



Resumen de la Opinión presentada por Bank of America Merrill Lynch, de fecha 29 de julio de 2015, respecto a si la contraprestación total a ser pagada por Éxito en la Transacción es justa, desde un punto de vista financiero, para Éxito

Nota: El texto de este documento es una traducción del texto en inglés de la opinión entregada a la Junta Directiva el 29 de Julio de 2015. Esta traducción es proporcionada sólo para la conveniencia del lector y está calificada y sujeta en su totalidad al texto original en inglés.

ESTRICTAMENTE PRIVADO Y CONFIDENCIAL

Introducción

- En relación con la Transacción (como se define más adelante), *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated* (algunas veces referido como BofA Merrill Lynch) entregó a la junta directiva (la "Junta de Éxito") de Almacenes Éxito S.A. ("Éxito") una opinión escrita en el sentido de que, al 29 de julio de 2015, y sujeta a los supuestos, limitaciones, calificaciones y otros asuntos considerados en relación con la preparación de su opinión, la contraprestación total a pagar por Éxito a Casino Guichard Perrachon S.A. ("Casino") en la Transacción era justa, desde un punto de vista financiero, para Éxito.
- BofA Merrill Lynch presentó su opinión a la Junta de Éxito (en su condición de tal) para el beneficio y uso de la Junta de Éxito en relación con y para los efectos de su evaluación de la Transacción, y no fue preparada para o en beneficio de, no será considerada como base, y no conferirá ningún derecho ni recurso a favor de, cualquier persona (incluyendo titulares de cualquier tipo de valores emitidos por Éxito) que no sea la Junta Directiva de Éxito (en dicha condición). La opinión de BofA Merrill Lynch no se ocupa de ningún otro aspecto de la Transacción (incluida una opinión respecto a si la Contraprestación Brasileña, según se define más adelante, o la Contraprestación Argentina, según se define más adelante, individualmente consideradas, son justas, desde un punto de vista financiero) y ninguna opinión o punto de vista fue expresado en cuanto a los méritos relativos de la Transacción en comparación con otras estrategias o transacciones que puedan estar a disposición de Éxito, o en las que Éxito podría participar, o en cuanto a la decisión empresarial subyacente de Éxito para proceder con o consumir la Transacción. La opinión de BofA Merrill Lynch no constituye una recomendación a ningún titular de cualquier tipo de valores en cuanto a cómo votar o actuar en relación con la Transacción propuesta o cualquier asunto relacionado.
- El tipo y el monto de la contraprestación a ser pagada en la Transacción no fue determinada por BofA Merrill Lynch. La negociación de, y la decisión de celebrar, la Transacción y los acuerdos relacionados fue exclusivamente de la Junta de Éxito. BofA Merrill Lynch no participó en las negociaciones entre las partes en relación con el Contrato GPA, el Contrato de Libertad o cualquier otro documento en conexión con los mismos. Como se describió anteriormente, la opinión y el análisis de BofA Merrill Lynch fueron sólo uno de los muchos factores considerados por la Junta de Éxito en su evaluación de la Transacción propuesta y no se deben considerar como determinantes de las opiniones de la Junta de Éxito.
- El texto completo de la opinión escrita, con fecha del 29 de julio de 2015, de BofA Merrill Lynch, que describe, entre otras cosas, los supuestos realizados, procedimientos seguidos, los factores considerados y las limitaciones a la revisión realizada, se adjunta a esta declaración y se incorpora en su totalidad a este documento por referencia.
- **El siguiente resumen de la opinión de BofA Merrill Lynch está calificado en su totalidad por referencia al texto completo de la opinión.**
- **La opinión de BofA Merrill Lynch se pone a disposición únicamente para efectos informativos y no será considerada como base por ninguna persona (incluidos los titulares de cualquier valor emitido por Éxito) que no sea la Junta Directiva de Éxito (en dicha condición).**

