

NOTE D'INFORMATION
ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ
GUYENNE ET GASCogne



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT A TITRE PRINCIPAL ASSORTIE A
TITRE SUBSIDIAIRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE PLAFONNÉE A 4.986.786
ACTIONS INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ CARREFOUR



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général (le « **Règlement général** »), l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n° 12-096 en date du 28 février 2012 sur la note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Guyenne et Gascogne et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, le rapport d'Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Guyenne et Gascogne (<http://www.guyenneetgascogne.com>), et est mise gratuitement à disposition du public au siège de Guyenne et Gascogne, 60, avenue du Capitaine Resplandy 64101 Bayonne.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Guyenne et Gascogne, seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat à titre principal assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange plafonnée à 4.986.786 actions de Guyenne et Gascogne selon les mêmes modalités de diffusion.

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT A TITRE PRINCIPAL ASSORTIE A TITRE SUBSIDIAIRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE PLAFONNÉE A 4.986.786 ACTIONS INITIÉE PAR CARREFOUR.....	4
1.1 Présentation de la société initiatrice.....	4
1.2 Présentation de la société objet de l'offre.....	4
1.3 Rappel du contexte de l'offre de Carrefour.....	4
1.4 Rappel des conditions de l'offre de Carrefour.....	5
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	6
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ ET DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	7
4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	8
5. ACCORDS AYANT UNE POSSIBLE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	44
5.1. Protocole d'accord.....	44
5.2. Engagements d'apports.....	44
6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE	45
6.1. Structure et répartition du capital.....	45
6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Guyenne et Gascogne.....	46
6.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital dont elle a connaissance.....	46
6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	48
6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	48
6.6. Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	48
6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire et du Conseil de Surveillance et aux modifications des statuts de la Société.....	48
6.8. Pouvoirs du Directoire et du Conseil de Surveillance, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions	49
6.9. Accords conclus par la cible qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	50
6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre	50
7. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ	50
8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION.....	51

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT A TITRE PRINCIPAL ASSORTIE A TITRE SUBSIDIAIRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE PLAFONNÉE A 4.986.786 ACTIONS INITIÉE PAR CARREFOUR

1.1 Présentation de la société initiatrice

Carrefour est une société anonyme dont le siège social est situé 33, avenue Emile Zola, 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 652 014 051 (ci-après « **Carrefour** » ou l' « **Initiateur** »).

Carrefour est un acteur français de taille et de réputation mondiales dans le domaine de la grande distribution.

1.2 Présentation de la société objet de l'offre

Guyenne et Gascogne est une société anonyme dont le siège social est situé 60, avenue du Capitaine Resplandy 64101 Bayonne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bayonne sous le numéro 780 130 118 (ci-après « **Guyenne et Gascogne** » ou la « **Société** »).

Fondée en 1913 à Bayonne par un groupe familial, la société Guyenne et Gascogne opère actuellement dans le secteur de la grande distribution, exploitant sous enseigne du groupe Carrefour des hypermarchés et des supermarchés dans le Sud-Ouest de la France.

En 1966, parallèlement au développement de son réseau de supermarchés et d'hypermarchés de moyen format, Guyenne et Gascogne s'est associée avec Carrefour pour créer Sogara, filiale commune à 50/50, afin d'exploiter des hypermarchés de très grande taille, sous enseigne Carrefour, dans les principales agglomérations du Grand Sud-Ouest. La Société a poursuivi son développement en s'implantant en Espagne en 1974 par le biais de Centros Comerciales Carrefour détenue par Carrefour et Sogara.

En 1997, le partenariat avec Carrefour a été renforcé par la signature de deux contrats d'enseigne et d'approvisionnement pour le réseau de magasins Guyenne et Gascogne.

1.3 Rappel du contexte de l'offre de Carrefour

La Société et Carrefour collaborent depuis de nombreuses années notamment dans le cadre de contrats d'enseigne et d'approvisionnement. En outre, Carrefour et Guyenne et Gascogne détiennent notamment chacune 50% du capital de Sogara, dont la direction et la gestion sont assurées par Carrefour.

Désireuses de renforcer leur collaboration, Carrefour et Guyenne et Gascogne ont directement et indirectement, par l'intermédiaire de leurs conseils respectifs, initié des discussions en vue d'examiner l'opportunité d'un rapprochement de leurs activités.

A l'issue des discussions entre Carrefour et la Société, leurs organes sociaux respectifs ont autorisé, respectivement le 11 et le 12 décembre 2011, la signature d'un protocole d'accord (le « **Protocole d'Accord** ») qui détaille les termes et conditions du rapprochement entre Carrefour et Guyenne et Gascogne.

Dans le même temps, plusieurs actionnaires de Guyenne et Gascogne ont par ailleurs conclu avec Carrefour des engagements d'apport, aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés, sous certaines conditions, à apporter les actions Guyenne et Gascogne qu'ils détiennent à l'Offre.

1.4 Rappel des conditions de l'offre de Carrefour

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Société Générale, en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé le 14 février 2012 auprès de l'AMF, pour le compte de l'Initiateur, un projet d'offre publique d'achat à titre principal assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange sur les titres de la Société dans les termes et conditions décrits ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions de Guyenne et Gascogne, soit un nombre maximum de 6.649.047 actions à la date des présentes (en ce compris, la totalité des actions auto-détenues par la Société, soit 7.783 actions à la date des présentes, représentant 0,12% du capital de la Société).

L'Offre est soumise aux conditions suivantes :

- l'apport à l'Offre d'un nombre minimum d'actions fixé à 56% du capital à la date de clôture de la période initiale d'Offre, conformément à l'article 231-9 du Règlement général de l'AMF; et
- l'obtention de l'autorisation de l'opération par la Commission européenne en application de l'article 6(1) (b) du Règlement CE n°139/2004 ou, sur renvoi, par l'Autorité de la concurrence en application de l'article L. 430-5 du Code de commerce conformément à l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF.

Les termes financiers de l'Offre sont les suivants :

- Offre publique d'achat à titre principal : 1 action de la Société (coupon attaché) pour 74,25 euros (sous réserve de l'ajustement décrit ci-dessous) ;
- Offre publique d'échange à titre subsidiaire : 1 action de la Société (coupon attaché) pour 3,90 (sous réserve de l'ajustement décrit ci-dessous) actions Carrefour à émettre (coupon attaché), dans la limite de 4.986.786 actions Guyenne et Gascogne. Les actions présentées à l'offre publique d'échange subsidiaire qui ne pourront pas être acceptées à cette offre publique d'échange subsidiaire en raison d'apports excédants la limite ci-avant seront réputées avoir été apportées à l'offre publique d'achat principale.

Si entre la date de la note d'information de Carrefour et la date de règlement-livraison de l'Offre, la Société et/ou Carrefour devait/devaient procéder à une distribution sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit serait fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, la contrepartie offerte dans le cadre de l'Offre serait modifiée afin de tenir compte du montant de cette distribution.

Dans le cas où l'Offre serait ré-ouverte, si la Société et/ou Carrefour devait/devaient procéder à une distribution sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit serait fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ré-ouverte, les dispositions de l'alinéa précédent s'appliqueront *mutatis mutandis* à la contrepartie de l'Offre ré-ouverte.

La Société a annoncé le 12 décembre 2011 son intention de procéder à la mise en paiement d'un acompte sur dividende de 7 euros par action préalablement à la clôture de l'Offre. Par exception à ce qui précède, il est précisé que cet acompte sur dividende ne donnera pas lieu à un ajustement des termes financiers de l'Offre.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société se sont réunis le 13 février 2012 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il est précisé que le rapport de l'expert indépendant reproduit en section 4 de la présente note en réponse a fait l'objet, par rapport au rapport mis à la disposition du Conseil de Surveillance de Guyenne et Gascogne lors de sa réunion du 13 février 2012, de certaines précisions par l'expert indépendant à la demande de l'AMF. Ces précisions, qui ne modifient pas l'attestation d'équité de l'expert indépendant, ont été portées à la connaissance des membres du Conseil de Surveillance et ne modifient pas l'avis motivé du Conseil de Surveillance reproduit ci-dessous.

Tous les membres étaient présents.

La séance était présidée par Mme Emmeline d'Audiffret-Pasquier, en sa qualité de Présidente du Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance a rendu à l'unanimité l'avis suivant :

« Les membres du Conseil de Surveillance ont pris connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information établi par Carrefour contenant notamment (i) les motifs et intentions de ce dernier, en ce compris la stratégie, la politique industrielle et commerciale et les intentions de Carrefour en matière d'emploi, et (ii) les éléments d'appréciation du prix de l'offre publique d'acquisition assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange (l'« Offre ») préparée par Crédit Agricole CIB et Société Générale, banques présentatrices de l'Offre ;*
- *le rapport établi par Associés en Finance, représenté par le Professeur Bertrand Jacquillat, en date du 13 février 2012, en sa qualité d'expert indépendant ;*
- *le projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.*

Le Professeur Bertrand Jacquillat, d'Associés en Finance, a été nommé expert indépendant dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 2° du Règlement général de l'AMF. Il a à ce titre établi un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre. Le Professeur Bertrand Jacquillat expose aux membres du Conseil les diligences effectuées dans ce cadre. Aux termes de ses travaux, l'expert indépendant conclut que le prix offert par action de la Société est équitable.

Après avoir remercié le Professeur Bertrand Jacquillat pour son exposé et après examen des documents, les membres du Conseil de Surveillance, à savoir, Madame Emmeline d'Audiffret-Pasquier, Présidente, Messieurs Vincent Hollard, Christian Beau, Jacques Le Foll, Philippe Marini, et Jacques de Pontac, ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments. Madame Emmeline d'Audiffret-Pasquier, et Messieurs Vincent Hollard et Christian Beau indiquent au Conseil qu'ils ont chacun conclu avec Carrefour un engagement d'apport de leurs actions Guyenne et Gascogne à l'offre publique d'échange subsidiaire.

Le Conseil de Surveillance rappelle qu'il a approuvé la conclusion du protocole d'accord entre Carrefour et Guyenne et Gascogne lors de sa réunion du 12 décembre 2011 et qu'il a constaté à cette occasion que l'opération s'inscrivait dans la continuité de la longue et étroite collaboration entre les deux groupes, exercée à la fois dans le cadre de leur filiale commune Sogara et de contrats d'enseigne et d'approvisionnement au niveau de Guyenne et Gascogne. Le Conseil de Surveillance relève que :

- le prix de 74,25 euros par action Guyenne et Gascogne proposé par Carrefour au titre de l'offre publique d'achat à titre principal, augmenté de l'acompte sur dividende de 7 euros annoncé par la Société, fait ressortir une prime de 1% par rapport au cours moyen 1 mois de Guyenne et Gascogne antérieur à l'annonce de l'opération ;
- la parité de l'offre publique d'échange à titre subsidiaire est de 3,9 actions Carrefour pour une action Guyenne et Gascogne (après détachement de l'acompte sur dividende de 7 euros annoncé par Guyenne et Gascogne). Cette parité se situe dans le haut de la fourchette des niveaux de parités historiques du titre Guyenne et Gascogne.

Le Conseil de Surveillance prend également acte que l'Offre inclut :

- un seuil de renonciation fixé à 56% du capital à la date de clôture de la période initiale d'Offre, conformément à l'article 231-9 du Règlement général de l'AMF ; et
- une condition relative au contrôle des concentrations conformément à l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF.

