rapport de valorisation préparé par l'établissement présentateur en novembre 2016
- Informations de marché :
    - Données de marché : Bloomberg
    - Notes d'analystes financiers : Thomson Research
- Information publiques :
    - Informations et comptes des sociétés comparables

Annexe 9 : Equipe

La mission a été conduite par :

- Alexis Karklins-Marchay, Associé et Directeur Général Délégué d'Eight Advisory, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance et Master 225). Précédemment responsable mondial de la ligne de services Evaluation d'un cabinet d'audit international, il a plus de 22 ans d'expérience en évaluation.
- Geoffroy Bizard, Directeur, diplômé de l'ESSCA, de l'EM Lyon (Mastère d'Ingénierie Financière) et de la SFAF, justifie d'une expérience de 5 ans comme analyste financier actions puis de plus de 10 ans comme Directeur en évaluation au sein des cabinets Deloitte et Eight Advisory.
- Romain Le Théo, Senior Manager, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance, Master spécialisé en management international), Sciences Po Paris (DEA Finance et Economie Internationale), membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers), justifiant de plus de 12 ans d'expérience en évaluation, notamment au sein des cabinets Ricol Lasteyrie et Eight Advisory, ayant réalisé une vingtaine d'attestations d'équité dans le cadre d'offres publiques.
- David Benabou, Manager expérimenté, diplômé de Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de plus de 7 ans en évaluation au sein des cabinets EY et Eight Advisory.
- Thomas Karcher, Analyste Senior, diplômé de Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de 3 ans en évaluation au sein d'Eight Advisory.
- Alessio Carbé, Analyste Senior, diplômé d'Audencia et de Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de 2 ans en évaluation au sein du cabinet Eight Advisory.

La revue indépendante du rapport a été effectuée par Sophie Carles, Directeur au sein du département évaluation d'Eight Advisory. Le contrôle qualité du modèle de valorisation a été réalisé par Léa Ihssane Chabaa, Manager expérimentée au sein du département évaluation d'Eight Advisory.

Annexe 10 : Analyse de comparabilité des sociétés du secteur

Société	Capitalisation boursière*	Zone du marché	Segment de marché	Type de produit	Market-place ?	Pas de M&A?	Croisance du CA**	Profitabilité ajustée *** FY15	Profitabilité ajustée *** FY18	Consensus de broker détaillé	# de ✓	Retenu ?
Retenues												
Amazon	383 546 ×	Global ×	E-com/Cloud ×	Generaliste ✓	✓	✓	24% ×	6%	9% ×	✓	**4**	✓
AO.com	894 ✓	UK ✓	E-commerce ✓	Generaliste ✓	×	✓	22% ×	(2)%	2% ✓	✓	**7**	✓
Ocado	2 104 ✓	UK ✓	E-commerce ✓	Alimentaire ×	×	✓	14% ✓	(5)%	1% ✓	✓	**7**	✓
Qliro	186 ×	Europe N ✓	E-commerce ✓	Generaliste ✓	✓	✓	(2)% ×	(3)%	2% ✓	✓	**7**	✓
Non retenues												
Groupon	2 806 ✓	Global ×	E-commerce ×	Vente groupée ×	×	×	3% ✓	4%	6% ×	✓	3	×
LDLC	235 ×	France ✓	E-commerce ✓	Electronique ×	×	×	28% ×	4%	3% ×	✓	3	×
Overstock.com	381 ×	Etats-Unis ✓	E-commerce ✓	Generaliste ✓	×	✓	8% ✓	(3)%	(0)% ×	×	5	×
Rakuten	18 086 ×	Japon ✓	E-com/FinTech ×	Generaliste ✓	×	✓	12% ×	17%	18% ×	✓	4	×
Showroomprive	693 ✓	France ✓	E-commerce ✓	Prêt à porter ×	×	✓	19% ×	5%	7% ×	✓	5	×
JD.com ****	36 853 ×	China ×	E-commerce ✓	Generalist ✓	✓	✓	11% ✓	8%	9% ×	✓	6	×

Source : Bloomberg, Thomson Reuters Eikon, Rapports annuels des sociétés, Analyse Eight Advisory
*Note * : En mUS$*
*Note ** : TCAM FY15-FY18*
*Note *** : EBITDA (-) investissements en % du CA*
*Note **** : JD.com exclu de l'échantillon du fait de sa taille, zone géographique (Chine) et de son profil de profitabilité ajustée*

Annexe 11 : Cdiscount – Méthode par les flux de trésorerie actualisés – Modèle DCF

