

Atacadão S.A.

Abril de 2022

ALVAREZ & MARSAL

Laudo de avaliação econômico-financeira do Grupo Big Brasil S.A.

CONFIDENCIAL



LEADERSHIP. ACTION. RESULTS.SM



Alvarez & Marsal Assessoria em Transações Ltda.
Rua Surubim, 577 – 20º andar – cj 202 – Brooklin Novo
04571-050 – São Paulo – SP, Brasil
Tel: +55 11 5506-4059
Fax: +55 11 3478-0540

Atacadão S.A.

Rua George Eastman, 213
Morumbi, São Paulo - SP
CEP 05690-000

São Paulo, 05 de abril de 2022

Prezados Senhores(as),

Conforme solicitado, a Alvarez & Marsal Assessoria em Transações Ltda. ("A&M") realizou a avaliação econômico financeira das ações do Grupo Big Brasil S.A. ("Grupo Big" ou "Empresa"), na data-base de 31 de dezembro de 2021 ("data-base").

Os procedimentos adotados, nossas discussões e nossas estimativas ("Serviços") estão descritas neste relatório ("Relatório"). Nossas estimativas de avaliação e o Relatório são destinados apenas para os fins descritos abaixo.

A avaliação econômico-financeira das ações do Grupo Big tem como objetivo fornecer à administração ("Administração") e aos acionistas do Atacadão S.A. ("Atacadão" ou "Grupo Carrefour" ou "Cliente"), uma estimativa de valor econômico-financeiro das ações do Grupo Big, a fim de dar suporte à respectiva deliberação sobre a incorporação das ações do Grupo Big na Assembleia Geral de Acionistas do Atacadão, em linha com as exigências dos artigos 8º e 252 da Lei das S.A.

Adicionalmente, demonstramos através da avaliação do Grupo BIG a relevância da aquisição para o Atacadão (Art. 256 Lei das S.A).

Fica permitida a disponibilização deste Relatório em decorrência de exigência ou determinação legal ou regulatória (inclusive no âmbito da Instrução CVM 481/09), relacionada a esta transação, e desde que o Relatório seja divulgado na íntegra.

As conclusões e estimativas aqui expressas estão sujeitas às limitações contidas no Apêndice.

Se houver alguma dúvida sobre o Relatório ou nossas estimativas de avaliação, entrar em contato com Paulo Mota ou Marina Ragucci.

Atenciosamente,

DocuSigned by:

BB72BF022B3248B...
Paulo Mota
Managing Director
Alvarez & Marsal, Transaction Advisory Group

DocuSigned by:

A1D57224F02441F...
Marina Ragucci
Director
Alvarez & Marsal, Transaction Advisory Group

Conteúdo

Sumário executivo	4
Informação do Avaliador e Credenciais	8
Visão geral da Empresa	12
Avaliação da Empresa	15

Apêndices

A. Metodologia e limitações de uso	18
B. Projeções e fluxo de caixa	23
C. Taxa de desconto	28
D. Informações de Mercado	31



Abreviações

A&M	Alvarez & Marsal Assessoria em Transações Ltda.
Administração	Administração do Atacadão
Bacen	Banco Central do Brasil
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
Capex	<i>Capital Expenditures</i> – Investimentos em ativos imobilizados
Cliente ou Atacadão ou Grupo Carrefour	Atacadão S.A.
Data-base	31 de dezembro de 2021
Dívida Líquida	Saldo de empréstimos líquido de caixa e aplicações financeiras
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
EBITDA	<i>Earning Before Interest, Income Tax, Depreciation and Amortization</i> – Lucro antes de juros, impostos de renda e contribuição social sobre o lucro, depreciação e amortização
EBIT	<i>Earning Before Interest, Income Tax</i> – Lucro antes de juros e imposto de renda e contribuição social sobre o lucro
EBT	<i>Earning Before Tax</i> – Lucro antes de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro
Empresa ou Grupo Big	Grupo Big Brasil S.A.
EV	<i>Enterprise Value</i> – Valor Operacional da Empresa
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NOL	<i>Net operating losses</i> – Prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social
Nopat	<i>Net operating profit after income taxes</i> – Lucro líquido operacional depois de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro
ROB	Receita Operacional Bruta
ROL	Receita Operacional Líquida
Valor operacional	Valor da Empresa sem considerar a posição de dívida líquida e ativos e passivos não operacionais no balanço patrimonial
Valor aos acionistas	Valor da Empresa considerando a posição de dívida líquida e ativos e passivos não operacionais no balanço patrimonial

01

Sumário executivo



Sumário executivo

Entendimento

O Grupo Carrefour é uma rede varejista de produtos alimentares em multiformato e é composta pelas empresas Carrefour Varejo, Atacadão, Carrefour Property e Banco Carrefour.

Como parte da execução de seus objetivos de crescimento e expansão, o Atacadão busca adquirir o Grupo Big, uma das empresas líderes no varejo alimentar no Brasil com forte presença no Nordeste e Sul do país.

Com mais de 80 anos de história, o Grupo Big tem forte presença em 18 Estados e Distrito Federal, com uma rede nacional composta por 388 lojas distribuídas em 181 municípios. A Empresa opera em dois segmentos de negócios, varejo e atacado.

De acordo com a Administração, a rede de lojas do Grupo Big, portanto, apresenta forte complementaridade geográfica com o Grupo Carrefour, e sua aquisição expandirá a sua presença em regiões onde a sua penetração ainda está limitada, como o Nordeste e Sul do país que oferecem forte potencial de crescimento.

A transação envolve a aquisição da totalidade das ações de emissão do Grupo BIG pelo montante total de R\$7,5 bilhões, sendo 70,0% das ações através de um pagamento em dinheiro e o remanescente através da incorporação de ações, ou seja, cada ação ordinária de emissão do Grupo Big será substituída por ações ordinárias de emissão do Atacadão totalizando 116.822.430 (cento e dezesseis milhões, oitocentos e vinte e dois mil, quatrocentos e trinta) ações ordinárias.

Objetivos e usos

Nossa análise e este Relatório são de uso da Administração, para fins de apresentação à Assembléia Geral de Acionistas (AGE), com o objetivo de suportar os requisitos do artigos 8º, 252 da lei das S.A. e verificar se a aquisição do Grupo BIG representa para o Atacadão investimento relevante, segundo art. 256 da Lei das S.A.. Este relatório não deve ser utilizado para nenhum outro fim e nenhuma outra data-base.

Escopo do trabalho

Para atendimento ao art. 252 da Lei das S.A., nosso trabalho incluiu:

- Análise de informações financeiras históricas do Grupo Big e do Deal Model preparado pela Administração, considerando possíveis sinergias entre os negócios do Atacadão e Grupo Big;
- Eventuais ajustes de premissas de projeção a serem consideradas, elaboração de projeções de resultados e fluxos de caixa operacionais;
- Cálculo de taxa de desconto com base na metodologia do WACC; e
- Preparação do Relatório contendo a nossa análise, conclusão de valores, metodologias e premissas utilizadas.

Para realização da avaliação do Grupo BIG, recebemos da Administração um sumário do estudo das sinergias esperadas para a transação, preparado por uma consultoria terceirizada. Utilizamos esta informação na projeção de resultados, entretanto, não fez parte do escopo do nosso trabalho a verificação da factibilidade de realização de tais sinergias.

Especificamente em relação ao crescimento de receita projetado nossa projeção está apoiada no sumário do estudo contratado pela Administração e nenhuma análise adicional foi realizada.

Como verificação das projeções apresentadas, comparamos as margens alcançadas no longo prazo com as margens praticadas por companhias brasileiras de capital aberto do mesmo setor e não encontramos diferenças significativas.

Adicionalmente, verificamos se a aquisição do Grupo BIG representa para o Atacadão investimento relevante, conforme descrito no Art. 256 da Lei 6.404.