Resumen de la Opinión

- BofA Merrill Lynch emite la presente opinión bajo el entendido (y con base en la información suministrada por Éxito) que bajo la Transacción, Éxito adquirirá de Casino:
 - (i) Una participación indirecta de 49.809.615 acciones ordinarias (las cuales representan el 18.75% de los derechos económicos y el 49.97% de los derechos de voto en la compañía brasilera Companhia Brasileira de Distribuição ("GPA"), mediante la adquisición de 887,239,543 acciones ordinarias (las cuales representan 50% de los derechos de voto y 50% de los derechos económicos) de la compañía francesa Ségisor ("Ségisor"), por un monto total de US\$1,536,338,022 en efectivo (la "Contraprestación Brasilera"), según, y de conformidad con lo estipulado en, el contrato de compraventa de acciones entre Éxito y Casino (el "Contrato GPA"). Mediante la adquisición de la participación en GPA, Éxito también adquiriría (x) un interés económico indirecto de (A) 8.13% en Via Varejo S.A., una compañía brasilera ("VV") y (B) 6.69% en Cnova, N.V., una compañía holandesa de responsabilidad limitada ("Cnova"), y (y) acceso a los derechos mayoritarios de voto de GPA, en VV y en Cnova. Entendemos que antes de, o a más tardar dentro de los seis meses siguientes a la consumación de las transacciones contempladas en el Contrato GPA, Casino realizará una reorganización con el fin de excluir ciertos activos y pasivos de la Transacción (las "Transacciones Relacionadas de GPA"). Entendemos que de forma simultánea (y como condición) para la consumación de las transacciones contenidas en el Contrato GPA, Éxito celebrará Acuerdos de Accionistas con Casino en relación con cada una de Ségisor, la sociedad brasilera Wilkes Participações S.A. ("Wilkes") y GPA, los cuales, entre otros temas, contendrán ciertas estipulaciones relativas al gobierno corporativo de dichas compañías; y
 - (ii) Una participación indirecta de 656,924,477 acciones ordinarias (que representan el 100% de los derechos de voto y los derechos económicos) de la sociedad argentina Libertad S.A. ("Libertad"), por un monto total de US\$270,000,000 en efectivo, sujeto a ciertos ajustes por caja neta establecidos en el Contrato Libertad según se define más adelante (la "Contraprestación Argentina" y junto con la Contraprestación Brasilera, la "Contraprestación Total"), a través de la adquisición de (x) 100% de los derechos económicos y los derechos de voto de la sociedad belga Gélase S.A. ("Gélase"), (y) la sociedad uruguaya Via Aritka S.A. ("VA"), y (z) 18.02% de los derechos económicos y derechos de voto de la sociedad argentina Géant Argentina S.A. ("Géant" y en conjunto con Gélase y VA, los "Objetivos Argentinos"), según y de conformidad con lo estipulado en, un acuerdo de compraventa de acciones entre Éxito y Casino (el "Contrato Libertad" y junto con el Contrato GPA, los "Contratos"). Además de otras condiciones habituales de cierre, la consumación de las transacciones contempladas en el Contrato Libertad se encuentra condicionada a la consumación previa de las transacciones contempladas en el Contrato GPA (la "Condición de Cierre Argentina"). Entendemos que previamente (y como condición para) la consumación de las transacciones contempladas en el Contrato Libertad, los Objetivos Argentinos deberán efectuar una reorganización en virtud de la cual los Objetivos Argentinos quedarán sin pasivos o activos distintos a las acciones de Libertad (las "Transacciones Relacionadas de Libertad " y junto con las Transacciones Relacionadas de GPA, las "Transacciones Relacionadas"). Las transacciones contempladas en el Contrato GPA y en el Contrato Libertad se denominarán conjuntamente como la "Transacción". Los términos y condiciones de la Transacción se establecen con más detalle en los Contratos.

Resumen de la Opinión (continuación)

- El texto completo de la opinión escrita de BofA Merrill Lynch dirigida a la Junta de Éxito, la cual describe, entre otros, las asunciones realizadas, las metodologías empleadas, factores considerados y limitaciones en la revisión realizada, son puestos a disposición en la página web de Éxito únicamente para efectos informativos y se incluye como referencia en este documento en su totalidad. El siguiente resumen de la opinión escrita de BofA Merrill Lynch se basa en su totalidad en el texto completo de la misma. BofA Merrill Lynch emitió su opinión a la Junta de Éxito para el uso y beneficio de la Junta Directiva de Éxito (en dicha condición) en relación con y para los efectos de su evaluación de la Contraprestación Total desde un punto de vista financiero y no fue preparada para o en beneficio de, no será considerada como base, y no conferirá ningún derecho ni recurso a favor de, cualquier persona (incluyendo titulares de cualquier tipo de valores emitidos por el Éxito) que no sea la Junta Directiva de Éxito (en dicha condición). La opinión de BofA Merrill Lynch no se ocupa de ningún otro aspecto de la Transacción (incluida una opinión respecto a si la Contraprestación Brasileira o la Contraprestación Argentina, individualmente consideradas, son justas, desde un punto de vista financiero) y ninguna opinión o punto de vista fue expresado en cuanto a los méritos relativos de la Transacción en comparación con otras estrategias o transacciones que puedan estar a disposición de Éxito, o en las que Éxito podría participar, o en cuanto a la decisión empresarial subyacente de Éxito para proceder con o consumir la Transacción. La opinión de BofA Merrill Lynch no constituye una recomendación a ningún titular de cualquier tipo de valores en cuanto a cómo votar o actuar en relación con la Transacción propuesta o cualquier asunto relacionado.
- En relación con la emisión de su opinión, BofA Merrill Lynch, entre otras cosas:
 - (i) revisó cierta información de negocio y financiera disponible al público relativa a GPA, VV y Cnova;
 - (ii) revisó cierta información financiera y operativa interna sobre los negocios, operaciones y prospectos de GPA, VV, Cnova, Libertad y Financiera Itaú CDB S.A. ("FIC"), un joint venture entre GPA e Itaú Unibanco Holding S.A., en cada caso, proporcionada por o discutida por nosotros con la administración de GPA y Libertad, la cual incluye ciertas proyecciones financieras relacionadas con GPA, VV, Cnova, Libertad y FIC preparadas por la administración de GPA y Libertad, y revisadas y aprobadas por la administración de Éxito (dichas proyecciones las "Proyecciones de los Objetivos");
 - (iii) revisó ciertos estimados en cuanto al monto y el momento de las sinergias comerciales, de adquisición, de costos y gastos de capital (colectivamente, las "Sinergias") esperadas por la administración de Éxito como resultado de la Transacción;
 - (iv) discutió los negocios pasados y actuales, las operaciones, la situación financiera y las perspectivas de GPA, VV, Cnova, Libertad y FIC con los miembros de la administración de GPA, Libertad y Éxito, y discutió los negocios, las operaciones, la situación financiera pasados y actuales y las perspectivas de Éxito, con los miembros senior de la administración de Éxito;
 - (v) revisó la cotización histórica de los valores que cotizan en bolsa de GPA, VV y Cnova y comparado esa cotización histórica con las cotizaciones históricas de otras compañías que consideramos relevantes;
 - (vi) comparó cierta información financiera y bursátil de GPA, VV y Cnova con información similar de otras empresas que consideramos relevantes;
 - (vii) comparó ciertos términos financieros de la Transacción con términos financieros, que se encontraban disponibles al público, de otras transacciones que BofA Merrill Lynch consideró relevantes;
 - (viii) revisó un borrador del 27 de julio de 2015 del Contrato GPA, un borrador del 28 de julio de 2015 del Contrato Libertad y borradores del 25 de julio de 2015 de cada uno de los Acuerdos de Accionistas de GPA, Ségisor y Wilkes (conjuntamente los "Borradores de Contratos"); y
 - (ix) realizó los demás análisis y estudios, y consideró la demás información y factores que BofA Merrill Lynch estimó apropiados.