Le Conseil de Surveillance relève que l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour l'ensemble des actionnaires de la Société.

Le Conseil de Surveillance relève par ailleurs que des actionnaires représentant 57,39% du capital de Guyenne et Gascogne, comprenant la famille Beau ainsi que des investisseurs institutionnels français et étrangers, se sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs actions à l'Offre, montrant l'adhésion de la majorité des actionnaires à l'opération.

En outre, le Conseil de Surveillance constate que Carrefour souhaite continuer à développer Guyenne et Gascogne et s'appuyer sur les éléments qui ont historiquement constitué son succès dans le Sud-Ouest afin de les combiner à l'expertise d'un groupe mondial, pour accroître le développement de la Société et accompagner le dynamisme d'une région de forte croissance.

À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré, approuve, à l'unanimité de ses membres, l'offre publique d'achat à titre principal assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange plafonnée à 4.986.786 actions de Guyenne et Gascogne et considère qu'elle est conforme aux intérêts de Guyenne et Gascogne, de ses actionnaires et de ses salariés. En conséquence, le Conseil de Surveillance recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre, qu'il juge équitable.

Les membres du Conseil de Surveillance de la Société autres que ceux qui ont déjà signé un engagement d'apport avec Carrefour font part de leur intention d'apporter leurs actions Guyenne et Gascogne à l'offre publique d'échange subsidiaire¹.

Par ailleurs, conformément aux stipulations du protocole d'accord conclu avec Carrefour le 12 décembre 2011, les actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ ET DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Lors de la réunion du 13 février 2012, les membres du Conseil de Surveillance de la Société autres que ceux qui ont déjà signé un engagement d'apport avec Carrefour ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions Guyenne et Gascogne à l'offre publique d'échange subsidiaire.

Conformément aux stipulations du Protocole d'Accord, les 7.783 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

¹ Carrefour propose de mettre en place des prêts de titres postérieurement au règlement livraison de l'Offre pour les personnes qui resteront membres du Conseil de Surveillance.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le Conseil de Surveillance de Guyenne et Gascogne du 12 décembre 2011 a nommé Associés en Finance, pris en la personne du Professeur Bertrand Jacquillat, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général (l'« **Expert Indépendant** »). Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit ci-dessous en intégrant des addenda qui ont été inclus suite à certaines demandes de précisions formulées par l'AMF et qui n'ont pas d'incidence sur les conclusions du rapport et l'attestation d'équité.

I. Missions et moyens

II. Guyenne et Gascogne

- a. Analyse financière
- b. Analyse Stratégique
- c. Stratégie des actionnaires
- d. Analyse des cours de bourse
- e. Analyse des travaux des bureaux d'études
 - i. Le titre Guyenne et Gascogne
 - ii. Le titre Carrefour
- f. Le plan d'affaires prévisionnel

III. Méthodes d'évaluation utilisées par Associés en Finance

- a. Méthodes écartées
 - i. Actif net réévalué
 - ii. Transactions comparables
 - iii. Autres cas
- b. Méthode intrinsèque
 - i. Valorisation de Guyenne et Gascogne sur la base du plan d'affaires
- c. Méthodes analogiques
 - i. Méthode analogique des multiples

IV. Analyse des travaux de Crédit Agricole CIB et de Société Générale

- a. Méthodes écartées
- b. Revue des méthodes

V. Commentaires sur la parité

VI. Conclusion d'Associés en Finance

VII. Présentation de l'expert

L'AMF a fait une demande de précisions le 20 février 2012 qui ont été intégrées au présent rapport. Ces précisions n'ont pas modifié nos conclusions sur le caractère équitable de l'offre décrite ci-après.

I. Missions et moyens

Mission d'Associés en Finance

Dans le cadre du projet d'offre annoncée par Carrefour et décrite ci-après, le Conseil de Surveillance de Guyenne et Gascogne a mandaté le 12 décembre 2011 Associés en Finance, représenté par Monsieur Bertrand Jacquillat, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF).

Associés en Finance intervient en application de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF en raison des conflits d'intérêts que l'Offre est susceptible de générer dans la mesure où certains membres du Conseil de Surveillance, à savoir Madame d'Audiffret-Pasquier et Messieurs Beau et Hollard, ainsi que les membres du Directoire, Messieurs de Montesquiou et Léguillette, ont conclu avec l'initiateur de l'Offre des engagements d'apport portant sur leurs actions Guyenne et Gascogne.

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable de l'offre décrite ci-après.

Préalablement à la clôture de l'Offre, Guyenne et Gascogne a fait part de son intention de verser à tous ses actionnaires un acompte sur dividende payable au titre de l'exercice 2011 de 7,0 euros par action.

Les termes financiers de l'Offre sont les suivants :

- OPA à titre principal : 74,25 euros par action Guyenne et Gascogne (coupon attaché) ;
- OPE à titre subsidiaire : 3,90 actions Carrefour (coupon attaché) pour 1 action Guyenne et Gascogne (coupon attaché).

Les termes financiers de l'Offre seront ajustés en cas de distribution de dividende par Guyenne et Gascogne et/ou Carrefour avant le règlement-livraison de l'Offre, étant entendu que l'acompte sur dividende de 7 euros mentionné ci-dessus ne donnera pas lieu à ajustement.

L'Offre sera structurée de telle manière que les actionnaires de Guyenne et Gascogne seront libres d'apporter leurs actions à l'une ou l'autre des deux branches ou aux deux branches de l'Offre. L'Offre prévoira toutefois un plafonnement de la branche OPE à 4.986.786 actions Guyenne et Gascogne, soit 75 % du nombre total d'actions de Guyenne et Gascogne à ce jour, l'OPA à titre principal n'étant pas plafonnée. Dans l'hypothèse où l'apport à l'OPE subsidiaire excèderait le seuil sus visé, l'Offre prévoira un mécanisme de réduction de l'excédent vers l'OPA principale.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Bertrand Jacquillat, Président-Directeur Général, responsable de la mission, Daniel Beaumont, Directeur Général Délégué, Isabelle Dutertre et Pierre Charmion, analystes financiers. Catherine Meyer, Associée, est en charge du contrôle qualité.

Contexte

Des actionnaires de Guyenne et Gascogne, représentant environ 57,4 % du capital de Guyenne et Gascogne (les membres de la famille Beau, First Eagle Investment Management LLC, Holding de Lisbonne, Tocqueville Finance, Financière de l'Echiquier et plusieurs actionnaires individuels), ont confirmé leur soutien à l'opération et se sont d'ores et déjà engagés auprès de Carrefour à apporter leurs titres à l'Offre, ces engagements d'apport étant révocables en cas d'offre concurrente conformément à la réglementation, sauf surenchère par Carrefour.

Rothschild & Cie et Ondra Partners sont les banquiers conseil de Guyenne et Gascogne, Société Générale et Crédit Agricole CIB étant les banques présentatrices de l'Offre et banquiers conseil de Carrefour.

Indépendance

Associés en Finance ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêt au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF.

Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec les parties, leurs actionnaires et conseils, ni n'effectue actuellement de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de cette opération. Associés en Finance estime donc remplir les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission. La dernière expertise indépendante, menée par Associés en Finance et pour laquelle Rothschild & Cie était banquier conseil, concernait la fusion de CE Participations et BP Participations avec la BPCE au premier semestre 2010. Associés en Finance n'est pas intervenu en tant qu'expert indépendant dans des opérations de marché présentées par Ondra Partners, Crédit Agricole CIB ou Société Générale au cours des vingt quatre derniers mois.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, soit ont été fournies par Guyenne et Gascogne, Carrefour et les banques conseil, soit étaient publiques. Guyenne et Gascogne n'a pas communiqué de plan d'affaires. Un plan d'affaires, élaboré par Carrefour, a en revanche été communiqué. Associés en Finance a suivi l'action Guyenne et Gascogne d'août 1991 à juin 2010 dans ses bases de données propriétaires, notamment la Droite de Marché puis TRIVAL, et suit l'action Carrefour depuis 1977. Associés en Finance a donc utilisé le plan d'affaires communiqué, ses propres projections ainsi que celles du consensus. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes, modèle et bases de données, sur les entretiens ci-après détaillés et sur les diverses sources d'informations disponibles.

Associés en Finance a mené des réunions (calendrier en annexe 1) et/ou entretenu des contacts périodiques avec les personnes suivantes :

- Bertrand de Montesquiou, Président du Directoire de Guyenne et Gascogne ;
- Marc Léguillette, membre du Directoire, Secrétaire Général de Guyenne et Gascogne ;
- Charles Cardon, Weil, Gotshal & Manges LPP ;
- Jean-Claude Meyer, Rothschild & Cie ;

- Grégoire Chertok, Rothschild & Cie ;
- Fabrice Martineau, Rothschild & Cie ;
- Gautier Daniel, Rothschild & Cie ;
- Vincent Gaillard, Ondra Partners ;
- Grégory Lambertie, Ondra Partners ;
- Stanislas Panhard, Carrefour ;
- Alain Granger, Carrefour France ;
- Marcos Parada Tolosa, Carrefour Espagne ;
- Aurélien Bosc, Ernst & Young ;
- Bertrand Peyrelongue, Crédit Agricole CIB ;
- Loïc de Caqueray, Crédit Agricole CIB ;
- Bernard Toupas, Société Générale ;
- Les équipes dédiées à l'opération de Crédit Agricole CIB et de Société Générale.

Les sources et documents suivants ont été utilisés par Associés en Finance pour effectuer sa mission :

- Bilans et comptes de résultat de Guyenne et Gascogne de 2004 à 2010 ;
- Notes d'information, documents de référence et autres documents déposés auprès de l'AMF, présentations et informations disponibles sur leur site respectif émanant de Guyenne et Gascogne et de Carrefour ;
- Bases de données propres d'Associés en Finance (Trival) ou externes relatives aux sociétés du secteur (Bloomberg, LSA) ;
- Prévisions élaborées par Carrefour sur le plan de développement ;
- Volumes de transactions observés sur les deux titres Carrefour et Guyenne et Gascogne (Bloomberg) ;
- Protocole liant les actionnaires ayant confirmé leur soutien à l'offre de Carrefour ;
- Travaux de Crédit Agricole CIB et de Société Générale.

Ces documents ont naturellement alimenté le programme de travail qui a porté sur les éléments suivants :

- Analyse des informations de gestion concernant Guyenne et Gascogne société mère ;
- Analyse financière de Guyenne et Gascogne, comptes et stratégie ;
- Evaluation du groupe Guyenne et Gascogne selon une approche multicritères ;
- Examen de la parité de l'OPE ;
- Examen des relations et contrats liant les deux sociétés Carrefour et Guyenne et Gascogne ;
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus.

Les documents relatifs aux estimations de résultats 2011 reçus de Guyenne et Gascogne concernent les projections de résultats 2011 que le groupe a effectuées à deux périodes, l'une en août 2011, l'autre en janvier 2012. Ces projections sont comparées à son budget 2011 et à ses résultats 2010.

II. Guyenne et Gascogne

a. Analyse financière

Créée en 1913 à Bayonne, la société Guyenne et Gascogne s'est développée dans le commerce de proximité dans le Sud-Ouest. Elle s'associe en 1966 avec Carrefour à 50 % dans Sogara pour l'exploitation d'hypermarchés dans un périmètre étendu jusqu'au Poitou-Charente-Limousin puis à partir de 1974 pour des implantations en Espagne. La structure de la société n'a guère évolué depuis, les activités espagnoles détenues via Sogara ayant été fusionnées avec celles de Promodès début 2000 dans la société Centros Comerciales Carrefour (CCC). Le titre Guyenne et Gascogne a toujours fait l'objet de rumeurs d'intérêt par Carrefour de par son statut de franchisé et la structure familiale de son actionnariat.