Sumário executivo

Escopo do trabalho (cont.)

Não fez parte do escopo determinar:

- i. Avaliação de passivos contingentes;
- ii. Auditoria ou due-diligence;
- iii. Consultoria contábil;
- iv. Elaboração de fairness opinion;
- v. Atendimento ao art. 256 lei 6.404, inciso II;
- vi. Avaliação de ativos tangíveis, intangíveis ou de ativos complexos (cálculos derivativos);
- vii. Consultoria legal ou jurídica ou planejamento tributário e/ou interpretação da legislação tributária vigente;
- viii. Estudos de mercado;
- ix. Fornecimento de modelos e/ ou planilhas;
- x. Atualização dos estudos para outra data-base; e
- xi. Outros serviços além dos citados aqui.

Sumário executivo

Conclusões

Resumo de Valor

Com base nas informações recebidas e no trabalho realizado, o cálculo através da metodologia do fluxo de caixa descontado indica uma estimativa de valor de R\$ 13,2 bilhões para 100% das ações da Empresa.

Os valores referentes aos ativos e passivos não operacionais e dívida líquida, na data-base da análise, foram considerados conforme constam no balanço patrimonial pro-forma da Empresa que considera ajustes de acordo com as expectativas da Administração, conforme apresentado na página 14 e apêndices.

As principais premissas utilizadas foram:

- Data-base: 31 de dezembro de 2021
- Metodologia: Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”) utilizando o fluxo de caixa para a firma ajustado por dívida líquida e ativos e passivos não operacionais
- Padrão de valor: valor justo
- Período de projeção: janeiro de 2022 a dezembro de 2026
- Moeda: Reais (R\$) nominal, ou seja, considerando o efeito da inflação
- Tributação: lucro real
- Taxa de desconto: 10,7% em termos nominais, a partir da metodologia WACC.

Composição de Valor

Em R\$ milhões		Notas
Valor presente fluxo de caixa projetado	3.285	[1]
Valor presente do benefício fiscal	809	[2]
Valor presente da perpetuidade	10.176	[3]
Valor presente fluxo de caixa operacional	14.270	[4]=[1]+[2]+[3]
Ativos e passivos não operacionais	(1.571)	[5]
Caixa líquido	519	[5]
Valor econômico para 100% da Empresa	13.220	[6]=[4]+[5]

Notas:

[1] Fluxo de caixa projetado de janeiro de 2022 a dezembro de 2026.

[2] Calculado considerando o saldo remanescente de prejuízo fiscal após o período explícito, ao seu valor presente.

[3] Calculado considerando crescimento de 3,18% na perpetuidade, equivalente à expectativa de inflação de longo prazo divulgada pelo Bacen

[5] Saldos conforme demonstrações financeiras não-auditadas. Veja o detalhamento no Apêndice “Não operacionais e caixa líquido”.

[6] Valor arredondado

Investimento Relevante

Com base no valor do Patrimônio Líquido (“PL”) do Atacadão na data base de avaliação de R\$ 18,4 bilhões*, e no valor de aquisição do Grupo BIG de R\$ 7,5 bilhões, verifica-se que este investimento representa mais de 10% do valor do PL do Atacadão e, desta maneira, deve ser considerado Investimento Relevante em atendimento ao art. 256 da lei das S.A..

* Conforme demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2021 do Atacadão

02

Informação do Avaliador e Credenciais



Informação do Avaliador e Credenciais

Informações sobre o avaliador

A A&M é uma empresa líder global em serviços profissionais com mais de 35 anos de atuação, que fornece serviços para melhoria de desempenho de negócios, gestão de turnaround e assessoria para organizações que buscam transformar as operações, alavancar o crescimento e acelerar os resultados por meio de uma ação decisiva. Está presente em mais de 25 países, formando uma rede de mais de 65 escritórios, com mais de 5.200 profissionais, sendo mais de 600 na América Latina.

No Brasil desde 2004, a A&M abriu seu primeiro escritório no Brasil em São Paulo, e atualmente conta com escritórios no Rio de Janeiro e Belo Horizonte.

Em 2016, seguindo a expansão global da A&M, o departamento de Transaction Advisory Group (“TAG”) foi criado no Brasil e provê serviços e soluções financeiras relacionados a fusões e aquisições, project finance, accounting advisory, suporte a transações (serviços de Due Diligence), serviços de modelagem e avaliação econômico-financeira (“Valuation”).

A área de Valuation do departamento de TAG da A&M foi responsável pela avaliação econômico-financeira do Grupo Big.

Processo interno de aprovação do laudo de avaliação

- A avaliação econômico-financeira do Grupo Big foi elaborada por equipe de consultores e foi coordenada e revisada pelo sócio do projeto. A equipe também foi composta por revisor.

Identificação e qualificação dos profissionais envolvidos

- Marina Ragucci (Director) coordenou a execução dos trabalhos de avaliação econômico-financeira do Grupo BIG.
- Paulo Mota (Managing Director) foi o revisor dos trabalhos.

O currículo dos profissionais está descrito nas seguintes páginas.

Credenciais

- A seguir, apresentamos algumas experiências recentes em avaliação econômico-financeira de empresas:

Empresa	Setor	Serviço Prestado
Afya	Saúde / Educação	PPA
Alpargatas	Varejo	Avaliação econômico-financeira
Bardahl	Automotivo	Avaliação econômico-financeira
BB DTVM	Diversos	Valor justo das empresas investidas
Boa Vista	Serviços/ Tecnologia	Avaliação econômico-financeira e PPA
Espaço Laser	Depilação	Teste de impairment e PPA
Gafisa	Real Estate	Teste de impairment e PPA
Kora Saúde	Saúde	Teste de impairment, PPA e Avaliação de Stock Options
Loft	Tecnologia/ Real Estate	Teste de impairment e Avaliação de Stock Options
Ri Happy	Varejo	Teste de impairment e recuperabilidade do diferido
Sika	Construção	Teste de impairment
Suzano	Papel e Celulose	Avaliação do ativo biológico
Time for fun	Entretenimento	PPA
VCA / PetCare	Animal	Avaliação econômico-financeira e PPA
Wiz	Seguradora	PPA

Informação do Avaliador e Credenciais

Coordenador	
Nome	<ul style="list-style-type: none"> Marina Ragucci
Cargo	<ul style="list-style-type: none"> Director – Transaction Advisory Group – A&M Brasil
Qualificação	<ul style="list-style-type: none"> Pós Graduado em Administração pela PUC-RJ Graduado em Ciências Econômicas pela UFRJ ASA I e II, emitido pela International Institute of Business Valuers (IIBV)
Experiência	<ul style="list-style-type: none"> Experiência de mais de 15 anos em Corporate Finance. Desde 2021 na A&M, atuou também como Gerente Sênior na EY (área de Valuation & Business Modeling) e Gerente Senior Executivo na Apsis, onde atuou por 5 anos como responsável pela área de Business Valuation. Especialista em avaliação de empresas e ativos intangíveis, estudos de viabilidade econômico financeira, elaboração de planos de negócios e assessoria em transações
Setores de Experiência	<ul style="list-style-type: none"> Automotivo Farmacêutico Energia Real Estate Serviços Startups Tecnologia

Revisor	
Nome	<ul style="list-style-type: none"> Paulo Mota
Cargo	<ul style="list-style-type: none"> Managing Director – Transaction Advisory Group – A&M Brasil
Qualificação	<ul style="list-style-type: none"> Graduado em Administração pela Universidade de Salvador. Pós-graduação em Fundos de Investimento & Financiamentos Estruturados pela IE – Instituto de Empresas em Madrid
Experiência	<ul style="list-style-type: none"> Experiência de mais de 20 anos em negócios e transações. Desde 2018 na A&M atuando como um dos líderes da prática de Assessoria em Transações no Brasil, atuou também como sócio na área de Investment Banking – M&A da KPMG Corporate Finance (KPMG) por 7 anos.
Setores de Experiência	<ul style="list-style-type: none"> Educação Energia Entretenimento Indústria Tecnologia Saúde