Resumen de la Opinión (continuación)

- Para emitir su opinión, BofA Merrill Lynch ha asumido y se ha basado en, sin realizar una verificación independiente, la exactitud e integridad de la información financiera y de la demás información y datos disponibles al público, o proporcionados, o revisados o discutidos con BofA Merrill Lynch, y se ha basado en las afirmaciones realizadas por la administración de Éxito, de GPA y de Libertad en relación con que ellos no están al tanto de hechos o circunstancias que pudieran hacer tales datos o información inexacta o engañosa en cualquier aspecto material.
- En relación con las Proyecciones de los Objetivos, BofA Merrill Lynch ha sido aconsejado por GPA y Libertad, y ha asumido, con el consentimiento de Éxito, que las mismas han sido razonablemente preparadas con base en las mejores estimaciones disponibles en la actualidad y con base en el juicio de buena fe de la administración de GPA y de Libertad respecto al futuro desempeño financiero de GPA, VV, Cnova y Libertad, y basado en la revisión realizada por la administración de Éxito y la evaluación en cuanto a la posibilidad de lograr, los resultados financieros futuros reflejados en las Proyecciones de los Objetivos. BofA Merrill Lynch se ha basado, bajo la dirección de Éxito, en las Proyecciones de los Objetivos para efectos de esta opinión respecto a si la contraprestación total a pagar por Éxito a Casino en la Transacción es justa, desde un punto de vista financiero, para Éxito. Con respecto a las Proyecciones de los Objetivos de Libertad, con el consentimiento y bajo la directriz de Éxito, asumimos que los fundamentos macroeconómicos implícitos en las mismas, respecto a la tasa de cambio de divisas y la inflación allí utilizadas, son razonables y reflejan el consenso actual de expertos sobre el particular.
- Con respecto a las Sinergias, BofA Merrill Lynch se ha basado, bajo la dirección de Éxito, en que éstas han sido razonablemente preparadas con base en las mejores estimaciones disponibles en la actualidad y con base en el juicio de buena fe de la administración de Éxito respecto a los temas allí tratados, y nos hemos basado, bajo la dirección de Éxito, en las evaluaciones de la administración de Éxito sobre la capacidad que tiene Éxito para lograr las Sinergias y hemos sido aconsejados por Éxito y hemos asumido que las Sinergias serán realizadas en las cantidades y tiempos previstos.
- No nos hemos basado en ninguna evaluación independiente y no se nos ha suministrado ninguna valoración de los activos o pasivos (contingentes o no) en cada caso, de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito, ni hemos hecho ninguna inspección física de las propiedades o activos de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito. No hemos evaluado, ni hemos aconsejado a Éxito sobre la solvencia o el justo precio de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito bajo ninguna ley estatal, federal u otras leyes relacionadas con quiebra, insolvencia o asuntos similares.
- BofA Merrill Lynch se ha basado, bajo la dirección de Éxito, en que la Transacción será consumada de acuerdo con sus términos, sin que haya lugar a renunciaciones, modificaciones o enmiendas respecto de ninguno de sus términos materiales, condiciones (incluyendo, sin limitación, a la Condición de Cierre Argentina) o acuerdos y que, en el curso de la obtención de las aprobaciones gubernamentales, regulatorias y otras autorizaciones, consentimientos, liberaciones y renunciaciones necesarias para la Transacción, no habrán retrasos, ni se impondrán limitaciones, restricciones o condiciones, incluyendo cualquier requisito de desinversión o enmiendas o modificaciones, que puedan tener un efecto adverso sobre GPA, VV, Cnova, Libertad, Éxito o sobre los beneficios esperados de la Transacción;
- También hemos asumido, bajo la directriz de Éxito, que los Contratos finales que se firmen no diferirán en ningún aspecto material de los Borradores de Contratos revisados por BofA Merrill Lynch. Bajo la directriz de Éxito, BofA Merrill Lynch se ha basado en las evaluaciones realizadas por la administración de Éxito en cuanto a (i) el cronograma previsto para el cierre de todas las transacciones contempladas en el Contrato GPA y el Contrato Libertad, (ii) el grado en que los Acuerdos de Accionistas conceden a Éxito derechos de votación y derechos a realizar nombramientos suficientes para tener control de GPA, VV y Cnova para efectos de consolidación contable, y (iii) el potencial impacto en GPA, VV, Cnova y Libertad de (x) las Transacciones Relacionadas (incluyendo, sin limitarse a los activos, pasivos, términos financieros y otro tipo de términos y acuerdos involucrados y el cronograma de los mismos), y (y) ciertas tendencias geopolíticas, macroeconómicas, de mercado y regulatorias en Brasil y Argentina. Tampoco expresamos nuestro punto de vista u opinión sobre las divisas o las fluctuaciones de la tasa de cambio o el riesgo cambiario asociado a la Transacción.