Depuis 2004, avec l'application des normes IFRS, Sogara est consolidée par mise en équivalence dans les comptes de Guyenne et Gascogne, et en intégration globale dans les comptes de Carrefour. Sogara détient 8.2 % de CCC, le solde du capital étant détenu par Carrefour. Guyenne et Gascogne consolide également par mise en équivalence sa détention indirecte via Sogara de 4.12 % dans CCC. Cette structure particulière, où une part prépondérante de l'activité n'est pas directement consolidée puisque Guyenne et Gascogne n'en a pas la maîtrise opérationnelle, ne facilite pas la lisibilité des comptes.

De par son statut de franchisé pour son activité propre, et d'actionnaire non opérationnel pour ses participations, Guyenne et Gascogne n'a pas d'équivalent coté direct, actuel ou passé. L'opération visée par le présent rapport n'est ni un rachat de franchisé, comme Sodice Expansion par Conforama par exemple, ni le rachat d'une filiale déjà contrôlée et gérée par l'actionnaire majoritaire, comme les opérations d'OPA et/ou d'OPR-RO que nous avons analysées dans le passé (consultables sur le site www.associes-finance.com).

L'analyse financière qui suit reprend les comptes « ancienne formule » de Guyenne et Gascogne, avec une intégration proportionnelle de Sogara à 50 % (pourcentage actuel de détention). CCC, détenue à 4.12 % seulement indirectement par Guyenne et Gascogne et de nationalité espagnole, demeure une participation à caractère financier.

Tableau 1
Comptes de résultat de Guyenne et Gascogne
(avec intégration proportionnelle de Sogara)

(en milliers d'euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TCMA 2004-2010
Chiffre d'affaires	1 168	1 190	1 223	1 249	1 268	1 225	1 226	0.8%
Autres produits d'exploitation	+							
Achats de marchandises	-	909	934	946	972	1 007	968	973
Marge brute	=	259	257	277	277	261	258	253
Coûts externes	-	76	79	87	90	71	70	69
Valeur ajoutée	=	183	178	190	187	189	188	184
Personnel	-	120	122	130	133	137	138	137
Excédent brut d'exploitation	=	63	56	61	53	52	50	47
Dotations nette Amts/Prov	-	22	19	20	20	22	22	22
Résultat d'exploitation [1]	=	41	38	41	33	30	27	25
Résultat financier	+	2	1	2	3	4	1	0
Résultat courant avant impôts	=	42	39	43	36	34	29	25
Résultat exceptionnel avant impôts	+							
Impôts totaux [2]	-	17	13	17	20	13	10	8
Résultat consolidé	=	30	26	34	16	20	19	19
Minoritaires	-							
Mise en équivalence	+	13	11	13	15	12	5	6
Amortissement survalueur	-							
Ajustement	-							
Résultat net comptable part du groupe	=	43	37	47	31	32	24	26
Dividendes (payés en N+1)		17	18	21	83	25	32	32

[1] en incluant la CVAE

[2] en excluant la CVAE

L'activité de Guyenne et Gascogne, en incluant proportionnellement Sogara, se caractérise par :

- une croissance atone, du fait de la stabilité du périmètre d'activité, de 1.9 % entre 1996 et 2010, proche de l'inflation sur la période ;
- une croissance faible de 0.8 % entre 2004 et 2010 ;
- en 2011, le chiffre d'affaires hors carburants est en baisse de -4.5 % pour Sogara, - 4.6 % pour CCC et de -1.1 % pour les activités de la société mère.

La stagnation du chiffre d'affaires en valeur réelle a pour conséquence une baisse des marges entre 2004 et 2010, de 3.50 % à 2.0% en consolidant Sogara. La cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), part de l'ancienne taxe professionnelle assise sur les salaires, qui figure en impôt sur les sociétés dans les comptes publiés, est retraitée au niveau des impôts et taxes. Les marges d'exploitation indiquées sont donc calculées après impact de la CVAE.

La Société a distribué en dividendes sur la période 2004-2010 plus que le cumul de ses résultats consolidés part du groupe.

Tableau 2
Chiffres clés du bilan de Guyenne et Gascogne
(avec intégration proportionnelle de Sogara)

(en milliers d'euros)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immobilisations incorporelles	+	67	71	70	72	74	72	73
Immobilisations corporelles	+	155	168	172	192	203	206	208
Stocks	+	88	94	93	100	101	94	95
Créances d'exploitation	+	151	153	105	101	88	59	51
Actif d'exploitation	=	461	487	440	465	466	432	427
Immobilisations financières	+	96	105	109	42	43	43	46
Trésorerie	+	53	44	125	185	122	128	137
Actif total	=	611	636	674	691	631	603	609
Fonds propres	+	374	396	424	432	371	368	362
Minoritaires	+							
Provisions	+							
Dettes financières nettes		-44	-30	-107	-170	-108	-114	-123
Dettes financières brutes	+	9	14	18	14	14	14	14
Dettes d'exploitation	+	228	227	231	245	246	222	234
Passif total	=	611	636	674	691	631	603	609
Trésorerie nette				107	170	108	114	123
Besoin en fonds de roulement				-33	-44	-56	-68	-88
Besoin en fonds de roulement en jours de CAHT				-10	-13	-16	-20	-26
Immobilisation et BFR		329	366	317	262	263	253	239
Ratio divers								
Marge d'exploitation		3.50%	3.17%	3.35%	2.65%	2.39%	2.24%	2.03%
Croissance du CA			-0.88%	8.01%	-0.24%	-5.80%	-1.14%	-1.73%

La société mère se caractérise par une part des carburants (à marge faible ou nulle) plus élevée dans le chiffre d'affaires que Sogara. La part du non-alimentaire est en revanche plus faible.

Tableau 3
Chiffres clés de l'activité du groupe Guyenne et Gascogne

Guyenne & Gascogne (maison-mère)			50% →		Sogara (100%)		8.2% → C.C.C.	
	Nombre	Surface moyenne Ventes 2010 (M€)	Nombre	Surface moyenne Ventes 2010 (M€)	Nombre	Surface moyenne Ventes 2010 (M€)	Nombre	Ventes 2010 (M€)
Hypermarchés	6	5 220 m2 307.6	13	11 400 m2 1 600.6	171	NC		
Supermarchés	27	1 580 m2 296.0			108	NC		
Proximité					28			
Vente en gros		0.6						
TOTAL TTC avec carburant		604.2			1 600.6		8 598	
TOTAL TTC sans carburant		456.5			1 361.7		7 941	
Alimentaire et non alimentaire		76%			85%		92%	
Carburant		24%			15%		8%	

Source : Guyenne et Gascogne

La comparaison avec les deux autres groupes français cotés (les indépendants Leclerc, Intermarché et Système U comme Auchan publiant peu de données) confirme que la baisse des marges en France de Guyenne et Gascogne suit celle de Carrefour, ce qui n'est pas surprenant, mais aussi celle de Casino.

Tableau 4
Rentabilité opérationnelle passée de Guyenne et Gascogne
et de ses plus proches comparables

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Guyenne & Gascogne [1]	3.38%	3.05%	3.24%	2.53%	2.28%	2.05%	1.92%
Carrefour France [2]	5.71%	4.81%	4.43%	4.14%	3.96%	3.16%	3.42%
Casino France	6.06%	4.98%	4.84%	4.91%	4.88%	4.55%	3.96%

Min
Max

[1] : les chiffres de Guyenne & Gascogne représentent ceux de la Maison-Mère et de Sogara à hauteur de 50%.

[2] : les chiffres de Carrefour de 2004 à 2008 incluent les activités DIA.

Un élément d'importance dans l'analyse et la valorisation est l'appréciation de la trésorerie dite « nette ». Les groupes de distribution ont un besoin en fonds de roulement négatif, c'est-à-dire que la clientèle paie plus rapidement que ne sont réglés les fournisseurs. Le distributeur bénéficie de cette trésorerie et des produits financiers qu'elle procure. Un distributeur peut toujours faire un arbitrage de trésorerie avec un paiement accéléré qui génère de l'escompte. Néanmoins, la réglementation (loi NRE) tend à réduire les délais de paiement comme c'est le cas en Espagne.

Les tableaux suivants indiquent la position de trésorerie après déduction du besoin en fonds de roulement (créances clients majorées des stocks et diminuées des dettes d'exploitation). Ce solde est moins sujet aux variations saisonnières que la simple trésorerie.

Tableau 5
Trésorerie après BFR de Guyenne et Gascogne (maison mère) et de Sogara

	Guyenne & Gascogne Maison-Mère								Sogara (100%)						
(M€ ; jours)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dettes Fourn. & autres créditeurs	84	83	84	87	92	78	83	=>	288	287	289	297	274	250	259
Prix de revient des ventes (PRV)	354	366	371	384	413	406	420	=>	1 109	1 135	1 149	1 176	1 189	1 124	1 106
Dettes Fourn. & autres / PRV * 365 j	87 j	82 j	82 j	82 j	82 j	70 j	72 j	=>	95 j	92 j	92 j	92 j	84 j	81 j	85 j
Besoin en Fonds de Roulement	-26	-18	-11	-7	-5	-3	-12	=>	74	77	-39	-55	-70	-91	-110
Trésorerie nette apparente [*]	43	26	20	11	35	38	46	=>	12	18	186	330	158	165	166
Solde Trésorerie après BFR	17	8	9	4	30	35	35	=>	85	95	147	274	88	74	56

[*] Trésorerie nette (avant paiement des dividendes et provisions retraites)

Tant Guyenne et Gascogne société mère que Sogara présentent une trésorerie positive après besoin en fonds de roulement que l'on peut donc qualifier de « patrimoniale », c'est-à-dire nette du crédit non bancaire qui excède le financement des actifs circulants (stocks et créances d'exploitation).

Tableau 6
Trésorerie après BFR de Carrefour, Casino, Colruyt et Dia

CARREFOUR ex-DIA		CASINO	
(M€ ; jours)	2010	(M€ ; jours)	2010
Dettes Fournisseurs & autres créiteurs	15 109	Dettes Fournisseurs & autres créiteurs	4 822
Prix de revient des ventes	63 983	Prix de revient des ventes	21 753
Dettes Fourn. & autres / PRV * 365 j	86 j	Dettes Fourn. & autres / PRV * 365 j	81 j
Besoin en Fonds de Roulement	-9 170	Besoin en Fonds de Roulement	-1 915
Dettes Financières nettes (DFN) [*]	-9 042	Dettes Financières nettes y.c. TSSDI [*]	-4 827
Solde DFN après BFR	-18 212	Solde DFN après BFR	-6 742

COLRUYT		DIA	
(M€ ; jours)	2010	(M€ ; jours)	2010
Dettes Fournisseurs & autres créiteurs	1 370	Dettes Fournisseurs & autres créiteurs	1 726
Prix de revient des ventes	5 448	Prix de revient des ventes	7 652
Dettes Fourn. & autres / PRV * 365 j	92 j	Dettes Fourn. & autres / PRV * 365 j	82 j
Besoin en Fonds de Roulement	-351	Besoin en Fonds de Roulement	-1 049
Trésorerie nette apparente [*]	290	Dettes Financières nettes (DFN) [*]	-472
Solde Trésorerie après BFR	-61	Solde DFN après BFR	-1 521

[*] avant paiement des dividendes, et hors provisions retraites

En revanche, les sociétés comparables présentent une position débitrice, y compris le *discounter* belge Colruyt.