Informação do Avaliador e Credenciais

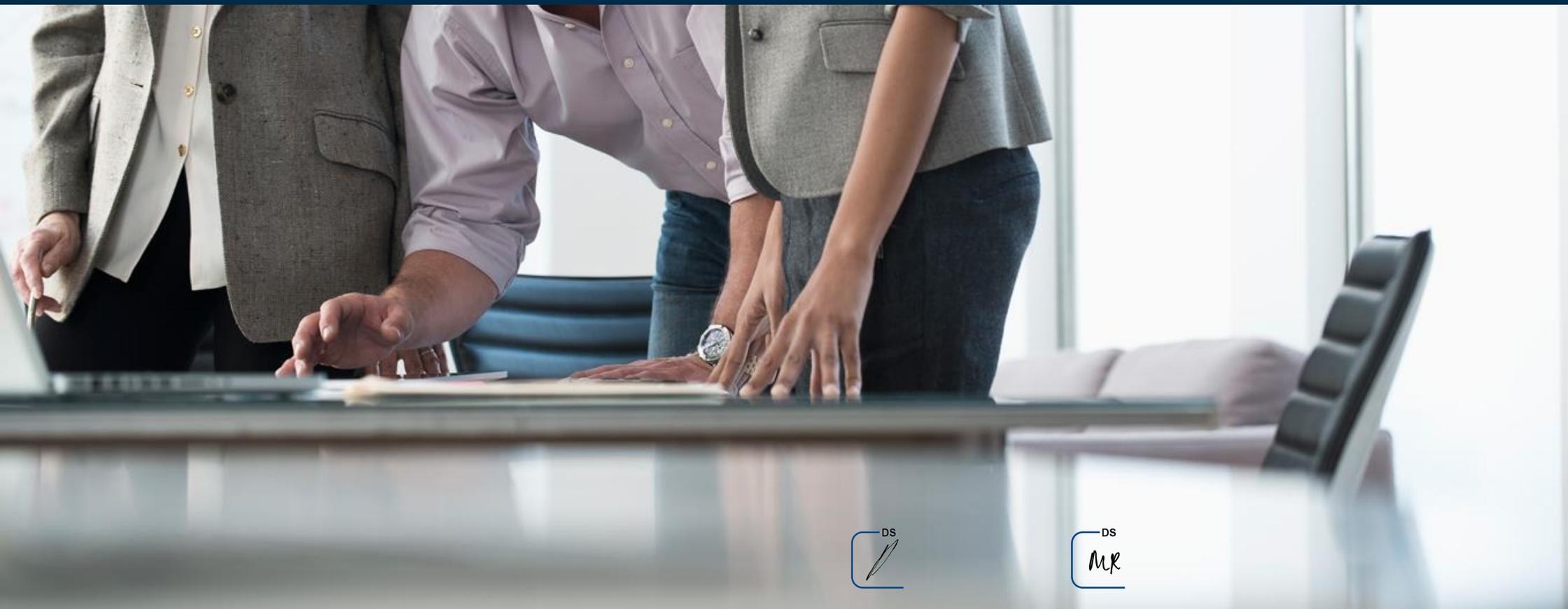
Equipe	
Nome	<ul style="list-style-type: none">Daniel Souza Dias
Cargo	<ul style="list-style-type: none">Senior Manager – Transaction Advisory Group – A&M Brasil
Qualificação	<ul style="list-style-type: none">Pós Graduado em Financial Economics pela FGV-SPGraduado em Ciências Econômicas pela FAAPASA I e II, emitido pela International Institute of Business Valuers (IIBV)
Experiência	<ul style="list-style-type: none">Experiência de 10 anos em Corporate Finance, na área de transações corporativas, especificamente em avaliação de empresas e ativos intangíveis, estudos de viabilidade econômico-financeira/ planos de negócios e modelagem financeira. Desde 2017 na A&M, atuou também como Gerente na EY (área de Valuation & Business Modeling), onde atuou por mais de seis anos.
Setores de Experiência	<ul style="list-style-type: none">AgronegóciosConsumer ProductsFarmacêuticoReal EstateServiçosTecnologiaVarejo





03

Visão geral da Empresa



Visão geral da Empresa

Breve descrição da empresa

- Com mais de 80 anos de história, o Grupo Big tem forte presença no varejo alimentar brasileiro, presente em 18 Estados e Distrito Federal, com uma rede nacional composta por 388 lojas.
- A Empresa opera em dois segmentos de negócios: (i) Varejo, com hipermercado (Big e Big Bompreço), supermercado (Super Bompreço e Nacional), soft discount (TodoDia) e rede de postos de combustíveis; e (ii) Atacado, nos formatos de clube de compras (Sam's Club) e atacarejo (Maxxi Atacado).
- Durante a pandemia, a Empresa lançou o serviço delivery, por meio de parcerias com aplicativos de entrega, e de retirada nas lojas (o clique e retire). Em 2021, lançou a plataforma digital que visa fortalecer as vendas on-line, oferecendo uma solução integrada de compra e entrega para seus clientes.

Desempenho econômico-financeiro recente

- A Empresa é auditada pela Deloitte (DTT).
- A Administração nos forneceu dados financeiros compreendendo o ano fiscal encerrado de 31 de dezembro de 2021 e 2020. A tabela ao lado sumariza as informações históricas do período analisado.
- Em 2021 a Empresa gerou receita operacional líquida de R\$ 20,1 bilhões, o que representou uma retração de 7,4% em relação ao ano anterior. Em relação ao EBITDA, a Empresa encerrou 2021 com R\$ 804 milhões e uma margem EBITDA de 4,0%.
- O EBITDA não incorpora o valor dos aluguéis, em linha com IFRS16.

DRE (R\$ milhões)	2020	2021
Receita Operacional Bruta	24.930	23.166
Devoluções e cancelamentos	(318)	(481)
Impostos sobre vendas	(2.869)	(2.561)
Receita Operacional Líquida	21.743	20.124
Custos Operacionais	(16.418)	(15.133)
Lucro Bruto	5.325	4.991
Despesas Operacionais	(4.397)	(4.187)
EBITDA	928	804
Depreciação / Amortização	(663)	(659)
EBIT	265	145
Resultado Financeiro	2	(214)
Resultado Não Recorrente	455	406
EBT	722	337
IR & CS	2.304	(97)
Lucro Líquido	3.026	240

Indicadores financeiros	2020	2021
% crescimento ROL	n.a.	-7,4%
Margem Bruta	24,5%	24,8%
Margem EBITDA	4,3%	4,0%
Margem Líquida	13,9%	1,2%