Resumen de la Opinión (continuación)

- BofA Merrill Lynch no se ha basado en ninguna evaluación independiente y no se le ha suministrado ninguna valoración de los activos o pasivos (contingentes o no) en cada caso, de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito, ni ha hecho ninguna inspección física de las propiedades o activos de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito. BofA Merrill Lynch no ha evaluado, ni ha aconsejado a Éxito sobre la solvencia o el justo precio de GPA, VV, Cnova, Libertad o Éxito bajo ninguna ley estatal, federal u otras leyes relacionadas con quiebra, insolvencia o asuntos similares. BofA Merrill Lynch tampoco expresó ningún punto de vista u opinión sobre las divisas o las fluctuaciones de la tasa de cambio o el riesgo cambiario asociado a la Transacción.
- BofA Merrill Lynch no expresó ningún punto de vista u opinión en cuanto a los términos u otros aspectos de la Transacción (distintos de la Contraprestación Total de acuerdo con lo expresamente indicado en este documento), incluyendo, sin limitación, a la forma o estructura de la Transacción o a cualquiera de los términos o condiciones de cada uno de los Contratos GPA y el Contrato Libertad, los Acuerdos de Accionistas o las Transacciones Relacionadas. A BofA Merrill Lynch no le fue solicitado, y no participó en, la negociación de los términos de la Transacción, como tampoco le fue solicitado, y no prestó ninguna asesoría o servicio en relación con la Transacción, diferente al suministro de la opinión. La opinión de BofA Merrill Lynch se limita al análisis sobre si la Contraprestación Total a ser pagada por Éxito en la Transacción es justa, desde el punto de vista financiero, para Éxito y no se expresa ninguna opinión o punto de vista respecto a (i) si desde un punto de vista financiero, la Contraprestación Brasileira o la Contraprestación Argentina, consideradas de manera independiente, son justas o (ii) cualquier contraprestación recibida en relación con la Transacción por los titulares de cualquier clase de valores, acreedores u otra clase de grupos de cualquiera de las partes. Adicionalmente, no expresamos nuestra opinión o punto de vista sobre si el monto, naturaleza o cualquier otro aspecto de cualquier compensación a cualquiera de los funcionarios, directores o empleados de cualquiera de las partes de la Transacción, o a cualquier grupo de dichas personas, en relación con la Contraprestación Total es justa (financieramente o de otra forma). No se expresó ninguna opinión, punto de vista o recomendación en relación con:
 - los méritos relativos de la Transacción en comparación con otras estrategias o transacciones que puedan estar a disposición de Éxito, o en las que Éxito podría participar, o en cuanto a la decisión empresarial subyacente de Éxito para proceder con o consumir la Transacción; y
 - la forma en que cualquier titular de cualquier clase de valores emitidos por Éxito deba votar o actuar en relación con la Transacción o cualquier asunto relacionado con ésta.
- La opinión de BofA Merrill Lynch se basa necesariamente en las condiciones y circunstancias financieras, económicas, monetarias, de mercado y otras condiciones y circunstancias vigentes a la fecha de su emisión, así como en la información que fue puesta a disposición de BofA Merrill Lynch hasta esa misma fecha. Hechos posteriores pueden afectar esta opinión, y BofA Merrill Lynch no tiene ninguna obligación de actualizar, revisar o reafirmar esta opinión.
- En la realización de sus análisis, BofA Merrill Lynch consideró el rendimiento de la industria, de los negocios en general y de las condiciones económicas y otros asuntos, muchos de los cuales están más allá del control de Éxito, GPA, VV, Cnova y Libertad. Las estimaciones del rendimiento futuro de Éxito, GPA, VV, Cnova y Libertad, (incluidos las Proyecciones de los Objetivos) todas las cuales fueron preparadas por la administración de GPA y Libertad y fueron revisadas y adoptadas por la administración de Éxito, en que subyacen los análisis de BofA Merrill Lynch, no son necesariamente indicativos de los valores reales o resultados futuros reales, los cuales pueden ser significativamente más o menos favorables que aquellos estimados o sugeridos por los análisis de BofA Merrill Lynch. Estos análisis fueron preparados únicamente en el marco del análisis de BofA Merrill Lynch respecto a si, desde un punto de vista financiero, la Contraprestación Total es justa para Éxito, y fueron suministrados a la Junta de Éxito en relación con la entrega de la opinión de BofA Merrill Lynch. Los análisis no pretenden ser valoraciones ni reflejar los precios a los que una empresa podría ser efectivamente vendida, o los precios a los que cualquier valor haya sido transado o pudiera ser transado en cualquier momento en el futuro. En consecuencia, las estimaciones utilizadas en, y los rangos de las valoraciones resultantes de, cualquier análisis particular descrito anteriormente están inherentemente sujetos a una incertidumbre sustancial y no se deben tomar como punto de vista de BofA Merrill Lynch respecto a los valores reales de Éxito, GPA, VV, Cnova o Libertad. El resumen, por sí solo, no constituye una descripción completa de los análisis financieros realizados por BofA Merrill Lynch. Considerar los datos incluidos en el resumen que se expondrá a continuación, sin tener en cuenta la descripción narrativa completa de los análisis financieros y el texto completo de la opinión, podría crear una imagen engañosa o incompleta de los análisis financieros realizados por BofA Merrill Lynch.