			LE 2016 & Business Plan			Extrapolation					Année
en m€	**FY15A**	**9M FY16**	**Q4 FY16**	**FY17F**	**FY18F**	**FY19F**	**FY20F**	**FY21F**	**FY22F**	**FY23F**	**Terminale**
	déc.	*sept.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	*déc.*	
Volume d'affaires	2 199	1 709	752	2 893	3 326	3 837	4 400	4 918	5 345	5 720	5 849
Chiffre d'affaires	**1 737**	**1 272**	**568**	**1 968**	**2 133**	**2 352**	**2 626**	**2 887**	**3 111**	**3 307**	**3 382**
Coût d'achat des marchandises	(1 508)	(1 092)	(496)	(1 646)	(1 750)	(1 899)	(2 096)	(2 283)	(2 453)	(2 602)	(2 660)
Marge brute	**229**	**180**	**72**	**321**	**383**	**452**	**530**	**604**	**658**	**706**	**721**
Coûts opérationnels	(213)	(165)	(64)	(260)	(282)	(310)	(344)	(376)	(403)	(426)	(436)
EBITDA	**16**	**15**	**8**	**62**	**101**	**142**	**186**	**229**	**256**	**279**	**285**
Amortissements	(21)	(15)	(5)	(29)	(30)	(38)	(48)	(59)	(70)	(81)	(83)
EBIT	**(4)**	**(1)**	**3**	**33**	**71**	**104**	**138**	**170**	**186**	**198**	**202**
Coûts d'affacturage	(13)	(25)	(10)	(26)	(28)	(31)	(34)	(37)	(40)	(43)	(44)
EBIT ajusté	**(17)**	**(25)**	**(7)**	**7**	**43**	**73**	**104**	**133**	**146**	**155**	**159**
(-) IS	-	-	-	(2)	(15)	(25)	(36)	(46)	(50)	(53)	(55)
(+) Amortissements	21	15	5	29	30	38	48	59	70	81	83
(-) Investissements	(42)	(27)	(14)	(46)	(50)	(57)	(66)	(73)	(80)	(85)	(87)
Besoin en fonds de roulement moyen	*n.a.*	*(125)*	*(137)*	*(146)*	*(164)*	*(176)*	*(193)*	*(209)*	*(224)*	*(237)*	*(242)*
(-) Variation du BFR moyen	n.a.	n.a.	12	9	18	12	17	16	15	13	5
Flux de trésorerie		**n.a.**	**(3)**	**(4)**	**26**	**41**	**67**	**88**	**101**	**111**	**105**
Ajustement année partielle			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Période d'actualisation			0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75	6,75	
Facteur d'actualisation			0,99	0,95	0,88	0,81	0,76	0,70	0,65	0,60	
Flux de trésorerie actualisé			**(3)**	**(4)**	**23**	**34**	**51**	**62**	**66**	**67**	
Cumul 2016-2023	**295**										
Valeur terminale	*2 028*										
Valeur terminale actualisée	**1 225**										
Cdiscount - VE	**1 520**										

Source : Société, analyses Eight Advisory analyses au 28 octobre 2016

Indicateurs clés	**FY15A**	**FY16F**	**FY17F**	**FY18F**	**FY19F**	**FY20F**	**FY21F**	**FY22F**	**FY23F**	**Année Terminale**
Croissance du CA %	*n.a.*	*5,9%*	*7,0%*	*8,4%*	*10,3%*	*11,7%*	*9,9%*	*7,7%*	*6,3%*	*2,3%*
Marge brute %	*13,2%*	*13,7%*	*16,3%*	*17,9%*	*19,2%*	*20,2%*	*20,9%*	*21,2%*	*21,3%*	*21,3%*
Marge d'EBITDA %	*0,9%*	*1,2%*	*3,1%*	*4,7%*	*6,0%*	*7,1%*	*7,9%*	*8,2%*	*8,4%*	*8,4%*
Marge d'EBITDA (y.c. affacturage) %	*0,2%*	*(0,6)%*	*1,8%*	*3,4%*	*4,7%*	*5,8%*	*6,6%*	*6,9%*	*7,1%*	*7,1%*
Amortissements (% du CA)	*(1,2)%*	*(1,1)%*	*(1,4)%*	*(1,4)%*	*(1,6)%*	*(1,8)%*	*(2,0)%*	*(2,2)%*	*(2,5)%*	*(2,5)%*
EBIT ajusté (% du CA)	*(1,0)%*	*(1,8)%*	*0,4%*	*2,0%*	*3,1%*	*4,0%*	*4,6%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,7%*
Investissements (% du CA)	*(2,4)%*	*(2,2)%*	*(2,3)%*	*(2,3)%*	*(2,4)%*	*(2,5)%*	*(2,5)%*	*(2,6)%*	*(2,6)%*	*(2,6)%*
BFR moyen (% du CA)	*n.a.*	*(7,5)%*	*(7,4)%*	*(7,7)%*	*(7,5)%*	*(7,3)%*	*(7,2)%*	*(7,2)%*	*(7,2)%*	*(7,2)%*

6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général, elles seront disponibles sur les sites Internet de Cnova (http://www.cnova.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais après de Cnova N.V. – Schiphol Boulevard 273, 1118 BH Schiphol, Pays-Bas.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

« A notre connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

[●] 2016

CNOVA N.V.

Représentée par son Directeur Général