Fonte: Administração

Visão geral da Empresa

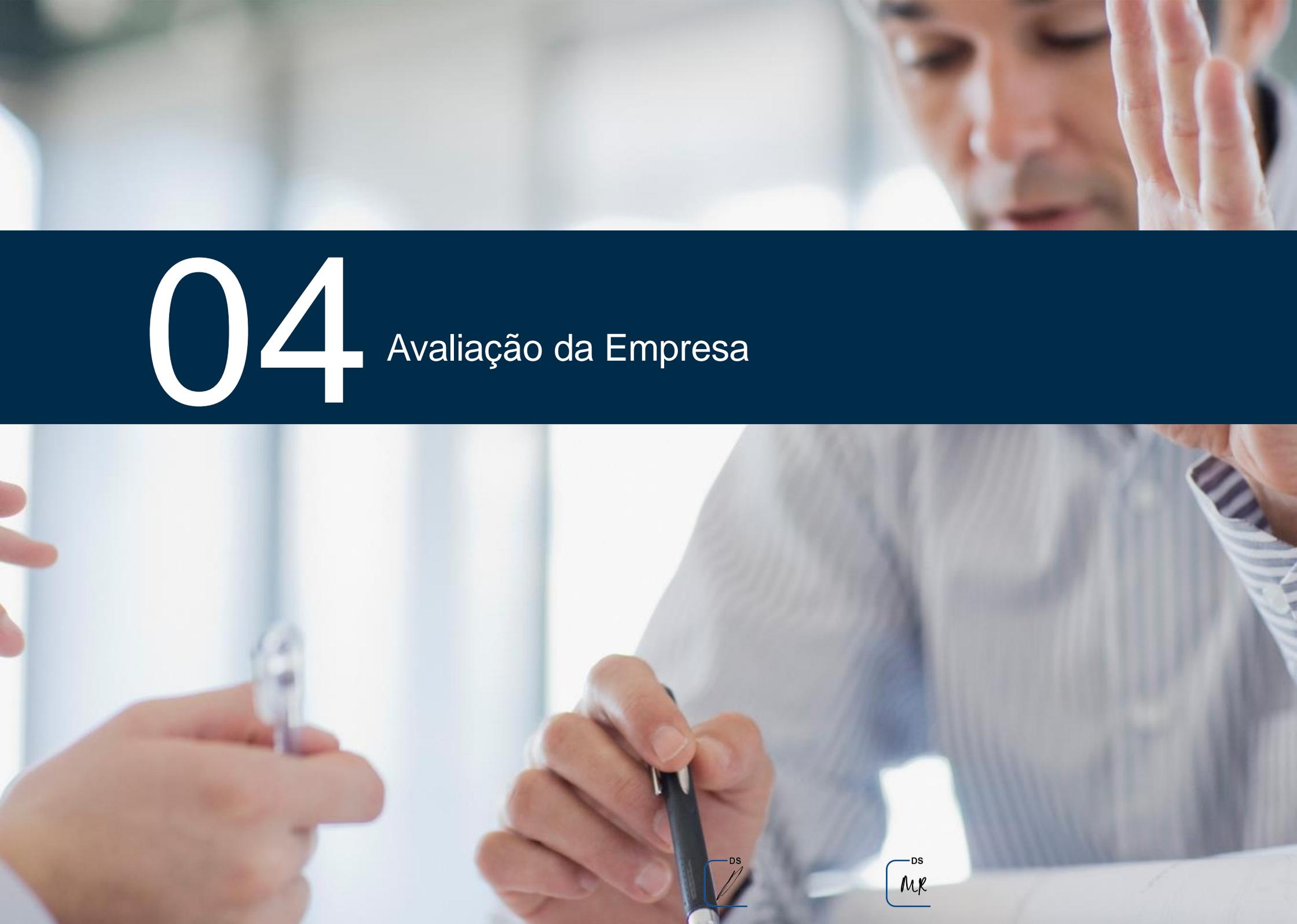
Desempenho econômico-financeiro recente (cont.)

Balanco Patrimonial (R\$ milhões)	2020	2021
Caixa e Equivalentes	485	270
Contas a Receber	1.487	607
Estoques	2.826	2.803
Impostos a Recuperar	500	619
Outros Ativos	120	136
Ativo Circulante	5.418	4.435
Contas a Receber LP	51	22
Impostos a recuperar LP	2.469	2.960
Impostos diferidos	2.512	2.345
Outros Ativos LP	50	32
Depósitos Judiciais	663	582
Direito de Uso	2.547	2.372
Imobilizado	4.393	6.121
Ativo não Circulante	12.685	14.434
Ativo Total	18.103	18.869

O Balanço de 2021 é proforma e considera os ajustes realizados pela Administração. Tais ajustes estão demonstrados nos apêndices.

Fonte: Administração.

Balanco Patrimonial (R\$ milhões)	2020	2021
Fornecedores	3.382	2.684
Obrigações Tributárias	121	104
Obrigações Trabalhistas	434	259
Empréstimos e Financiamentos	275	333
Contas a Pagar	185	187
Receita Diferida	105	167
Arrendamento	173	200
Partes Relacionadas (Passivo CP)	59	330
Passivo Circulante	4.734	4.264
Partes Relacionadas (Passivo LP)	221	-
Contingências	2.302	4.365
Imposto Diferido (Passivo LP)	-	26
Receita diferida (LP)	91	-
Arrendamento (LP)	2.966	2.490
Passivo Não Circulante	5.580	6.881
Patrimônio Líquido	7.789	7.724
Passivo e patrimônio líquido	18.103	18.869



04

Avaliação da Empresa



Avaliação da Empresa

Descrição das principais premissas

Receita operacional bruta

A receita bruta da Empresa é composta pela venda de produtos nos canais de varejo, atacado (cash & carry) e clube (Sam's).

As premissas de crescimento de receita foram definidas pela Administração e consideram o seguinte:

- Fechamento de lojas em 2022, reflexo das possíveis medidas a serem tomadas para que a transação ocorra. É uma estimativa perante os pronunciamentos do CADE.
- Planejamento estratégico associado à conversão de 114 lojas entre 2022 e 2023, incluindo a conversão de lojas entre canais.

Deduções da receita bruta

As deduções sobre receita bruta são compostas pelos tributos de PIS, Cofins e ICMS.

- Os tributos foram projetados aplicando-se a expectativa da Administração, variando de 11,0% da receita operacional bruta ("ROB") em 2022 até 10,6% da ROB em 2026, em função do crescimento de cada canal de vendas.

Como consequência das premissas descritas acima, é esperado uma queda da receita operacional líquida de 0,5% para R\$ 20,0 bilhões em 2022, com a estimativa de atingir R\$ 32,1 bilhões em 2026, apresentando um CAGR de 9,8% no período projetado.

Em 2022, a participação do varejo é de 41,5% sobre a ROL e, o setor que perde participação ao longo do período projetivo, caindo para 30,5% em 2023 e 29,8% em 2026. Em contrapartida, os segmentos de atacado e clube aumentam sua participação no período projetivo partindo de 58,5% em 2022 para 70,2% em 2026.

Dessa maneira, com a mudança do mix de lojas é esperado aumento da densidade de vendas, o que se reflete nos crescimentos para 2023 e 2024, alcançando, segundo premissa da Administração, 28,1% e 15,5%, respectivamente. Para os períodos seguintes, o crescimento está alinhado com a inflação.

Custos e Despesas operacionais

Os custos operacionais são compostos pelos custos de mercadoria vendida e transporte. Já as despesas operacionais contemplam as despesas gerais e administrativas, despesas com pessoal, despesas com marketing e vendas, despesas corporativas e serviços financeiros. Além dessas despesas, foi incluída a despesa de aluguel dos imóveis para fins da projeção do fluxo de caixa, dado que com a adoção do IFRS 16 – Leasing, as despesas fixas de aluguel deixaram de ser registradas no resultado.

Com a conclusão da transação, são esperadas sinergias operacionais. Segundo divulgado pela Administração em Demonstração Financeira de 2021, são esperadas sinergias no montante mínimo de R\$ 2,0 bilhões na operação conjunta do Atacadão e BIG no ano 2025. Para a análise foram consideradas somente as sinergias no perímetro do Grupo Big, sem considerar as sinergias esperadas para o Atacadão.

Essas sinergias englobam negociação com fornecedores, renegociação de contratos de prestadores de serviços (segurança, limpeza, etc), redução das despesas corporativas, entre outras.

Como resultado, há um incremento na margem EBITDA no período projetivo, partindo de 2,8% em 2022 para 6,2% em 2026, em função da diluição de custos e despesas fixas e ganhos de escala na operação.

Para analisar a factibilidade do EBITDA projetado no longo prazo em relação ao praticado por empresas comparáveis, analisamos o EBITDA realizado por empresas de capital aberto da mesma indústria de atuação. Segundo demonstrado no apêndice "Informações de Mercado", o Atacadão realizou em 2021 um EBITDA de 6,9% da ROL enquanto a média das empresas brasileiras observadas é de 6,7%.