La société espagnole CCC a bien mieux résisté à l'érosion des marges, la concurrence étant moins vive.

Tableau 7
Comptes de résultat de Centros Comerciales Carrefour

(en milliers d'euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	8 702	8 965	9 041	9 511	9 711	8 970	8 650
Achats de marchandises	- 6 788	6 965	7 063	7 455	7 716	7 141	6 927
Marge brute	= 1 914	2 000	1 978	2 056	1 995	1 829	1 724
Coûts externes	- 505	502	433	414	377	356	331
Valeur ajoutée	= 1 409	1 498	1 544	1 642	1 619	1 473	1 392
Personnel	- 790	809	820	884	889	832	774
Excédent brut d'exploitation	= 619	689	725	758	729	641	618
Dotations nette Amts/Prov	- 215	166	162	179	189	196	187
Résultat d'exploitation	= 404	522	563	579	540	444	431
Résultat financier	+ 38	43	32	42	-44	-73	-53
Résultat courant avant impôts	= 443	565	595	620	496	372	378
Résultat exceptionnel avant impôts	+						
Impôts totaux	- 169	209	192	200	145	89	91
Résultat consolidé	= 273	356	403	420	351	283	287
Résultat exceptionnel	+ 52	-15	4	54	34	-62	-83
Intérêts minoritaires	- 11	13	16	17	13	11	17
Mise en équivalence	- 6	5	4	2	1	1	1
Résultat net comptable part du groupe	= 321	334	395	458	373	210	189

Tableau 8
Bilans de Centros Comerciales Carrefour

(en milliers d'euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immobilisations incorporelles	+ 294	254	299	294	313	298	289
Immobilisations corporelles	+ 1 863	2 028	2 203	2 198	2 101	1 985	1 900
Stocks	+ 885	981	1 002	1 087	1 036	878	853
Créances d'exploitation	+ 1 111	1 317	1 490	1 809	1 718	1 516	1 512
Actif d'exploitation	= 4 154	4 581	4 995	5 388	5 169	4 677	4 554
Immobilisations financières	+ 1 800	1 636	1 528	1 293	1 378	1 567	757
Trésorerie	+ 139	155	145	127	91	84	98
Actif total	= 6 092	6 371	6 668	6 808	6 638	6 327	5 410
Fonds propres après répartition	+ 2 408	2 550	2 637	1 007	1 001	1 011	1 074
Minoritaires	+ 68	70	75	79	73	67	74
Provisions	+ 48	50	30	70	74	77	107
Dettes financières nettes	-83	-92	-97	1 402	1 450	1 474	802
Dettes financières brutes	+ 56	63	48	1 529	1 541	1 558	900
Dettes d'exploitation	+ 3 512	3 638	3 879	4 122	3 949	3 614	3 253
Passif total	= 6 092	6 371	6 668	6 808	6 638	6 327	5 410

En revanche, CCC a procédé à la distribution de ses réserves et résultats en 2007. Les fonds propres ont ainsi diminué de 2408 millions d'euros (M€) en 2004 à 1074 M€ en 2010. Parallèlement, la dette nette est passée de -83 M€ à 802 millions d'euros.

b. Analyse Stratégique

L'analyse stratégique du groupe Guyenne et Gascogne conduit au constat suivant :

Forces

- Implantation historique dans le Grand Sud-Ouest français ;
- Dynamisme des régions Aquitaine et Midi-Pyrénées ;
- Situation financière très saine ;
- Politique financière favorable à l'actionnaire, la société distribuant son cash-flow libre.

Faiblesses

- Croissance organique modérée ;
- Développements limités par la réglementation ;
- Rentabilité érodée par le statut de franchisé (frais de gestion et redevances) ;
- Dépendance à un concept mature, l'hypermarché, sur des marchés matures ;
- Zone de chalandise fortement concurrentielle, en particulier sur certaines grandes villes comme Toulouse pour Sogara. Le détail est présenté en annexe 2 (source LSA) ;
- Dépendance à la stratégie et à la gestion du franchiseur.

Opportunités

- Nouveau management avec l'arrivée annoncée de Georges Plassat en qualité de futur Président Directeur Général du groupe Carrefour et un focus probable sur les fondamentaux du métier en France (politique de prix, logistique) ;
- Fin des promotions qui pesaient sur les marges ;
- Amélioration de la politique d'achat du Groupe.

Menaces

- Environnement économique et budgétaire défavorable à la consommation tant en France qu'en Espagne, au moins sur 2012 et 2013 ;
- Taux d'équipements commerciaux élevé en France alors que se développe fortement le commerce en ligne, en particulier sur le segment non-alimentaire ;
- Dynamisme des distributeurs spécialisés, avec moins de différentiel de prix entre l'hypermarché et les magasins présents dans les galeries commerciales à proximité ;
- Fin du « tout sous le même toit », le consommateur étant vigilant au prix, mais aussi à l'achat rationnel et rapide.

c. Stratégie des actionnaires

En avril 2011, la Société a mandaté Rothschild & Cie et Ondra Partners pour l'assister dans sa réflexion stratégique sur l'évolution du partenariat avec Carrefour.

Un certain nombre d'évènements ou d'échéances ont provoqué cette réflexion, notamment l'arrivée du terme des deux contrats d'enseigne et d'approvisionnement conclus avec Carrefour pour le réseau de magasins Guyenne et Gascogne.

Cette réflexion a abouti à la conclusion qu'adosser Guyenne et Gascogne à un grand groupe était la meilleure solution pour la pérennité de la Société, ses employés et ses actionnaires.

Guyenne et Gascogne et Carrefour sont ainsi entrés en discussion pour déterminer les termes et conditions d'un tel rapprochement. Ces discussions ont abouti à la signature le 12 décembre 2011 d'un protocole d'accord avec Carrefour relatif au dépôt d'une offre publique d'achat assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange.

Par ailleurs, plusieurs actionnaires de Guyenne et Gascogne ont également conclu avec Carrefour des engagements d'apport à ce projet d'offre publique. Outre la famille fondatrice, l'accord a été accepté par plusieurs gestionnaires de portefeuille (First Eagle Investment Management LLC, Holding de Lisbonne, Tocqueville Finance, Financière de l'Echiquier).

Ces engagements d'apport seront résiliés de plein droit, sans aucune indemnité, si (i) une offre publique concurrente, déposée par un tiers, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, est déclarée conforme par l'AMF et (ii) Carrefour (x) n'a pas surenchéri sur les termes de l'Offre ou (y) a renoncé à l'Offre conformément à l'article 232-11 du Règlement général de l'AMF.

Ils prévoient l'engagement par leurs signataires membres du Conseil de Surveillance et du Directoire d'apporter leurs titres à la branche OPE Subsidiaire, sans possibilité d'apporter à l'OPA Principale, étant entendu que si le nombre total d'actions de Guyenne et Gascogne apportées à l'OPE Subsidiaire excède le plafond de 4.986.786 actions, une partie des ordres des apporteurs sera reportée à l'OPA Principale dans les conditions prévues par l'Offre.

Par ailleurs, les membres du Conseil de Surveillance, à l'exception de M. Hollard, et du Directoire, à l'exception de M. Léguillette, se sont également engagés à conserver les actions Carrefour reçues dans le cadre de l'OPE Subsidiaire pendant une durée de 12 mois à compter du règlement-livraison de l'Offre.

Les engagements d'apport signés par les membres du Conseil de Surveillance et du Directoire ne comportent pas d'avantages particuliers pour leurs signataires et ne remettent en cause l'équité des conditions offertes aux autres actionnaires de Guyenne et Gascogne.

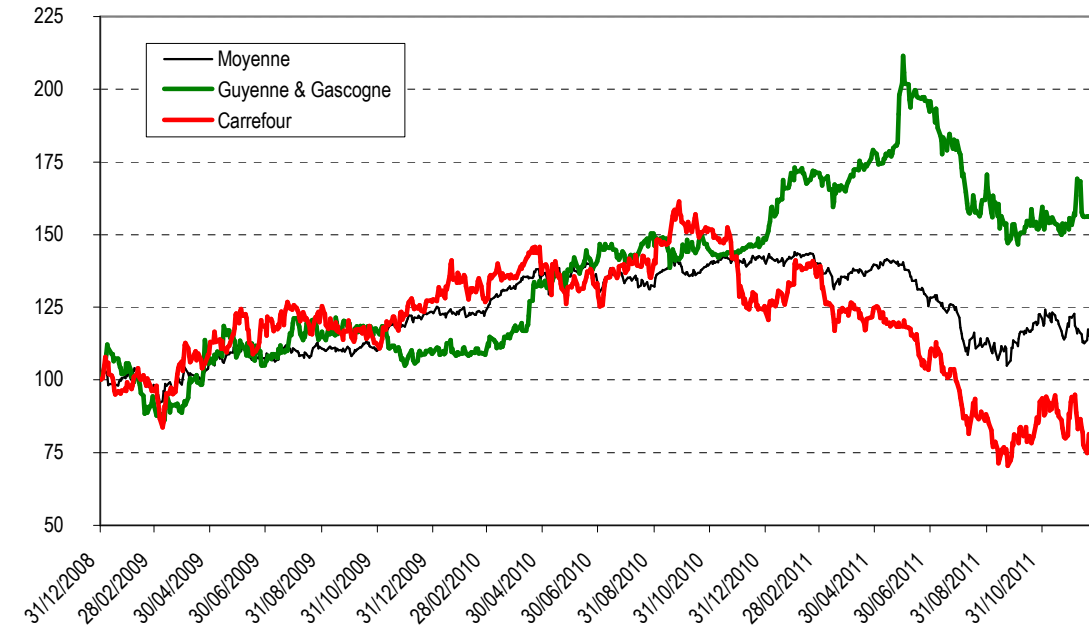
A l'inverse, compte tenu de l'absence de choix entre l'OPA Principale et l'OPE Subsidiaire et de l'impossibilité pour certains membres du Conseil de Surveillance et du Directoire de céder les actions Carrefour durant 12 mois, ces engagements d'apport placent leurs signataires dans une situation moins favorable que celle des autres actionnaires de Guyenne et Gascogne.

d. Analyse des cours de bourse

L'action Guyenne et Gascogne fait l'objet d'un faible suivi par les analystes financiers (cf. paragraphe e). Les transactions sont significatives avec 16 % de rotation du flottant par an (soit 13 % du capital du 7 décembre 2010 au 6 décembre 2011, dernier jour de bourse avant rumeurs d'opération). Mais 26 % du capital ont été échangés entre le 7 décembre 2011, date à laquelle la presse s'est faite l'écho de rumeurs, et le 4 janvier 2012, en partie pour des raisons techniques (cf. infra page 14). La moyenne des cours pondérés par les volumes (total des transactions en valeur sur la période divisé par le volume total de titres échangés), non corrigée du dividende de 4.80 € distribué le 31 mai 2011, au 6 décembre 2011 s'établit à :

	Cours moyen pondéré
60 jours	80.21
6 mois	86.53
12 mois	89.58

Graphique 1
Le titre Guyenne et Gascogne et moyenne sectorielle équi pondérée
(base 100 depuis début 2009)