Resumen de los Análisis Financieros

- Lo siguiente representa un breve resumen del análisis financiero material presentado por BofA Merrill Lynch a la Junta de Éxito en relación con su opinión. La preparación de una opinión financiera es un proceso analítico complejo que implica varias decisiones en cuanto a los métodos financieros de análisis más apropiados y pertinentes, así como la aplicación de dichos métodos a las circunstancias particulares, y por lo tanto, una opinión financiera no es fácilmente susceptible de un análisis parcial o de una descripción resumida. BofA Merrill Lynch opina que su análisis debe ser considerado como un todo. Adicionalmente, BofA Merrill Lynch considera que partes seleccionadas de su análisis y que factores considerados sin tener en cuenta todo el análisis y factores o la descripción narrativa del mismo, podría crear una imagen engañosa o incompleta de los procesos subyacentes del análisis y opinión de BofA Merrill Lynch. El hecho de que algunos análisis específicos hayan sido mencionados en el resumen anterior no pretende indicar que a estos análisis se les dio mayor peso que a cualquier otro análisis mencionado en el resumen o de otro modifiquen o alteren el texto de la opinión.

Factores Económicos Generales de la Transacción

- Con base en los contratos de la transacción suministrados por Éxito, la Contraprestación Brasileira es c.US\$1,536 millones y la Contraprestación Argentina es US\$270 millones más un ajuste por caja al cierre de aproximadamente US\$20 millones como se establece en el Contrato Libertad. La Contraprestación Total de c.US\$1,826 millones representa un VE implícito /EBITDA UDM múltiple de 6.6x, asumiendo un EBITDA UDM combinado proporcional a US\$333 millones.
- La opinión de BofA Merrill Lynch no expresa ningún punto de vista u opinión respecto a si la Contraprestación Brasileira o la Contraprestación Argentina, individualmente consideradas, son justas, desde un punto de vista financiero o de otro tipo.

Análisis Financiero

Flujos de Caja Descontados

- BofA Merrill Lynch realizó un análisis de flujo de caja descontado (“FCD”) de GPA Foods (subsidiaria de GPA), VV, Cnova y Libertad para calcular el valor presente estimado individual, antes de deuda, de los flujos de caja después de impuestos que se pronosticaron serían generados por GPA Foods, VV, Cnova y Libertad durante los años calendario de GPA Foods, VV, Cnova y Libertad que empiezan en septiembre de 2015 hasta el 2024, basados en las proyecciones de la administración de Éxito para GPA Foods, VV, Cnova y Libertad. BofA Merrill Lynch calculó los valores terminales en R\$ para GPA Foods, VV y Cnova aplicando una tasa de crecimiento a perpetuidad entre 4.25% hasta 4.75%⁽²⁾ a los flujos de caja después de impuestos antes de deuda estimados en R\$, normalizados al año calendario 2025. Los flujos de caja y valores terminales fueron posteriormente descontados a valor presente a septiembre de 2015 usando unas tasas de descuento que van de 12.5% hasta 17.5%, las cuales se basaron en un estimado del promedio ponderado de costo de capital en R\$, de GPA Foods, VV y Cnova. Adicionalmente, BofA Merrill Lynch calculó valores terminales en US\$ para Libertad, aplicando tasas de crecimiento a perpetuidad que van entre 1.75% y 2.25%⁽³⁾ a los flujos de caja después de impuestos antes de deuda estimados, normalizados al año calendario 2025 de los negocios de venta minorista y bienes raíces de Libertad. Los flujos de caja y valores terminales fueron posteriormente descontados a valor presente a septiembre de 2015, usando unas tasa de descuento que van de 14.0% hasta 16.0% para el negocio de venta minorista y de 13.2% a 15.2% para el de negocio de bienes raíces, las cuales se basaron en un estimado del promedio ponderado de costo de capital estimado de Libertad en US\$. Este análisis de los FCD indicó un valor patrimonial de referencia para la Transacción en un rango entre US\$1,543 millones y US\$2,019 millones, excluyendo el impacto esperado de las sinergias que se generarían como resultado de la Transacción.
- Además del análisis de flujo de caja descontado individual, BofA Merrill Lynch analizó el valor presente neto de la potencial generación de sinergias basado en los estimados de la administración de Éxito de las potenciales sinergias después de impuestos. Los estimados de la administración indican US\$160 millones en sinergias anuales alcanzando una tasa de ejecución total in 2019. Las sinergias serían generadas en Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina. Los flujos de caja y valores terminales fueron descontados al valor presente a septiembre de 2015, usando unas tasas de descuento que van desde 12.5% hasta 15.0% y tasas de crecimiento a perpetuidad de 4.25% hasta 4.75%⁽²⁾ para las sinergias atribuidas a Colombia, Uruguay y Brasil. Los flujos de caja y valores terminales fueron descontados al valor presente a septiembre de 2015, usando unas tasa de descuento que van desde 13.5% hasta 15.5% y tasas de crecimiento a perpetuidad de 1.75% hasta 2.25%⁽³⁾ para las sinergias atribuidas a Argentina. Las sinergias generadas en Brasil se devengarían por Éxito en un porcentaje proporcional a su participación de 18.75% en interés económico en GPA, mientras que las sinergias generadas en Argentina, Colombia y Uruguay se devengarían en un 100% por Éxito. El valor presente combinado de las sinergias esperadas se encuentra en un rango entre US\$463 millones y US\$640 millones. Incluyendo el valor de las sinergias esperadas, el análisis de FCD combinado se encuentra en un rango entre US\$2,006 millones y US\$2,659 millones.