Avaliação da Empresa

Descrição das principais premissas

Depreciação, amortização e Capex

A depreciação do imobilizado existente foi projetada de forma linear, de acordo com a natureza do ativo e às taxas médias históricas. A depreciação de novos investimentos foi projetada de acordo com a expectativa da Administração, que considera uma vida útil média de 23 anos.

A projeção de CAPEX foi baseada no plano de negócios da Administração, a qual considera para os primeiros dois anos de projeção (2022 e 2023) um investimento relevante, de aproximadamente R\$ 1 bilhão em cada ano, referente a conversão de lojas, investimento em tecnologia e manutenção das lojas. Para os anos seguintes, o investimento refere-se a manutenção das lojas.

Impostos diretos

Os impostos diretos projetados para a Empresa foram divididos em: (i) Imposto de Renda; e (ii) Contribuição Social Lucro Líquido (CS), conforme a legislação brasileira vigente para o regime de tributação de lucro real:

- (i) Imposto de Renda: para o cálculo do Imposto de Renda adotou-se a alíquota vigente na legislação brasileira (Lei nº. 9.430 de 27 de dezembro de 1996), a saber, incidência de 15,0% sobre o Lucro Antes dos Impostos e 10,0% sobre a parcela do lucro excedente a R\$ 240 mil por ano; e
- (ii) Contribuição Social: para o cálculo da Contribuição Social considerou-se a alíquota vigente na legislação brasileira atual (Lei nº. 10.637 de 30 de dezembro de 2002), qual seja, 9,0% sobre o Lucro Antes dos Impostos.
- (iii) A Empresa possui na data-base base da avaliação um saldo de prejuízos fiscais de aproximadamente R\$ 7,7 bilhões.

Capital de Giro

A projeção do capital de giro foi elaborada a partir do balanço patrimonial histórico da Empresa. Desta forma, é importante destacar que:

- (i) Classificamos as contas do balanço histórico da Empresa entre Ativos e Passivos Operacionais e Não-Operacionais, Dívida e Caixa;
- (ii) Estimamos as premissas para a projeção das contas do capital de giro para cada item dos Ativos e Passivos Operacionais com base no driver de 2021 para todas as contas operacionais, com exceção da conta Fornecedores, para a qual foi utilizado o prazo de pagamento hoje realizado pelo Atacadão, conforme informado pela Administração – Veja o detalhamento no Apêndice;
- (iii) Investimentos e ativos e passivos não operacionais não foram considerados nas projeções de fluxo de caixa. Quando observados, tais ajustes foram tratados à parte e adicionados/subtraídos do valor presente dos fluxos de caixa, impactando o valor do Grupo Big;

O capital de giro corresponde na data-base a 2,5% da ROL. De acordo com a expectativa da Administração de alinhamento de prazos de pagamento com a operação do Atacadão, é esperada uma melhoria no capital de giro apresentando uma média de -2,1% da ROL durante o período projetivo.

A otimização projetada para o capital de giro se deve a conta de Fornecedores que em 2021 representou 65 dias de custo e foi projetado em 87 dias, em função das sinergias esperadas, sendo que o Atacadão já praticou, em 2021, 90 dias de custo na pra a mesma conta.

Analisamos, adicionalmente, a factibilidade da projeção de capital de giro considerada na projeção através do percentual de capital de giro sobre receita praticado por empresas brasileiras de capital aberto da mesma indústria que o BIG. Verificamos que a projeção realizada para o BIG no longo prazo de -2% da ROL é alcançada por outras empresas, sendo o percentual realizado pelo Atacadão de -2,6% da ROL em 2021. Veja o detalhamento no Apêndice.

Apêndice

A. Metodologia e limitações de uso



Metodologia de avaliação

Usualmente, pode-se utilizar três abordagens seguintes para determinar o valor de uma empresa: (i) Abordagem de Renda; (ii) Abordagem de Mercado; e (iii) Abordagem de Custo.

Abordagem da Renda

Os métodos utilizados são: (i) fluxo de caixa descontado (FCD) e (ii) capitalização de benefícios econômicos futuros. Em cada um desses métodos, o benefício econômico é dividido ou multiplicado por uma taxa específica para determinar seu valor presente.

O valor esperado do benefício econômico pode ser representado pelo valor dos dividendos, fluxo de caixa, ou outra métrica de geração de caixa, e deve ser estimado levando em consideração sua natureza, a estrutura de capital, o desempenho histórico e expectativas da empresa e setor.

Para converter os benefícios esperados em valor presente é preciso levar em consideração a expectativa de crescimento, a periodicidade dos acontecimentos, o perfil de risco e o valor do dinheiro no tempo.

Em resumo, a avaliação pelo FCD é determinada através da soma do valor presente da projeção dos fluxos de caixa da empresa e do valor da perpetuidade.

A Perpetuidade é o valor da atividade da empresa no final do horizonte das projeções. Normalmente, é identificado após se estabelecer um fluxo a partir do qual se pressupõe estabilidade da empresa. Usualmente estima-se o valor da perpetuidade, baseado no fluxo de caixa livre do último período de projeção dimensionado pela expectativa de crescimento para os próximos anos.

Taxa de Desconto

A adoção do FCD impõe a utilização de taxa de desconto compatível com a remuneração do capital próprio e do capital de terceiros dedicados ao negócio, ponderados pelos respectivos custos e participações. Para trazer os fluxos de caixa anuais projetados a valor presente, comumente utiliza-se a metodologia do custo médio ponderado de capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*). Esta taxa leva em conta um custo de dívida após os impostos e um custo esperado de capital próprio, o qual foi estimado com base no modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Dado o padrão de valor adotado ser o de Valor justo, as premissas adotadas no cálculo da taxa de desconto devem refletir a visão dos participantes de mercado e não as premissas específicas da Empresa.

Custo de Capital Próprio

Para determinar o Custo de Capital Próprio em termos nominais, utilizamos:

$$Re = (1 + Rf + Be * (Rm - Rf) + CRP + SP) * (1 + IRP) - 1$$

Em que:

- Rf = taxa de retorno de um ativo livre de risco;
- Be = risco sistemático comparado ao de empresas comparáveis;
- $(Rm - Rf)$ = retorno esperado da carteira de mercado comparada com a taxa de retorno de um ativo livre de risco;
- CRP = risco país;
- IRP = diferencial de inflação;
- SP = risco pelo tamanho da empresa.

Metodologia de avaliação

A taxa de retorno livre de risco (Rf) deve ser a taxa de retorno obtida numa aplicação em que o investidor típico do mercado considera sem risco. Na prática, os instrumentos mais amplamente utilizados para calcular a taxa livre de risco são os títulos de dívida soberana. Para fins deste estudo, foi considerado como taxa de retorno livre de risco o bônus americano, o T-Bond, por ser considerado internacionalmente como um indicador que apresenta um dos menores graus de risco e estar lastreado pela maior economia do mundo.

O prêmio de risco do mercado reflete a rentabilidade exigida por investidores para compensar o risco que estão assumindo ao investirem em ações. O prêmio de risco é usualmente expresso como o retorno adicional esperado por investidores acima da taxa livre de risco e é tradicionalmente estimado nos retornos médios históricos do mercado acionário sobre a taxa livre de risco.

O risco país representa um prêmio adicional exigido por investidores para investir em mercados emergentes. O risco considerado foi o *EMBI+ Brazil*, ajustado para refletir o prêmio de mercado.

O prêmio específico representa o retorno adicional (prêmio) requerido por investidores institucionais de acordo com a característica da empresa.

Diferencial de inflação é calculado a partir da comparação entre a estimativa da inflação norte-americana e a brasileira no longo prazo.