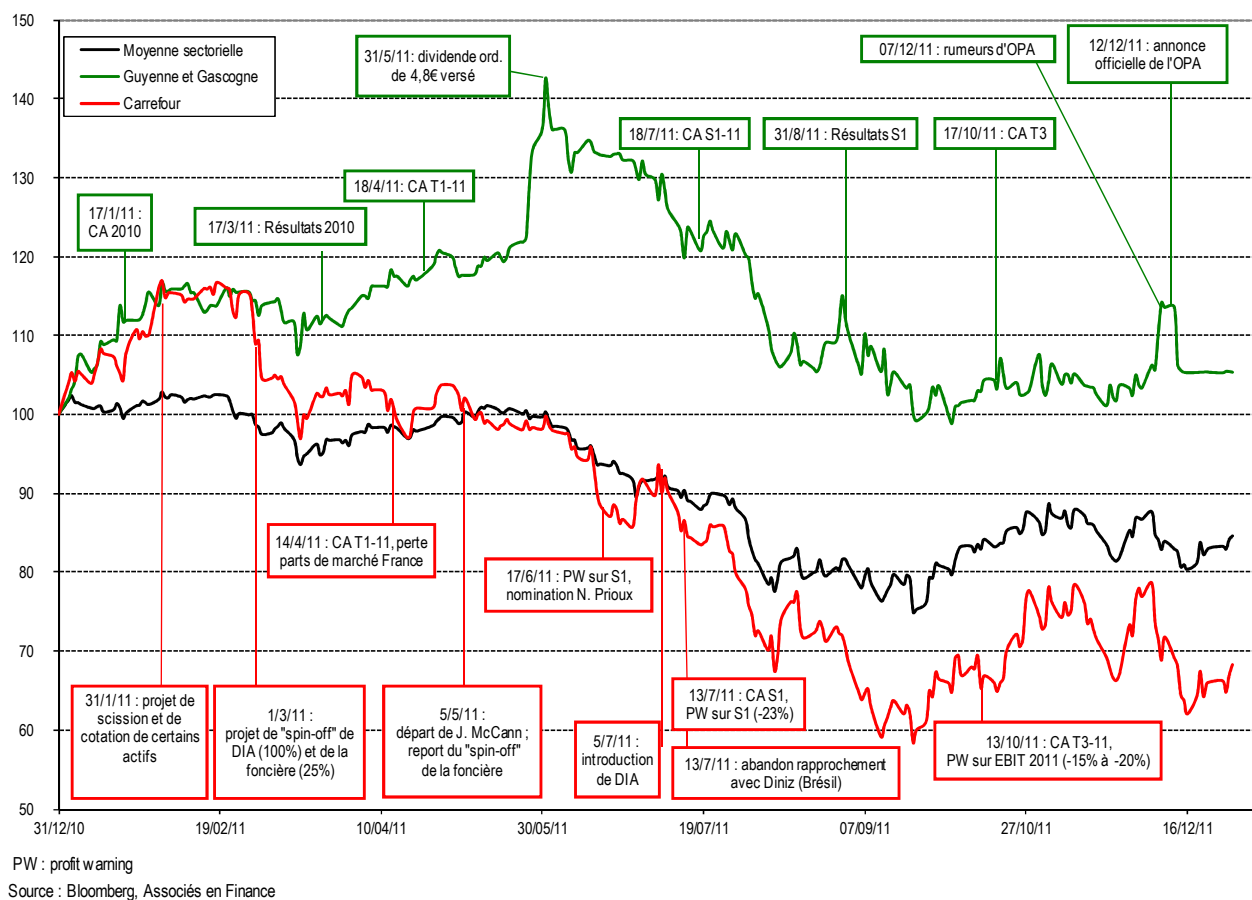


Source : Bloomberg, Associés en Finance

La moyenne sectorielle équi-pondérée comprend les titres Carrefour, Casino, Colruyt, Delhaize, Ahold, Metro et Wal-Mart. Le cours de Guyenne et Gascogne suit ses comparables jusqu'à fin 2010, puis les surperforme nettement, en particulier Carrefour du fait des avertissements sur résultat répétés de ce dernier.

Le graphique ci-dessous se concentre sur l'année 2011 et les dates d'annonces faites par Carrefour et Guyenne et Gascogne.

Graphique 2
Cours et annonces de Guyenne et Gascogne et de Carrefour



Plusieurs évolutions méritent d'être soulignées :

- Le cours de l'action Guyenne et Gascogne bénéficie dès début janvier 2011 des spéculations sur le devenir de l'actionnariat familial avec l'annonce du décès de Mme Beau, veuve du fondateur ;
- Le cours de Guyenne et Gascogne n'est pas affecté par l'annonce des pertes de parts de marché de Carrefour en France (et donc de Sogara) en avril 2011 ni par l'avertissement mi-juillet 2011 sur les résultats de Carrefour du premier semestre 2011 ;
- Le report de la cotation de Carrefour Property le 5 mai 2011 n'a pas d'incidence sur le cours de Guyenne et Gascogne ;
- Le cours de Guyenne et Gascogne recule au troisième trimestre avec la baisse généralisée des marchés actions consécutive à la crise des dettes en Europe ;
- Le cours ne réagit pas à la publication de chiffres d'affaires décevants pour les neuf premiers mois de l'année 2011 pour la Société et sa filiale Sogara.

Le cours de Guyenne et Gascogne est donc objectivement déconnecté de ses fondamentaux et des performances de Carrefour, et conserve sa prime spéculative, y compris par rapport aux autres groupes de distribution qui ne connaissent pas des problèmes aussi marqués que ceux de Carrefour.

Les termes de l'offre s'inscrivent clairement dans une logique boursière puisqu'ils avalisent les niveaux de cours atteints par l'action Guyenne et Gascogne. Le prix en numéraire, 74.25 € majoré du dividende de 7 € (soit 81.25 €), est légèrement supérieur à la moyenne sur les soixante dernières bourses des cours pondérés par les volumes (80.21 €). La parité de 3.9 découle de la prise en compte de ce prix et d'un cours de Carrefour de 19.04 € ($74.25/3.9$ égale 19.04 €). La parité proposée se compare enfin très favorablement avec celle qui prévalait en décembre 2010 à un peu plus de 2.5.

D'un point de vue de techniques de marché, la structuration de l'offre crée une option d'achat gratuite sur 3.9 actions Carrefour à 19.04 €, dont l'échéance est la date de clôture de l'offre, soit fin avril 2012. Les arbitragistes ont bien sûr saisi l'opportunité en acquérant massivement des actions Guyenne et Gascogne au prix en numéraire, et en cédant des options d'achat Carrefour. Leur contrepartie s'est elle-même couverte en cédant des actions Carrefour, ce qui explique la baisse des cours le lendemain de l'annonce de l'opération. Ces options « gratuites » procurent un gain d'arbitrage non négligeable qui dépend de la maturité restant à courir, du taux d'intérêt et du cours de l'action Carrefour. Avec les paramètres de valorisation du 7 février 2012, ce gain est de l'ordre de 5 € par action Guyenne et Gascogne aux coûts de transactions près (achat des actions et vente des options d'achat). Il est donc logique que le cours de Guyenne et Gascogne s'établisse depuis l'annonce à un niveau proche ou au-dessus de celui de l'offre en numéraire, dividende de 7 € inclus.

Cette structuration favorise les chances de succès de l'offre avec une branche en titres favorable en cas de hausse du marché et une branche en numéraire protectrice en cas de baisse.

e. Analyse des travaux des bureaux d'études

i. Le titre Guyenne et Gascogne

Le titre Guyenne et Gascogne fait l'objet d'un faible suivi par la communauté financière.

Les prévisions ne reprenaient que les agrégats prévus au niveau de la société mère.

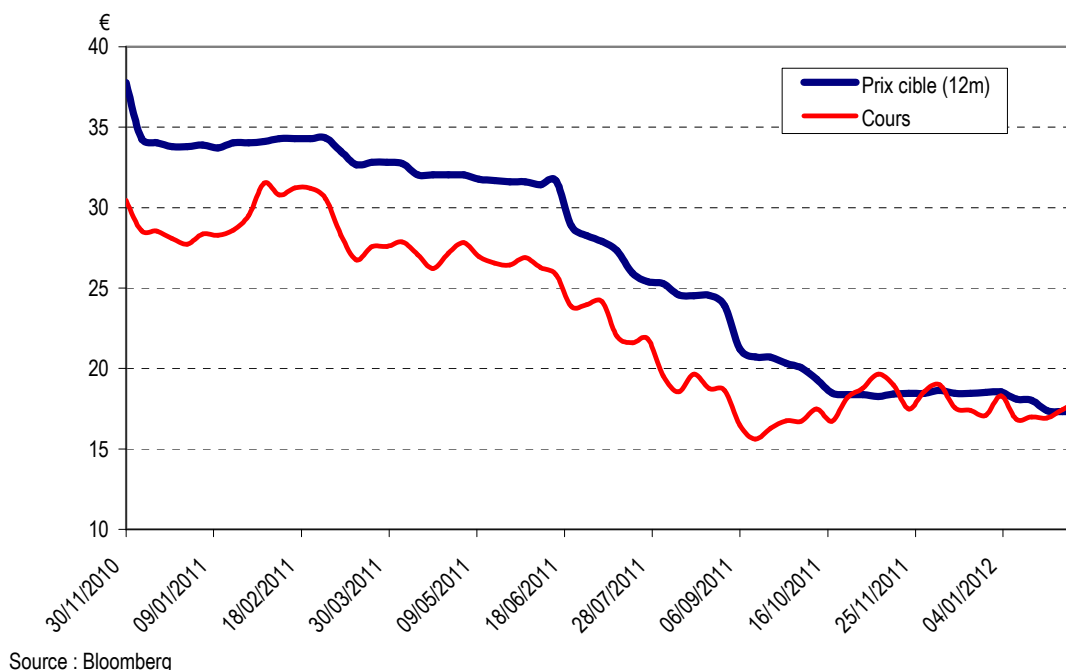
Les quelques cours cibles des analystes reposaient sur un calcul d'actif net réévalué, comprenant le fonds de commerce, l'immobilier et la trésorerie.

En octobre 2011, préalablement à l'offre, certains brokers avaient des cours cibles élevés (source Bloomberg) : 127 € pour Natixis, 100 € pour Oddo et Chevreux. En revanche, CIC-CM se situait à 75 € et Exane à 90 €. Les analystes ont depuis majoritairement ajusté leur objectif de cours sur le prix de l'offre en numéraire.

ii. Le titre Carrefour

Carrefour fait l'objet d'un suivi très important par la communauté financière. Le graphique ci-dessous reprend les objectifs de cours depuis décembre 2010 (source Bloomberg). Ceux-ci ont été orientés en forte baisse sous l'impact des *profit warnings* et de la baisse des marchés, tout en étant très proches du cours coté.

Graphique 3
Evolution du prix cible moyen de Carrefour depuis décembre 2010



f. Le plan d'affaires prévisionnel

La direction de Carrefour a élaboré un plan d'affaires de Guyenne et Gascogne à partir duquel les travaux de valorisation des banques et d'Associés en Finance ont été menés.

Le plan d'affaires est décomposé sur les trois entités, société mère, Sogara et CCC avec des agrégats hors essence, dont le prix varie sensiblement alors que c'est un produit d'appel à très faible marge.

Le plan d'affaires concernant les activités directement gérées par Carrefour (Sogara et CCC) provient des budgets internes. Les hypothèses de base de ces budgets nous ont été explicitées par leur directeur financier respectif. Ces budgets sont élaborés indépendamment de toute opération financière, en particulier celle faisant l'objet de notre rapport.