6 (1) Considerados los últimos doce meses terminados en marzo 31 de 2015 para GPA y mayo 31 de 2015 para Libertad, de acuerdo con la información financiera reportada en los estados financieros tanto de GPA como de Libertad.

(2) Basado en los estimados de inflación a largo plazo del Banco Central do Brasil.

(3) Basado en los estimados de inflación a largo plazo en los Estados Unidos, de acuerdo con la Unidad de Inteligencia Económica (Economist Intelligence Unit).

Resumen de los Análisis Financieros (continuación)

Análisis Financiero (continuación)

Análisis de Compañías Seleccionadas que Transan en Bolsa

- BofA Merrill Lynch revisó información financiera pública disponible e información del mercado de valores para GPA, Éxito, Via Varejo y algunas compañías que transan sus acciones en bolsa en América Latina, en las industrias que se listan a continuación.
- BofA Merrill Lynch revisó, entre otras cosas, los valores de empresa calculados al 24 de julio de 2015, y la capitalización de mercado de las compañías seleccionadas que transan sus acciones en el mercado de valores, así como el porcentaje de 52 semanas de alta y baja del precio de cotización actual de las compañías seleccionadas que transan sus acciones en el mercado de valores. BofA Merrill Lynch también calculó un EBITDA estimado e ingresos estimados para el 2015, basados en el consenso de investigación de los corredores para cada uno de los comparativos públicos seleccionados. Ninguna compañía utilizada en este análisis es directamente comparable a GPA o ninguna otra de las compañías consideradas en la Transacción. En consecuencia, una evaluación de los resultados de este análisis no es enteramente matemática. Por el contrario, este análisis involucra consideraciones y juicios complejos concernientes a diferencias en características financieras y operativas y a otros factores que pueden afectar los valores transados en bolsa u otros valores de las compañías a las cuales GPA Foods, Éxito, Via Varejo y Cnova fueron comparadas.
- El análisis indicó que al 24 de julio de 2015, el rendimiento comercial de dichas compañías revisadas fue el siguiente: (i) el VE / múltiplo EBITDA UDM promedio revisado de los supermercados minoristas comparables⁽¹⁾ fue 9.7x comparado con GPA 4.8x VE / múltiplo EBITDA; (ii) el VE / múltiplo EBITDA UDM promedio revisado de los negocios de línea dura comparables⁽²⁾ fue 5.2x comparado con la subsidiaria de línea dura de GPA (VV) de VE / múltiplo EBITDA UDM de 1.6x (ajustado para excluir la participación en Cnova) y (iii) El VE / múltiplo EBITDA UDM promedio revisado de ciertos comparables de comercio electrónico⁽³⁾ fue de 41.5x comparado con el de Cnova's que fue 33.5x VE / múltiplo EBITDA UDM; y (iv) el VE / múltiplo EBITDA UDM promedio revisado de los centros comerciales y galerías comparables⁽⁴⁾ en LATAM fue de 13.4x.
- Aplicando los múltiplos de negociación arriba mencionados a los EBITDA UDM de las diferentes entidades GPA, el valor patrimonial implícito agregado estaría en un rango entre US\$2,001 millones y US\$2,270 millones, resultando un rango implícito de múltiplo de EBITDA UDM de 7.2x hasta 8.0x (excluyendo sinergias).