O beta é um indicador de risco sistemático de uma determinada empresa. Ele mede a correlação entre os retornos de uma ação específica e os retornos do mercado, sendo calculado através de regressão linear entre os retornos do ativo em análise e os retornos do índice de mercado em questão durante um período determinado de tempo. Para esta avaliação utilizou-se o beta alavancado de acordo com a estrutura de capital alvo da empresa.

Cálculo do Beta

Para a estimativa de beta consideramos algumas empresas com atividades similares.

Calculado o Beta médio desalavancado, este foi então realavancado através da alíquota de Imposto de Renda aplicável e da estrutura de capital média do mercado, conforme alavancagem das empresas comparáveis.

Fórmula para realavancagem do Beta:

$$\beta = \beta_{\text{desalav}} \times (1 + (1 - T) \times DE)$$

Custo do Capital de Terceiros

Para determinarmos o custo de capital de terceiros utilizamos a estimativa de custo bruto de dívida a partir de uma análise de risco de crédito sintética, conforme índice de cobertura de juros da empresa.

O custo de capital de terceiros levou em consideração o benefício fiscal da dívida, possibilidade de deduzir os valores de juros pagos do imposto de renda e contribuição social.

Metodologia de avaliação

Abordagem de Mercado

A abordagem de Mercado é formada pelos métodos de comparação entre empresas similares e o método de comparação de transações similares. O método das empresas comparáveis foca em confrontar a empresa alvo com outras razoavelmente similares de capital aberto. Neste método, os múltiplos da avaliação são: (i) derivados dos dados operacionais das empresas comparáveis selecionadas; (ii) avaliados e ajustados com base nos pontos fortes e fracos da companhia alvo em relação às comparáveis selecionadas; e (iii) aplicados aos dados operacionais da companhia alvo para chegar a um indicativo de valor. Ao aplicar este método, os múltiplos da avaliação são derivados com base na Demonstração de Resultados do Exercício, no Balanço Patrimonial e nas demonstrações financeiras das companhias comparáveis.

Para eliminar os impactos de estruturas de capital diversas entre as companhias selecionadas, os múltiplos da avaliação podem ser derivados de forma desalavancada. Em outras palavras, os múltiplos são selecionados e utilizados de acordo com o capital total investido. Indicações de valor derivadas de comparação entre empresas semelhantes geralmente são utilizadas no mercado referente a ações minoritárias.

No método das transações comparáveis, o foco é o valor pago em transações ocorridas na indústria da companhia alvo ou em setores da indústria relacionados. Este método utiliza múltiplos baseados em transações reais para chegar a um indicativo de valor. Tais indicativos de valor são geralmente voltados para o valor do controle majoritário.

No Brasil, em função da maturidade do mercado de capitais e da restrição de informações públicas disponíveis relativas à transações comparáveis, a aplicação da abordagem de mercado usualmente não é utilizada como abordagem primária de avaliação.

As principais desvantagens em utilizar esta abordagem no Brasil são:

- Dificuldade em encontrar empresas e transações realmente comparáveis;
- Não reflete diferentes estratégias de crescimento e rentabilidade das empresas;
- Valor pode ser impactado por eventos específicos de mercado – mercado em alta (*bullish*) ou mercado em baixa (*bearish*).

Abordagem do Custo

O método do capital líquido ajustado representa uma das metodologias compreendidas na Abordagem do Custo. Neste método, a análise de valor é realizada nos ativos fixos, ativos financeiros e demais ativos reconhecíveis da companhia alvo. O valor agregado derivado destes ativos é então compensado em relação ao valor estimado de todos os passivos existentes e possíveis, resultando em uma indicação do valor justo de mercado do capital. Indicações de valor derivadas do método do capital líquido ajustado são voltadas geralmente para empresas em processo de liquidação. Uma empresa em exercício geralmente possui um valor mais alto do que o estimado para seus ativos devido a vários fatores: (i) os ativos avaliados separadamente podem não refletir o valor econômico relativo ao fluxo de caixa projetado que os mesmos podem gerar; (ii) esta abordagem pode não refletir completamente a sinergia dos ativos mas apenas seus valores independentes; e (iii) ativos intangíveis inerentes à atividade da companhia tais como reputação, administração, sistemas proprietários e procedimentos ou oportunidades superiores de crescimento são difíceis de medir de modo independente do fluxo de caixa gerado pelos mesmos.

Limitações de uso

- Este estudo é de uso do Atacadão e é vedada a distribuição a terceiros, conforme previsto em nosso contrato de 11 de março de 2022;
- Este documento poderá ser divulgado e incluído na proposta da administração para atendimento às obrigações societárias previstas no artigo artigos 8º, 252 e 256 – inciso I da Lei 6.404/76. Para os demais casos, este documento não pode ser copiado ou distribuído, por completo ou em partes, sem a aprovação prévia da A&M;
- A A&M deverá ser notificada a respeito de qualquer distribuição deste estudo, que, por sua vez, deverá ser previamente aprovada pela A&M;
- Este estudo não deverá ser distribuído em partes;
- Este estudo foi preparado com o propósito descrito no corpo deste relatório e não deverá ser utilizado para nenhum outro fim. A A&M não assumirá qualquer responsabilidade por nenhum terceiro, nem em caso do estudo ser usado fora do propósito mencionado;
- Não foi considerado nenhum prêmio por controle ou desconto por não-controle da participação na Empresa, ou seja, nossa estimativa do valor considera 100% das ações/cotas da Empresa;
- Nenhum dos sócios ou profissionais da equipe A&M que participou da elaboração deste trabalho tem qualquer interesse financeiro na Empresa ou nas demais empresas envolvidas na transação, caracterizando, assim, sua independência. Os honorários estimados para a execução deste trabalho não foram baseados e não têm qualquer relação com os resultados aqui reportados;
- As informações econômicas, financeiras e operacionais utilizadas na elaboração deste estudo foram obtidas da Administração;
- A A&M não assume qualquer responsabilidade pela precisão das informações históricas utilizadas neste estudo, uma vez que não faz parte do escopo deste projeto qualquer tipo de procedimento de auditoria ou verificação dos dados;
- Fica aqui acordado que, no momento da aprovação deste relatório pelo Cliente, dá-se anuência sobre a acurácia, a razoabilidade e a factibilidade das informações que foram utilizadas neste estudo, sendo elas ajustadas ou não em discussões com o Cliente e ou Empresa;
- Nosso estudo foi realizado com base em elementos que são razoavelmente esperados, portanto, não leva em consideração possíveis eventos extraordinários e imprevisíveis (exemplo: novos regulamentos para o setor, mudanças na legislação tributária, catástrofes naturais, eventos políticos e sociais, nacionalizações, entre outros);
- O relatório e conclusão de valor não foram elaborados com a intenção de e, não devem ser usados pela Administração ou qualquer outra parte, como sugestão de investimento, não devem ser utilizados como *info memo* ou suporte para negociação, bem como não devem ser utilizados para oferta pública de aquisição de ações (OPA), conforme instrução da CVM 361 e/ou *fairness opinion*;
- Nossas conclusões foram baseadas em fatos fornecidos pela Empresa e/ou Administração para fins aqui descritos.