Comme il a été rappelé plus haut, les réalisations passées jusqu'en 2011 indiquent une érosion des marges et une croissance à peine positive pour la France. Rien ne permet en l'état actuel de prévoir un retournement rapide de ces tendances de fond, ce dont tient compte le plan d'affaires. A cet égard, le plan d'affaires apparaît objectif, sérieux et bien documenté.

Après de lourds investissements en 2010 et 2011 –Carrefour Market et Hypermarchés Planet– ces dépenses devraient connaître un certain ralentissement.

La nouvelle stratégie annoncée de Carrefour axée sur les prix bas devrait, comme indiqué plus haut, porter ses fruits par un rétablissement progressif des marges, durement éprouvées en 2010 et 2011, comme l'ont indiqué les multiples *profit warnings* de Carrefour.

Les montants de trésorerie prévus à fin 2011 pour la société mère et pour Sogara n'appellent pas de commentaires puisque cohérents avec les variations de la trésorerie en 2011.

Le cas de CCC est différent puisque, comme indiqué plus haut, ses marges se sont plutôt maintenues malgré l'environnement économique dégradé en Espagne depuis 2008.

CCC a également procédé à d'importants investissements dans le cadre de la rénovation des enseignes et magasins du Groupe. Signalons que le concept « Planet » s'est révélé performant en Espagne.

Du fait d'effets de base défavorables en 2010 et 2011 (par exemple changement exceptionnel d'équipement télévisuel lié au passage à la « TNT » ou fort ralentissement du BTP qui ont tous deux impacté le segment non-alimentaire), et en 2012 après les effets du programme d'austérité sur la consommation en Espagne, un retour à une certaine croissance de l'activité n'est prévu qu'à l'horizon 2013/2014.

Grâce à des efforts de productivité, tant sur les promotions, que les charges et les dépenses d'investissement, les marges devraient se redresser à terme.

La modification des conditions de paiement en Espagne (30 jours de délai en moins sur les produits de grande consommation) a un effet sur le besoin en fonds de roulement en 2011 et surtout en 2012.

Au final, en omettant toute référence à l'exercice 2011 qui n'a pas encore fait l'objet d'une publication des résultats de Carrefour et de Guyenne et Gascogne, les tendances du plan d'affaires sont les suivantes :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires d'environ 1 % entre 2012 et 2015 ;
- Une croissance moyenne annuelle de l'*EBITDA* de 2 % sur la même période.

III. Méthodes d'évaluation utilisées par Associés en Finance

Les analyses réalisées ci-après sont faites au regard du prix de l'Offre Principale (81,25 euros par action avant détachement de l'acompte de dividende de 7,0 euros par action).

a. Méthodes écartées

i. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué n'a pas été utilisée.

D'une part la méthode de l'actualisation des excédents de trésorerie (DCF) conduit à la mise en évidence d'un *goodwill* éventuel en prenant en compte la rentabilité excédentaire au coût du capital de la société évaluée.

D'autre part une évaluation par somme des parties pose deux problèmes.

Le premier est l'éventuelle décote sur des participations dont Guyenne et Gascogne n'a pas la maîtrise opérationnelle. L'approche retenue dans l'évaluation via une intégration proportionnelle (Sogara à 50 % et CCC à 4.12 %) revient à ne pas leur appliquer de décote.

Le second concerne l'évaluation des actifs immobiliers d'exploitation. L'échec de la cotation de Carrefour Property montre le manque d'appétence des investisseurs au prix et/ou à ce type d'actifs.

Guyenne et Gascogne n'a pas la maîtrise des actifs immobiliers de ses filiales. Ceux-ci ne peuvent donc pas être réévalués. Nous n'avons pas souhaité procéder à une évaluation des actifs immobiliers pour les raisons invoquées ci-dessus. Encore une fois, l'absence de gestion et de maîtrise des actifs immobiliers des filiales mises en équivalence de Guyenne et Gascogne a nécessairement un impact sur la valorisation. Soulignons que Guyenne et Gascogne ne peut pas disposer librement des actifs immobiliers de CCC et de Sogara, puisqu'elle ne contrôle pas ces sociétés, et passer ainsi du statut de propriétaire à celui de locataire en externalisant leur valeur.

Une évaluation d'actifs immobiliers d'exploitation et d'un fonds de commerce, dont la rentabilité est grevée par l'effort de loyer (de l'ordre de 2 % du CAHT) ne concernerait donc que ceux de la société mère.

Cette approche ne crée pas toujours de valeur, en particulier dans le cas d'une continuité d'exploitation. En effet, si les loyers peuvent être actualisés à un taux plus modéré que le reste des flux d'exploitation, l'exploitation est symétriquement pénalisée par un risque plus élevé puisque le seuil de rentabilité opérationnelle s'élève via l'adjonction de loyers qui viennent augmenter les charges fixes. La valeur d'un bien immobilier est également liée à la qualité du locataire, c'est-à-dire à ses bénéfices. Or, comme expliqué auparavant, le changement d'un statut de propriétaire à un statut de locataire entraîne généralement une réduction des résultats. La démarche n'aboutit donc pas toujours à une valeur significativement supérieure à celle obtenue par la méthode dite DCF et ce d'autant qu'il convient de tenir compte de l'effet fiscal de la cession des actifs immobiliers.

ii. Transactions comparables

Comme indiqué plus haut, de par son statut de franchisé pour son activité propre, et d'actionnaire non opérationnel pour ses participations, Guyenne et Gascogne n'a pas d'équivalent actuel ou passé.

Carrefour a cédé concomitamment sa participation de 50 % dans le Groupe Altis, présent dans le Sud-Ouest à son partenaire, le Groupe espagnol Eroski. Les conditions de cette transaction résultent de clauses contractuelles entre les deux groupes. Les actifs cédés ont fait l'objet d'une transaction quasi-simultanée avec Intermarché à des conditions qui n'ont pas été divulguées. Le montant de cette transaction ne peut donc pas être retenu comme une référence de valeur.

La méthode des transactions comparables ne peut être appliquée.

iii. Autres cas

L'actualisation des dividendes est redondante avec la méthode DCF.

Il n'y a pas eu d'opération importante sur les titres de Guyenne et Gascogne préalablement à cette offre.

L'actif net comptable constitue un plancher d'évaluation. Les derniers montants connus de l'actif net comptable consolidé (ANC) de Guyenne et Gascogne société mère sont de 361.5 M€ au 31 décembre 2010 et de 328.3 M€ au 30 juin 2011. Ainsi, au 30 juin 2011, l'ANC par action de Guyenne et Gascogne est de 49.4 € avant paiement du dividende.

b. Méthode intrinsèque

i. Valorisation de Guyenne et Gascogne sur la base du plan d'affaires

Associés en Finance a retenu les ajustements suivants dans ses calculs :

- retraitement de l'impôt sur les sociétés en retirant la CVAE et application d'un taux d'imposition normatif de 34,4 % en France ;
- prise en compte d'un impôt sur les sociétés de 30 % en Espagne ;
- le passage de la valeur d'entreprise à celle des capitaux propres tient compte de la trésorerie nette consolidée proportionnellement à son montant de 86 M€ à fin 2011 ;
- le nombre d'actions retenu tient compte de l'autocontrôle et de l'absence de tout instrument dilutif, soit 6 641 264.

Taux d'actualisation utilisé

Le taux d'actualisation utilisé est basé sur le modèle Trival dont une description complète est jointe en annexe 3.

Prise en compte du risque relatif de l'investisseur

- le risque de prévision retenu est de 3, sur une échelle de 1 à 9. Cette note est conforme à la méthodologie présentée en annexe 3 ;
- le risque financier s'établit à 2, sur une échelle de 1 à 5 ;
- le risque sectoriel de la distribution (bêta de l'indice sectoriel Euro Stoxx Retail) est de 0.73.

Le risque relatif de Guyenne et Gascogne s'établit sur ces bases à 0.65. Ce niveau de risque se compare dans l'échantillon Trival à celui de Colruyt ou à celui de Jeronimo Martins qui s'élèvent également à 0.65.

Prise en compte de la taille en valeur de marché des capitaux propres

Le coefficient de taille en valeur de marché des capitaux propres s'établit à 1.20 sur la base de la capitalisation boursière au prix d'offre. C'était de plus son niveau lorsque le titre faisait partie de l'échantillon Trival.

Paramètres de marché

Les paramètres de marché du modèle TRIVAL d'Associés en Finance font apparaître en moyenne sur les douze derniers mois arrêtée au 7 février 2012 :

- une prime de risque de 7.42 %
- une prime d'illiquidité de 0.97 %
- une ordonnée à l'origine de 1.92 %

soit une rentabilité anticipée de 10.32 % pour les marchés de la zone Euro en moyenne sur les douze derniers mois.

Après application des attributs propres au titre Guyenne et Gascogne aux paramètres de marché ci-dessus indiqués, le taux d'actualisation ressort à :

- une prime de risque spécifique de 7.42 % x 0.65 soit 4.83 %
- une prime d'illiquidité spécifique de 0.97 % x 1.2 soit 1.17 %
- une ordonnée à l'origine de 1.92 %

Soit 4.83 % + 1.17 % + 1.92 %, égal à 7.92 %, qui se compare à un taux de rentabilité espérée de 10.32 % pour les marchés actions de la zone euro. Ce taux, assez modéré pour une société en phase de redressement, prend en compte son absence d'endettement et le fait qu'elle soit propriétaire de son immobilier d'exploitation.

La Société n'étant pas endettée, le coût du capital est égal à celui des fonds propres.

Les flux de Guyenne et Gascogne ont été modélisés dans Trival sur une durée de 35 ans, comme indiqué dans l'annexe 3. Cette approche évite de rendre la valeur trop sensible à la valeur terminale (11 % dans le cas présent). Le principe de Trival est la convergence à long terme de la rentabilité des fonds propres de toutes les entreprises de l'échantillon à un niveau de 10 % après impôt. Dans le cas de Guyenne et Gascogne cela suppose une amélioration de la rentabilité des capitaux employée (*ROCE*) de 11 % à 15 % avant impôt. A titre illustratif cette approche revient à appliquer au flux normatif de 2022 un taux de croissance à long terme de 2.9 %.

La valeur de Guyenne et Gascogne s'élève ainsi à 488 M€.

Valeur des excédents de trésorerie actualisés	402.13
Trésorerie nette	86.04
Total en M€	488.18
Soit par action en €	73.5
Acompte de dividende	7
Soit par action en €	66.5

Si l'on utilise la moyenne sur trois mois des paramètres de Trival, le taux d'actualisation s'élève à 8.52 %, la valeur de Guyenne et Gascogne est ramenée à 454 M€, soit 68.4 € par action avant acompte sur dividende et 61.4 € post paiement de l'acompte.

Nous retenons donc une fourchette de valorisation de 68.4 € à 73.5 € par action par cette méthode avant paiement de l'acompte sur dividende, et de 61.4 € à 66.5 € après paiement.