Análisis de Transacciones Precedentes Seleccionadas

- BofA Merrill Lynch también revisó información financiera, dentro de aquella disponible al público, relacionada con transacciones seleccionadas que involucran compañías en el sector minorista en América Latina. BofA Merrill Lynch revisó los valores de las transacciones, calculados como el valor de empresa implícito de la compañía objetivo, basados en la contraprestación pagada en las transacciones seleccionadas, como múltiplo de EBITDA de la compañía objetivo para los últimos doce meses que precedieron el anuncio de la transacción. Los datos financieros estimados de las transacciones seleccionadas estuvieron basados en la información disponible al público al momento del anuncio de la transacción relevante.
- Ningún negocio o transacción es comparable directamente con la Transacción. Consecuentemente, una evaluación de los resultados de este análisis no se basa exclusivamente en la matemática. Por el contrario, este análisis involucra consideraciones y juicios complejos sobre diferencias en las características financieras y operativas y otros factores que pueden afectar la adquisición u otros valores de las compañías, segmentos de negocio o transacciones a las cuales se comparó la Transacción.
- BofA Merrill Lynch también revisó la transacción precedente en los sectores de comercio electrónico y en los centros comerciales/galerías de América Latina.
- Los comparables de transacción precedente en el comercio minorista de alimentos, comercio minorista de no comestibles y de línea dura, el comercio electrónico y los centros comerciales y galerías expresados sobre la base de VE/ múltiplos EBITDA UDM, indican un promedio sobre la última década de aproximadamente 12.5x, 10.2x, 21.9x, y 11.4x, respectivamente.
- Aplicando el promedio de múltiplos de la transacción precedente arriba mencionados al EBITDA UDM de las diferentes entidades GPA el valor patrimonial implícito agregado de la participación adquirida equivale a un rango de US\$2,446 millones y US\$2,963 millones, resultando en un múltiplo EBITDA UDM implícito en el rango de 8.8x hasta 10.4x (excluyendo sinergias).

(1) Incluye Cencosud, Cedraui, Éxito, Soriana y Walmex.

(2) Incluye Best Buy, Darty, Famsa y Magazine Luiza.

(3) Incluye B2W, Mercado Libre, Alibaba, Amazon, AO World, Asos, JD.com, Ocado Group, VipShop, YOOX y Zulily.

(4) Incluye Aliansce, BR Malls, Fibra Shop, Iguatemi, IRSA, Multiplan y Parque Arauco.

Resumen de los Análisis Financieros (continuación)

Análisis
Financiero
(continuación)

Análisis del Corredor
de Suma de las Partes

- BofA Merrill Lynch también revisó reportes de los corredores que cubren GPA para entender el valor que éstos le atribuyen a GPA basados en una valoración individual de cada subsidiaria con fundamento en el enfoque de Suma de las Partes. Adicionalmente, reportes de los corredores encargados de Casino fueron analizados para entender el valor asignado a las operaciones de Casino en Argentina, es decir, Libertad.
- El valor patrimonial combinado implícito resultante de aplicar esta metodología estaría en el rango de entre US\$1,633 millones y US\$2,237 millones, resultando en un VE / múltiplo de EBITDA UDM combinado en el rango de 6.2x hasta 7.9x.

Consideraciones Adicionales

- Como parte del negocio de banca de inversión de BofA Merrill Lynch, éste se encuentra constantemente involucrado en la valoración de empresas y valores en relación con fusiones y adquisiciones, emisiones negociadas (*negotiated underwritings*), colocación secundaria de acciones listadas y no listadas en bolsa, emisiones privadas y valoraciones para efectos corporativos y otros propósitos. En el pasado BofA Merrill Lynch y sus filiales han proporcionado, en la actualidad están proporcionando, y en el futuro podrán proveer, los servicios de banca de inversión, banca comercial y otros servicios financieros a Casino y algunas de sus filiales y hemos recibido, o en el futuro podríamos recibir, una compensación por la prestación de estos servicios, incluyendo (i) haber actuado o actuar como asegurador principal o “*bookrunner*”, estructurador y/o prestamista en determinadas líneas de crédito y arrendamientos de instalaciones de Casino, (ii) haber actuado como asesor financiero de Casino y de algunas de sus filiales, incluyendo VV, en relación con ciertas operaciones de adquisición, (iii) haber actuado como coordinador global para una oferta de acciones realizada por VV, (iv) haber actuado asegurador principal o “*bookrunner*” y estructurador para una oferta de acciones de Cnova, y (v) haber prestado o estar prestando ciertos servicios relacionados con derivados y/o comercio de divisas a Casino. Ni nosotros, ni ninguna otra subsidiaria de *Bank of America Corporation*, ha prestado servicios de consultoría financiera de fusiones y adquisiciones a Casino con respecto a la Transacción.
- El análisis de BofA Merrill Lynch fue elaborado por una o más subsidiarias de *Bank of America Corporation* para la Junta de Éxito y no debe ser utilizado o tomado como fuente confiable para ningún propósito que no sea el específicamente contemplado en un acuerdo escrito con nosotros. El análisis se basó en información proporcionada por, o en nombre de, la Junta de Éxito y/o otros participantes potenciales de la transacción o tomada de fuentes públicas. BofA Merrill Lynch no asume ninguna responsabilidad por investigaciones independientes o la verificación de dicha información (incluyendo, pero sin limitarse a, las Proyecciones de los Objetivos o datos suministrados por terceros) y hemos confiado en que dicha información es completa y exacta en todos sus aspectos materiales. Las Proyecciones de los Objetivos fueron preparadas por la administración de GPA y Libertad y fueron revisadas y adoptadas por la administración de Éxito. En relación con las Proyecciones de los Objetivos, BofA Merrill Lynch fue aconsejado por GPA y Libertad, y asumió, con el consentimiento de Éxito, que las mismas han sido preparadas sobre bases que razonablemente reflejan el mejor juicio y estimaciones actuales de la administración de GPA y Libertad en cuanto al desempeño financiero futuro de GPA, VV, Cnova y Libertad; y basado en la revisión de la administración de Éxito, y la evaluación de la probabilidad de lograr, los resultados financieros futuros reflejados en las Proyecciones de los Objetivos, BofA Merrill Lynch se ha basado, bajo el consentimiento y la dirección de Éxito, en las Proyecciones de los Objetivos para efectos de la opinión respecto a si la contraprestación total a pagar por Éxito a Casino en la Transacción era justa, desde un punto de vista financiero, para Éxito. Con respecto a las Proyecciones de los Objetivos de Libertad, con el consentimiento y bajo la directriz de Éxito, asumimos que los fundamentos macroeconómicos implícitos en las mismas, respecto a la tasa de cambio de divisas y la inflación allí utilizadas, son razonables y reflejan el consenso actual de expertos sobre el particular. Ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, se hace respecto a la precisión o integralidad de dicha información (incluyendo, pero sin limitarse a, las Proyecciones de los Objetivos) y nada contenido en este documento es o deberá ser tomado como una declaración respecto al pasado, el presente o al futuro. Este material no constituye una oferta ni una solicitud de venta o compra de ningún valor y no constituye un compromiso de *Bank of America Corporation* o alguna de sus subsidiarias de suministrar, o gestionar ningún financiamiento para ninguna transacción o para la compra de ningún valor relacionado con la Transacción. Este material puede no reflejar información conocida por otros profesionales en otras áreas de negocio del *Bank of America Corporation* o sus subsidiarias. Cualquier afirmación sobre situaciones futuras, predicción o proyección es inherentemente susceptible a incertidumbres y cambios en las circunstancias. Los resultados pueden variar materialmente respecto a los expresados o implícitos en cualquier afirmación sobre situaciones futuras, predicciones o proyecciones debido al gran número de factores involucrados.