Apêndice

B. Projeções e fluxo de caixa



DRE e fluxo de caixa descontado

Grupo Big	H 2020	H 2021	P 2022	P 2023	P 2024	P 2025	P 2026	PPT
Receita Operacional Líquida	21.743	20.124	20.020	25.647	29.616	30.755	32.113	33.134
Custos e Despesas totais	(20.815)	(19.320)	(19.015)	(24.095)	(27.610)	(28.455)	(29.589)	(30.530)
EBITDA (antes de despesa de aluguel)	928	804	1.005	1.551	2.006	2.300	2.524	2.604
Despesa de Aluguel*	(326)	(387)	(451)	(470)	(489)	(508)	(529)	(546)
EBITDA (após despesa de aluguel)	602	417	555	1.082	1.517	1.791	1.995	2.058
Depreciação / Amortização			(872)	(734)	(371)	(237)	(240)	(247)
EBIT			(318)	348	1.146	1.554	1.755	1.811
Resultado Financeiro			-	-	-	-	-	-
Resultado Não Recorrente			75	(287)	(61)	(12)	(10)	-
EBT			(243)	61	1.084	1.542	1.745	1.811
<i>Métricas financeiras</i>								
% crescimento ROL	n.a.	-7,4%	-0,5%	28,1%	15,5%	3,8%	4,4%	3,2%
Margem Bruta	n.a.							
Margem EBITDA (antes despesa de aluguel)	4,3%	4,0%	5,0%	6,0%	6,8%	7,5%	7,9%	7,9%
Margem EBITDA (após despesa de aluguel)	2,8%	2,1%	2,8%	4,2%	5,1%	5,8%	6,2%	6,2%
Alíquota efetiva IR %	319,1%	-28,8%	0,0%	-23,8%	-23,8%	-23,8%	-23,8%	-34,0%
Capital de Giro Líquido, % ROL	2,7%	3,1%	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
EBT			(243)	61	1.084	1.542	1.745	1.811
IR & CS			-	(14)	(258)	(367)	(415)	(616)
NOPAT			(243)	46	826	1.175	1.330	1.195
Depreciação			872	734	371	237	240	247
Capex			(955)	(985)	(75)	(60)	(61)	(247)
Varição do capital de giro			949	55	43	6	17	14
Fluxo de caixa livre			623	(149)	1.165	1.359	1.525	1.209
Taxa de desconto	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Meses (final do período)	-	-	12	12	12	12	12	-
Meses (meio do período)	-	-	6	6	6	6	6	-
Fator de Desconto EOP	1,0000	1,0000	0,9033	0,8160	0,7372	0,6659	0,6015	0,6015
Fator de Desconto MOP	1,0000	1,0000	0,9504	0,8586	0,7756	0,7006	0,6329	0,6329
Fluxo de caixa descontado	-	-	592	(128)	904	952	965	-
Composição do valor								
Σ fluxo de caixa descontado do período explícito	3.285							
Benefício Fiscal (Prejuízos fiscais)	809							
Valor presente da perpetuidade	10.176							
Valor operacional	14.270							
Total Não Operacional	(1.571)							
Total Dívida Líquida	519							
Valor aos acionistas	13.220							

Notas:

*Para fins de projeção, foi considerado a despesa de aluguel com base nos aluguéis vigentes em dezembro de 2021, para representar o efeito caixa dessa despesa. Dessa maneira, também não foram considerados os efeitos em depreciação (Direito de uso) e despesa financeira (Arrendamento).

As projeções demonstradas ao lado incluem somente as sinergias no perímetro do Grupo BIG e não consideram as sinergias no perímetro Atacadão e sinergias de serviços financeiros.

Fonte: Administração e análise A&M.

Capital de giro

Fontes		2020	2021	Selecionado
Contas a Receber	d ROL	25	11	11
Estoques	d CMV	63	68	68
Impostos a Recuperar	d ROL	8	8	8

Recursos		2020	2021	Selecionado
Fornecedores	d CMV	75	65	87
Obrigações Tributárias	d Impostos	78	14	14
Obrigações Trabalhistas	d Despesas	37	23	23
Contas a Pagar	d CMV	4	4	4
Receita Diferida	d ROL	2	2	2

Abreviação	
d ROL	dias de Receita Operacional Líquida
d CMV	dias de Custos operacionais
d Impostos	dias de Despesas com Impostos
d Despesas	dias de Despesas vendas, gerais e administrativas

Fonte: Administração e análise A&M.

Balanço Patrimonial – Pro Forma

Em milhões de reais	GRUPO BIG BRASIL S.A.	SPEs EMPR. E PART. S.A.	Nota Ajustes Pro Forma	Ajuste Pro Forma	Pro Forma
Ativo Circulante					
Caixa e equivalentes de caixa	251	19			270
Contas a receber	607	-			607
Estoques	2.803	-			2.803
Impostos a recuperar	619	-			619
Outras contas a receber	133	3			136
Partes relacionadas	-	56	2.a.i	(56)	-
Total do Ativo Circulante	4.413	78		(56)	4.435
Não Circulante					
Contas a receber	22	-			22
Impostos a recuperar	2.960	-			2.960
Imposto de renda e contribuição social diferidos	2.345	-			2.345
Depósitos e bloqueios judiciais	582	-			582
Outros ativos	32	-			32
Partes Relacionadas	-	103	2.a.i	(103)	-
Total Realizável a Longo Prazo	5.941	103		(103)	5.941
Propriedades para investimentos	-	813	2.a.i	(813)	-
Imobilizado	4.197	-	2.a.i	1.633	5.830
Intangível	514	-	2.b.i	(223)	291
Ativos de direito de uso	2.822	-	2.a.i	(450)	2.372
Total do Ativo Não Circulante	13.474	916		44	14.434
Total do Ativo	17.887	994		(12)	18.869
Passivo Circulante					
Fornecedores	2.684	-			2.684
Instrumentos financeiros derivativos	3	-			3
Passivo de arrendamento	202	-	2.a.i	(2)	200
Impostos a recolher	102	-			102
Imposto de renda e contribuição social a pagar	-	2			2
Obrigações trabalhistas	259	-			259
Dividendos a pagar	-	10			10
Receita diferida	100	-			100
Outras contas a pagar	191	-	2.a.i	(14)	177
Partes relacionadas	329	1			330
Fundo de investimento em direitos creditórios	330	-			330
Total Passivo Circulante	4.200	13		(16)	4.197
Passivo Não Circulante					
Passivo de arrendamento	3.190	-	2.a.i	(700)	2.490
Imposto de renda e contribuição social diferido	-	26			26
Provisões	2.401	-	2.c.i	1.964	4.365
Receita diferida	67	-			67
Total Passivo Não Circulante	5.658	26		1.264	6.948
Patrimônio Líquido					
Capital social	252	851			1.103
Reserva de capital	4.558	-			4.558
Reservas de lucros	3.219	104			3.323
Ajuste a ser refletido no Atacado	-	-		(1.260)	1.260
Patrimônio líquido atribuído aos acionistas controladores	8.029	955		(1.260)	7.724
Total do passivo e do patrimônio líquido	17.887	994		(12)	18.869

Fonte: Administração

Notas da Administração:

(2.a.i) Foram realizados ajustes contábeis no Grupo Big, considerando as práticas contábeis do Atacado e a reestruturação ocorrida em fevereiro de 2022 em função da Transação a saber:

- 2.a.i - Desreconhecimento dos contratos de arrendamento entre o Grupo BIG (arrendatário) e as SPEs (arrendador) gerando um ganho de R\$ 107, com os impactos abaixo. Tais ajustes são reflexo da condição precedente de aquisição do Grupo BIG pela incorporação das SPEs, ocorridas no primeiro trimestre de 2022.

Patrimonial		Inicial	Ajustes	Final
SPE	Partes relacionadas - CP	R\$ 56	-R\$ 56	-
BIG	Ativo de direito de uso	R\$ 2.822	-R\$ 450	R\$ 2.372
SPE	Partes relacionadas - LP	R\$ 104	-R\$ 104	-
BIG	Passivo de arrendamento - CP	-R\$ 202	R\$ 2	-R\$ 200
BIG	Outras contas a pagar - CP	-R\$ 191	R\$ 14	-R\$ 177
BIG	Passivo de arrendamento - LP	-R\$ 3.190	R\$ 700	-R\$ 2.490
Total do efeito/reversão no Patrimônio Líquido (SPEs e BIG)		R\$ 601	-R\$ 107	R\$ 494

As propriedades para investimentos no montante de R\$ 813 líquido entre custo e depreciação acumulada, que eram objeto do arrendamento desreconhecido no Grupo BIG Brasil S.A. e as “SPEs” pela transação de incorporação foram reclassificadas para a conta de imobilizado.