Tableau 9
Synthèse sur la méthode DCF

Paramètres & Valorisation Trival	Min		Max	
	sur 3 mois (au 7/2/2012)	Prime de l'offre	sur 12 mois (au 7/2/2012)	Prime de l'offre
Taux d'actualisation	8.52%		7.92%	
Excédents de trésorerie actualisés	368 M€		402 M€	
Trésorerie nette	86 M€		86 M€	
Valeur de Guyenne & Gascogne	454 M€		488 M€	
Soit par action	68.4 €		73.5 €	
Acompte sur dividende	7.0 €		7.0 €	
Soit par action post-règlement	61.4 €	21%	66.5 €	12%

c. Méthodes analogiques

i. Méthode analogique des multiples

L'échantillon de sociétés cotées comparables retenu est composé de Carrefour, Casino, Colruyt et Dia. Ces différents acteurs opèrent en France et/ou en Espagne ou sont soumis au même type d'environnement que Guyenne et Gascogne. Les multiples se réfèrent à des moyennes de cours calculées sur le dernier mois.

Carrefour et surtout Casino ont une activité dans les pays émergents à forte croissance. Les problèmes liés aux hypermarchés en France sont en partie dilués par les résultats de la diversification géographique et/ou de formats de distributeurs. Colruyt et Dia, dans le format Discount, sont également peu ou pas du tout impactés par la problématique des hypermarchés.

La méthode analogique trouve ici ses limites puisque les marges opérationnelles ne sont pas comparables, les prévisions 2012 et 2013 pour Guyenne et Gascogne ressortant du plan d'affaires étant impactées par l'essoufflement de la demande et le délai pour que les mesures de redressement portent leurs fruits.

Nous avons privilégié les multiples d'EBITDA. Les multiples basés sur le chiffre d'affaires ne tiennent pas compte des différences de rentabilité. Au cas présent, nous écarté comme critère d'évaluation celui des multiples sur chiffre d'affaires à cause du statut de franchisé de la société mère Guyenne et Gascogne qui, de ce fait, n'a pas le même niveau de marge que Carrefour (frais de gestion et honoraires divers) ni de celui des autres sociétés comparables de l'échantillon qui sont majoritairement des groupes intégrés.

Les multiples basés sur le résultat d'exploitation (*EBIT*) peuvent être influencés par les différences de politique d'investissement ou d'amortissement. Les PER ignorent les différences de structure financière.

Nous obtenons, à partir des multiples d'EBITDA 2011, 2012 et 2013 de respectivement 6.2, 5.7 et 5.2, une fourchette de 63 € à 69 € par action avant paiement de l'acompte de dividende et 56 € à 62 € post règlement.

Tableau 10
Synthèse de la méthode des multiples d'EBITDA

	2011E	2012E	2013E
Multiples d'EBITDA	6.2x	5.7x	5.2x
Valeur de Guyenne & Gascogne	418 M€		458 M€
Soit par action	63 €	→	69 €
Acompte sur dividende	7 €		7 €
Soit par action post-règlement	56 €		62 €

IV. Analyse des travaux de Crédit Agricole CIB et de Société Générale

a. Méthodes écartées

Crédit Agricole CIB et de Société Générale ont écarté les méthodes suivantes :

- Actualisation des dividendes futurs
- Opérations récentes sur le capital de la Société
- Multiples de transactions comparables
- Actif net comptable
- Actif net réévalué

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté ces méthodes.

b. Revue des méthodes

Pour valoriser Guyenne et Gascogne les banques présentatrices ont utilisé la méthode DCF et la méthode des multiples. Chacune de ces méthodes permet d'obtenir une valeur d'entreprise à partir de laquelle est calculée la valeur des capitaux propres du Groupe. Elles ont procédé à l'analyse du cours de bourse.

Compte tenu de l'intégration proportionnelle des trois entités et avec un montant de trésorerie identique, nous n'avons pas de remarques à faire sur la mise en œuvre des méthodes.

Nous partageons la même analyse du cours de bourse de Guyenne et Gascogne.

Méthode du DCF

Les flux calculés sont fondés sur le plan d'affaires du groupe jusqu'en 2015, complété d'une prolongation du plan d'affaires à un niveau normatif.

Le modèle utilisé par les banques est usuel avec une valeur terminale importante qui est très sensible au taux de croissance à l'infini utilisé. Rappelons que ce taux s'applique à un flux de trésorerie et non au chiffre d'affaires. La seconde variable sensible de ce type de valorisation est le taux d'actualisation utilisé. La formule de Gordon Shapiro capitalise le flux final à un taux égal à la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini.

Par ailleurs les banques utilisent des hypothèses différentes pour les activités françaises et CCC.

Les résultats sont assez voisins de ceux auxquels nous parvenons dans la mesure où, utilisant un taux plus élevé d'actualisation, l'impact sur la valeur est compensé par l'usage d'un taux de croissance supérieur.

Méthode des multiples

Nous n'avons pas de remarques sur la composition de l'échantillon, comme indiqué plus haut.

Les résultats sont très voisins des nôtres et nous avalisons les travaux de Crédit Agricole CIB et de Société Générale.

Le tableau ci-après indique les fourchettes de valorisation après paiement de l'acompte qui se comparent au prix d'offre de 74.25 €.

Tableau 11
Les fourchettes de valorisation

	Fourchette des Banques	Fourchette de l'Expert
Valeur de DCF	63.6 € à 67.8 €	61.4 € à 66.5 €
Valeur par les multiples	61.3 € à 63.9€	56 € à 62 €

V. Commentaires sur la parité

L'appréciation de la parité est assez objective puisque, l'action Carrefour étant particulièrement liquide et le titre suivi par de très nombreuses équipes d'analyse financière, on peut considérer que le cours et la valeur fondamentale de l'action sont proches.

Pour ce qui concerne l'utilisation de méthodes analogiques, il s'agit essentiellement des méthodes par les transactions boursières d'autres opérations financières. N'en ayant pas trouvé de comparables, nous les avons écartées.

Pour ce qui concerne l'utilisation de la méthode des DCF, étant donné que les deux filiales de Guyenne et Gascogne, Sogara et CCC, sont consolidées dans Carrefour, faire ressortir une parité des valeurs de Carrefour et Guyenne et Gascogne n'apparaissait pas pertinente.

Graphique 4
Evolution de la parité corrigée du dividende depuis décembre 2010



Note : La parité historique est corrigée de l'acompte du dividende de 7 €.

Sur une période de douze mois allant jusqu'au 6 décembre 2011, la parité moyenne est de 3,54. La parité de l'OPE subsidiaire de 3.90 (post-paiement de l'acompte de dividende de 7,0 euros) est donc supérieure à cette parité historique.

Les rapports classiques entre agrégats comptables de gestion par action respective de deux sociétés ne sont pas pertinents au cas d'espèce puisque la majorité de l'activité de Guyenne et Gascogne est d'ores et déjà consolidée dans les comptes de Carrefour.

La parité des dividendes par action s'élève à 4.44 (4.80 €/1.08 €). Elle n'est pas éloignée de la parité proposée acompte compris, de 81.25 €/19.04 €, 4.27, dans l'hypothèse où Carrefour maintiendrait son dividende par action.

On peut constater en outre que le rapport des actifs nets consolidés par action et après affectation des résultats à fin 2010 (les fonds propres de Carrefour étant corrigés de la scission DIA en 2011) est de 3.9.

Tableau 12
Synthèse sur la parité de l'OPE

		Parité	Prime de l'OPE
Parité des cours ajustés des dividendes	Min [*]	2.46	58.5%
	Max [*]	4.92	-20.7%
	Moyenne [*]	3.54	10.2%
Parité des dividendes par action		4.44	-12.2%
Parité des ANC par action		3.9	0.0%
[*] Moyenne sur 12 mois (jusqu'au 6 décembre 2011)			

VI. Conclusion d'Associés en Finance

Nos travaux nous amènent à conclure à une fourchette de valorisation comprise entre 56 € et 66.5 € par action Guyenne et Gascogne qui font apparaître une prime de 12 % à 32 % par rapport au prix de l'offre principale. Nous privilégions néanmoins la valeur obtenue par l'actualisation des excédents de trésorerie de 66.5 € post paiement de l'acompte sur dividende. Nos travaux d'évaluation ont été menés sur la base d'un plan d'affaires communiqué par Carrefour qui concrétise le nécessaire redressement à accomplir. Les termes de l'offre anticipent la pleine réussite de cette démarche.

Comme nous l'avons indiqué, l'action Guyenne et Gascogne a surperformé en 2011 les actions des autres groupes de distribution alimentaire et en particulier l'action Carrefour. Son comportement a été déconnecté de ses fondamentaux, en particulier les performances de Carrefour en France. Les actionnaires de Guyenne et Gascogne ont profité entre 2004 et 2011 d'un taux de distribution élevé des résultats consolidés.

La négociation ouverte par les actionnaires de Guyenne et Gascogne a mis huit mois pour aboutir à un accord ratifié par les actionnaires familiaux et par les gérants de portefeuille représentant au total 57 % du capital. Concernant les engagements d'apport à l'Offre conclus par certains membres du Conseil de Surveillance ainsi que par les membres du Directoire, nos travaux nous conduisent à conclure qu'ils ne comportent pas d'avantages particuliers pour leurs signataires et ne remettent donc pas en cause l'équité des conditions offertes aux autres actionnaires de Guyenne et Gascogne.

La structuration de l'offre est particulièrement favorable. Le prix en numéraire est légèrement supérieur à la moyenne des cours pondérés par les volumes sur les soixante bourses précédant les rumeurs de rapprochement des deux sociétés. Compte tenu de l'acompte sur dividende de 7 €, la parité de l'OPE a été déterminée en fonction du cours de l'action Carrefour le 6 décembre 2011. L'offre attribue implicitement 3.9 options d'achat sur l'action Carrefour par action Guyenne et Gascogne. Ceci a d'ores et déjà permis à un certain nombre d'actionnaires minoritaires d'obtenir sans décote une liquidité immédiate puisque les arbitragistes se portent massivement acquéreurs du titre.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable des termes de l'offre publique d'achat assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à valider l'équité du prix en numéraire et de la parité proposée.

Professeur Bertrand Jacquillat

Daniel Beaumont

VII. Présentation de l'expert

Associés en Finance, société indépendante détenue par des associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention.

Elle a une expérience de plus de trente ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Associés en Finance a développé et entretient un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 488 sociétés suivies, un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Depuis 1994, Associés en Finance a élargi ses activités à des missions d'expertise, en s'appuyant sur la qualité de ses bases de données européennes, sur l'expertise de ses collaborateurs et de son réseau de consultants, et sur son indépendance. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertises indépendantes, dont plus de quatre-vingt portant sur des opérations publiques de marché. Leur liste est consultable sur le site internet de la société www.associes-finance.com. Elle intervient aussi largement dans des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil dans des opérations non publiques.

Au cours des 12 derniers mois, Associés en Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant en juin 2011 au titre de l'offre publique d'achat initiée par Match.com Europe Limited sur les actions de Meetic, BNP Paribas étant banque présentatrice de cette opération.

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Bertrand Jacquillat, Président Directeur Général et Co-Fondateur d'Associés en Finance, a enseigné dans de nombreuses universités. Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999). Il est Professeur des Universités à Sciences Po Paris depuis 1999. Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages, il a dirigé les Cahiers du Cercle des Economistes en 2007, 2009 et 2010. Il est également administrateur de Klépierre et des Presses Universitaires de France.

Daniel Beaumont est Directeur Général Délégué d'Associés en Finance, Co-Responsable des missions de conseils réalisées. Il supervise également l'équipe d'analystes lors de l'alimentation de la base de données financières prévisionnelles TRIVAL®. Il est Président de la Société Française des Evalueurs. Il a occupé de nombreux postes de responsabilité au sein d'établissements financiers. Il est diplômé d'HEC.