Consideraciones Adicionales (continuación)

- *"Bank of America Merrill Lynch"* es el nombre comercial de la banca global y de los negocios de mercado global de *Bank of America Corporation*. Préstamos, derivados y otras actividades bancarias comerciales son realizadas a nivel global por filiales bancarias de *Bank of America Corporation*, incluyendo, en los Estados Unidos, Bank of America, N.A., *member de FDIC*, y en otras jurisdicciones por los afiliados que cuentan con licencia a nivel local, los cuales puede ser miembros de las agencias de depósitos de seguros locales. *Bank of America Corporation* y sus filiales no realizan actividades bancarias que están reservadas a los bancos autorizados por las leyes locales, excepto en aquellas jurisdicciones en donde sus filiales bancarias hayan obtenido las licencias necesarias. Valores, asesoría estratégica y otras actividades de banca de inversión se realizan a nivel global por las filiales de banca de inversión de *Bank of America Corporation*, incluyendo, en Estados Unidos, *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated* y *Merrill Lynch Professional Clearing Corp.*, quienes se encuentran registradas como agentes de bolsa (*broker-dealers*) y son miembros de la Asociación Nacional de agentes de Valores (FINRA por sus siglas en inglés) y la Corporación de Protección a los Inversionistas en Valores (SIPC por sus siglas en inglés), y en otras jurisdicciones, de entidades locales de registro. Algunos o todos los productos ofrecidos por la banca comercial y por las filiales de banca de inversión pueden no estar disponibles en ciertas jurisdicciones.
- Éxito acordó pagar honorarios a favor de BofA Merrill Lynch como contraprestación a la emisión de esta opinión. Adicionalmente, Éxito ha acordado reembolsar los gastos e indemnizar a BofA Merrill Lynch frente a ciertas responsabilidades que puedan surgir de las labores contratadas.
- BofA Merrill Lynch y sus filiales hacen parte de una firma completa de prestación de servicios en valores y banca comercial, involucrada en valores, materias primas y comercio de derivados, divisas y otras actividades de corretaje e inversión de capital, y realizamos inversiones y proporcionamos inversiones, servicios de banca corporativa y privada, gestión de activos e inversiones, financiación y servicios de asesoría financiera y otros servicios comerciales y productos, a una amplia gama de empresas, gobiernos e individuos. En el curso normal de nuestros negocios, nosotros y nuestras afiliadas invertimos en nuestro nombre propio o a nombre de nuestros clientes o gestionamos los fondos que invierten, realizan o mantienen posiciones de corto y largo plazo, financian posiciones o comercian o realizan otro tipo de transacciones de capital, deuda u otros valores o instrumentos financieros (incluyendo derivados, préstamos bancarios u otras obligaciones) de Éxito, Casino, GPA, VV, Cnova y Libertad.
- **BofA Merrill Lynch no autoriza a ninguna persona, que no sea la Junta de Éxito, a confiar en la opinión respecto a si la Contraprestación Total a ser pagada por Éxito en la Transacción es justa.**