O ajuste a valor justo de R\$ 820 no Imobilizado refere-se à diferença entre o valor justo e o valor contábil líquido das Propriedades para Investimentos que foram reclassificadas para o Imobilizado, especificamente na reclassificação das SPEs. Da mesma forma, foi realizado o incremento de R\$ 12 na amortização acumulada.

(2.b.i) Baixa do ágio preexistente da Sonae Distribuição S.A., adquirida pelo Grupo Big em 2005 na linha de Intangível no montante de R\$223.

(2.c.i) O valor justo dos passivos contingentes adquiridos na Transação foi apurado com base em estimativa levantada por assessores jurídicos externos, conforme prognóstico da probabilidade de perda de riscos avaliados e não contabilizados no balanço do Grupo Big. Os passivos contingentes adquiridos em uma combinação de negócios são inicialmente mensurados pelo valor justo na data da aquisição. O ajuste necessário para refletir o valor justo dos passivos contingentes apurado no período findo em 31 de dezembro de 2021 é de R\$ 1.964.

Não operacionais e caixa líquido

Ativos e Passivos Não Operacionais (R\$ milhões)	2020	2021
Outros Ativos	120	136
Contas a Receber LP	51	22
Impostos a recuperar LP	2.469	2.960
Outros Ativos LP	50	32
Partes Relacionadas (Passivo CP)	(59)	(330)
Partes Relacionadas (Passivo LP)	(221)	-
Contingências	(2.302)	(4.365)
Imposto Diferido (Passivo LP)	-	(26)
Receita diferida (LP)	(91)	-
Total Não Operacional	17	(1.571)
Caixa e Equivalentes	485	270
Depósitos Judiciais	663	582
Empréstimos e Financiamentos	(275)	(333)
Total Caixa Líquido	873	519

Fonte: Administração

Apêndice

C. Taxa de desconto



Taxa de desconto

Como o padrão de valor adotado será o de Valor justo, as premissas utilizados no cálculo da taxa de desconto devem refletir a visão dos participantes de mercado, e não as premissas específicas da Empresa. Dessa maneira, a estrutura de capital utilizada foi a média dos participantes de mercado.

Empresas Comparáveis	Ticker	Beta alavancado [a]	D/ Market Equity [a]	Aliquota de imposto [b]	Beta desalavancado
Atacadão S.A.	BOVESPA:CRFB3	0,40	21,5%	24,9%	0,34
Companhia Brasileira de Distribuição	BOVESPA:PCAR3	0,52	127,4%	34,8%	0,28
Walmart Inc.	NYSE:WMT	0,56	15,5%	28,9%	0,51
Costco Wholesale Corporation	NasdaqGS:COST	0,69	5,1%	24,2%	0,67
The Kroger Co.	NYSE:KR	0,34	73,9%	23,4%	0,22
PriceSmart, Inc.	NasdaqGS:PSMT	0,81	11,6%	32,9%	0,75
BJ's Wholesale Club Holdings, Inc.	NYSE:BJ	0,63	48,0%	23,8%	0,46
Média		0,56	43,3%	27,6%	0,46
Mediana		0,56	21,5%	24,9%	0,46

Cálculo do custo de capital próprio			Cálculo do custo de capital de terceiros		
Beta desalavancado	[a]	0,46	Custo do capital de terceiros	[g]	6,9%
D/E	[a]	43,3%	Spread	[h]	6,4%
Taxa de IR&CS	[b]	34,0%	Taxa de IR&CS	[b]	34,0%
Beta realavancado (β)		0,59	Custo do capital de terceiros após impostos (Kd)		8,7%
Prêmio de risco de mercado (Rm)	[c]	6,5%	Custo médio ponderado de capital (WACC)		
Taxa livre de risco (RF EUA)	[a]	1,9%	Dívida, % Total		30,2%
Diferencial de Inflação	[d]	1,2%	Capital Próprio, % Total		69,8%
Prêmio de Risco País (CRP)	[e]	3,3%			
Prêmio por tamanho	[f]	1,2%			
Custo do capital próprio (Ke)		11,6%	WACC (arredondado)		10,7%

Notas:

[a] Fonte: Capital IQ – média de 2 anos com dados semanais

[b] Com base na legislação fiscal vigente no Brasil (lucro real)

[c] O valor estimado do Prêmio de Risco de Mercado (Rm) de 6,5%, equivalente a $R_m - R_f$, incorpora a expectativa futura (implícita) e estudos de Rm histórico preparado por Aswath Damodaran; Elroy Dimson, Paul Marsh & Mike Staunton; e pelo Valuation Handbook.

[d] Banco Central do Brasil e Capital IQ

[e] Fonte: Ipeadata

[f] Fonte: 2021 Valuation Handbook - Duff & Phelps

[g] Com base no custo médio de mercado, equivalente à taxa Selic de longo prazo

[h] Spread estimado com base no índice de cobertura de juros da Empresa

Spread

Interest Coverage Ratio	Rating	Spread
> 12.5	AAA	0,63%
9.5 a 12.5	AA	0,78%
7.5 a 9.5	A+	0,98%
6 a 7.5	A	1,08%
4.5 a 6	A-	1,22%
4 a 4.5	BBB	1,56%
3.5 a 4	BB+	2,00%
3 a 3.5	BB	2,40%
2.5 a 3	B+	3,51%
2 a 2.5	B	4,21%
1.5 a 2	B-	5,15%
1.25 a 1.5	CCC	8,20%
0.8 a 1.25	CC	8,64%
0.5 a 0.8	C	11,34%
< 0.5	D	15,12%

Fonte: Damodaran

ICR Empresa

Spread selecionado

Ajustado pelo Dif Inflação

1,8%
1,9%
2,1%
2,2%
2,4%
2,7%
3,2%
3,6%
4,7%
5,4%
6,4%
9,5%
9,9%
12,6%
16,5%

1,9

6,4%

Apêndice

D. Informações de Mercado



Informações de Mercado

Empresas Comparáveis

Empresas Comparáveis		Margem Bruta (2021)	Margem EBITDA (2021)	Margem Líquida (2021)	%Capex/ROL (2021)	% Capital de giro/ROL (2021)	EV/EBITDA (2021)	EV/ROL (2021)
Atacadão S.A.	BOVESPA:CRFB3	18,2%	6,9%	4,0%	3,6%	-2,6%	7,9	0,5
Companhia Brasileira de Distribuição	BOVESPA:PCAR3	25,2%	5,9%	1,6%	2,0%	-8,6%	5,4	0,4
Grupo Mateus S.A.	BOVESPA:GMAT3	23,3%	6,9%	4,8%	9,0%	25,1%	11,9	0,9
Sendas Distribuidora S.A.	BOVESPA:ASAI3	17,1%	7,2%	3,8%	6,3%	-3,7%	7,2	0,6
Walmart Inc.	NYSE:WMT	25,0%	7,0%	1,4%	2,2%	-2,9%	10,3	0,8
Costco Wholesale Corporation	NasdaqGS:COST	12,8%	4,6%	2,5%	1,8%	-6,0%	25,2	1,2
The Kroger Co.	NYSE:KR	22,8%	4,1%	0,7%	2,1%	-3,0%	8,1	0,4
PriceSmart, Inc.	NasdaqGS:PSMT	17,7%	6,1%	2,7%	3,3%	0,0%	9,3	0,6
BJ's Wholesale Club Holdings, Inc.	NYSE:BJ	18,6%	4,8%	2,6%	1,8%	-2,7%	10,8	0,7
Média		20,1%	6,0%	2,7%	3,6%	-0,5%	10,7	0,7
Mediana		18,6%	6,1%	2,6%	2,2%	-2,9%	9,3	0,6

Fonte: Capital Iq