Catherine Meyer, Associée, est analyste et Responsable transversale de la Formation et du contrôle qualité des travaux réalisés par la société. Elle est diplômée d'HEC et membre de la SFAF.

L'équipe dédiée à cette mission comprenait en outre deux analystes, l'une diplômée de la SFAF et du CNAM, et le second diplômé d'un Master 222 de Paris Dauphine, disposant d'une expérience respective de plus de vingt ans et de deux ans dans l'analyse et l'expertise.

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'offre) se sont élevés à 250 000 € HT pour cette mission.

Annexe 1

Calendrier de la mission

- Désignation d'Associés en Finance, en la personne du professeur Bertrand Jacquillat, en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance de Guyenne et Gascogne le 12 décembre 2011
- Réunion avec les banques conseils de Guyenne et Gascogne le 21 décembre 2011
- Réunion au siège de Guyenne et Gascogne avec le Président du Directoire et le Secrétaire Général de Guyenne et Gascogne le 22 décembre 2011
- Réunion avec les banques présentatrices de l'Offre le 11 janvier 2012
- Réunion avec Carrefour et les banques présentatrices de l'Offre le 24 janvier 2012
- Remise d'un pré rapport le 8 février 2012
- Présentation de nos conclusions au Conseil de Surveillance de Guyenne et Gascogne le 13 février 2012
- Remise du rapport final le 22 février 2012

Annexe 2 Implantations et concurrence

Implantations des hypermarchés de Guyenne & Gascogne et de Sogara



Source : LSA

Environnement concurrentiel des hypermarchés Carrefour de Sogara et de Guyenne & Gascogne

POITOU-CHARENTE				
HM	Surperficie (m2)	Agglomération de La Rochelle (Charente-Maritime)		
1	9 000	CARREFOUR	CC Carrefour Angoulins	17690 Angoulins
	3 842	E.LECLERC	124 boulevard André Sautel	17000 La Rochelle
	5 638	E.LECLERC	Avenue du Fief Rose	17140 Lagord
Agglomération de Angoulême (Charente)				
2	8 450	CARREFOUR	CC Rendez-Vous	16800 Soyaux
	5 100	E.LECLERC	31 rue de Lunesse	16000 Angoulême
	9 500	AUCHAN	CC la Couronne	16400 La Couronne (Sud-Angoulême)
	12 700	GEANT CASINO	CC Angoulême Nord	16430 Champniers (Nord-Angoulême)
	3 200	INTERMARCHÉ	Route d'Agris	16430 Champniers (Nord-Angoulême)
Agglomération de Niort (Deux-Sèvres)				
3	6 752	CARREFOUR	CC Carrefour Plein Sud	79000 Niort
	7 000	E.LECLERC	Espace Mendès France	79000 Niort (Est)
	3 362	INTERMARCHÉ HYPER	358 route d'Aiffres	79000 Niort (Sud)
	8 500	GEANT CASINO	CC Niort Est	79180 Chauray (Nord-Est Niort)
LIMOUSIN				
Surperficie (m2) Limoges (Haute-Vienne)				
4	9 800	CARREFOUR	CC Carrefour Boisseuil	87220 Limoges-Boisseuil (Sud-Limoges)
	5 020	INTERMARCHÉ HYPER	Rue Bernard de Ventadour	87000 Limoges (Sud)
	4 830	GEANT CASINO	38 avenue des Casseaux	87000 Limoges (Est)
	6 149	HYPER U	CC Corgnac	87100 Limoges (Centre)
	2 985	U EXPRESS	2 rue du Mas Loubier	87100 Limoges (Centre)
	6 950	E.LECLERC	ZI Nord	87280 Limoges (Centre)
	2 800	SUPER U	Rue J-Baptiste Chastaingt	87100 Limoges (Ouest)
	11 400	CORA	CC la Coupôle	87280 Limoges (Nord)

Légendes :



Hypermarchés (HM) Sogara



Hypermarchés (HM) Guyenne & Gascogne

Source :

LSA

AQUITAINE			
Surperficie (m2)	Agglomération de Bordeaux (Gironde)		
Bordeaux : centre & centre-ouest			
16 000	CARREFOUR Planet	CC Mérignac Soleil	33700 Mérignac
2 500	HYPER CASINO	2 allée des Conviviales	33700 Mérignac
3 000	INTERMARCHÉ	78 avenue de Magudas	33700 Mérignac
11 500	AUCHAN	CC Mériadeck Centre Commercial	33000 Bordeaux
16 000	AUCHAN	CC Bordeaux Lac	33300 Bordeaux
2 800	CARREFOUR Market	172 rue Jules Ferry	33200 Bordeaux
3 000	E.LECLERC	155 cours Saint-Louis	33300 Bordeaux
Bordeaux : banlieue Nord			
9 629	CARREFOUR Planet	CC Rive Droite	33310 Lormont
11 000	E.LECLERC	CC Grand Tour	33560 Sainte-Eulalie
4 500	E.LECLERC	427 route du Médoc	33520 Bruges
2 900	SUPER U	3 allée de l'Europe	33320 Eysines
12 029	E.LECLERC	CC Bordeaux Ouest	33160 St-Médard-en-Jalles
Bordeaux : banlieue Est & Sud-Est			
11 351	CARREFOUR	CC les Rives d'Arcins	33130 Bègles
2 560	E.LECLERC	4 rue Maurice Martin	33310 Bègles
11 200	AUCHAN	CC Auchan Bouliac	33270 Bouliac
8 250	GEANT CASINO	CC Géant Casino	33140 Villenave-d'Ormon
Bordeaux : banlieue Sud			
3 000	E.LECLERC	110 bis avenue J-Jaurès	33600 Pessac
10 700	GEANT CASINO	CC Géant Casino	33600 Pessac
4 200	E.LECLERC	CC Leclerc	33400 Talence
3 700	INTERMARCHÉ HYPER	CC Gazinet Nord	33610 Cestas
3 102	SUPER U	Chemin Pujau	33610 Cestas
5 772	E.LECLERC	Route de Bordeaux	33850 Léognan
Environs de Libourne			
8 900	CARREFOUR	CC Verdet	33500 Libourne
6 100	E.LECLERC	21 avenue de la Roudet	33500 Libourne
3 000	HYPER CASINO	Chemin des Cavernes	33450 Izon
2 645	SUPER U	CC les Peupliers	33450 Saint-Sulpice-et-Cameyrac (Izon)
Surperficie (m2)	Mont-de-Marsan (Les Landes)		
5 100	CARREFOUR	CC Carrefour	40000 Mont-de-Marsan
7 300	E.LECLERC	CC Leclerc	40000 Mont-de-Marsan
Surperficie (m2)	Dax (Les Landes)		
6 000	CARREFOUR	CC Dax 2000	40100 Dax
3 300	E.LECLERC	74 rue Croix Blanche	40100 Dax
3 500	INTERMARCHÉ SUPER	CC Dax Porte Sud	40100 Dax
6 300	E.LECLERC	CC Grand Mail Adour Océane	40990 Saint-Paul-lès-Dax
Surperficie (m2)	Sud-Ouest (Landes & Pyrénées Atlantiques)		
Nord de Bayonne			
6 012	CARREFOUR	CC l'Océan	40220 Tarnos
3 150	E.LECLERC	Rue des Ecureuils	40130 Capbreton
5 926	E.LECLERC	Chemin de Sanguinat	64100 Bayonne
Sud de Bayonne			
5 650	CARREFOUR	20 ZI du Jaldai	64500 Saint-Jean-de-Luz
10 389	CARREFOUR	CC Bab 2	64600 Anglet
3 740	E.LECLERC	CC Leclerc Anglet	64600 Anglet
10 000	GEANT CASINO	77 avenue de Bayonne	64600 Anglet
3 000	INTERMARCHÉ	Route Nationale 10	64210 Bidart
5 100	E.LECLERC	Route Nationale 10	64122 Urrugne
Surperficie (m2)	Agglomération de Pau (Pyrénées Atlantiques)		
10 000	CARREFOUR	CC Carrefour Lescar	64230 Lescar (Ouest Pau)
8 000	GEANT CASINO	CC Géant Casino	64140 Lons (Ouest Pau)
9 600	AUCHAN	1 avenue Général Leclerc	64000 Pau
8 800	E.LECLERC	CC Leclerc	64000 Pau
4 100	E.LECLERC	Avenue Général de Gaulle	64110 Mazères-Lezons (Sud Pau)

Source : LSA

MIDI-PYRENEES				
HM	Surperficie (m2)	Cahors (Lot)		
5	3 420	CARREFOUR	Route de Toulouse	46000 Cahors
	4 677	E.LECLERC	Route de Luzech	46090 Pradines
	Surperficie (m2)	Agglomération de Toulouse (Haute-Garonne)		
		Toulouse Ouest & Sud-Ouest		
11	11 167	CARREFOUR Planet	CC Carrefour Planet Toulouse Purpan	31300 Toulouse
	2 500	CARREFOUR Market	41/43 avenue de Lombez	31300 Toulouse
	3 300	INTERMARCHÉ SUPER	30 chemin Ferro Lebres	31100 Toulouse
	5 950	HYPER CASINO	CC Basso Cambo	31100 Toulouse
	4 000	CARREFOUR Market	Route de Tarbes	31170 Tournefeuille
	14 300	E.LECLERC	CC Leclerc Blagnac	31700 Blagnac
	3 597	SUPER U	CC Plein Centre	31770 Colomiers
	2 950	INTERMARCHÉ SUPER	ZAC la Rivière	31830 Plaisance-du-Touch
12	18 000	CARREFOUR	CC Grand Portet	31120 Portet-sur-Garonne
	14 000	E.LECLERC	CC Roques	31120 Roques
	3 594	INTERMARCHÉ SUPER	34 rue de la Vimona	31270 Cugnaux
		Toulouse Sud-Est		
13	14 100	CARREFOUR	CC Labège 2	31670 Labège
	2 965	INTERMARCHÉ	Route de Labège	31320 Castanet-Tolosan
	3 061	INTERMARCHÉ	1 rue Louis Braille	31520 Ramonville-Saint-Agne
	14 800	E.LECLERC	CC Leclerc	31650 Saint-Orens-de-Gameville
		Toulouse-Est		
	13 182	AUCHAN	CC Espace Gramont	31200 Toulouse
	2 650	CARREFOUR Market	6 rue Claudius Rougenet	31500 Toulouse
	2 682	INTERMARCHÉ	31 avenue des Arènes	31130 Balma
		Toulouse Nord		
	10 008	GEANT CASINO	CC Espace Fenouillet	31150 Fenouillet
	5 950	E.LECLERC	Route d'Albi	31180 Rouffiac-Tolosan
	Surperficie (m2)	Environs de Auch (Gers)		
6	5 062	CARREFOUR	Route de Tarbes	32000 Auch
	8 100	E.LECLERC	CC Leclerc Auch	32000 Auch

Source : LSA

Annexe 3

Présentation détaillée du modèle TRIVAL®

Le modèle d'évaluation *Trival* d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, taux d'intérêt, *spread* emprunteurs). *Trival* représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de *Trival* est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés.

L'univers TRIVAL

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon près de 368 sociétés de la zone Euro et environ 120 sociétés hors zone euro (sociétés européennes ou nord-américaines) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 14 millions € pour le plus faible à près de 300 milliards € pour le plus élevé (environ 167 milliards € pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie

Dans un univers cohérent sur le plan monétaire et en voie d'harmonisation sur le plan fiscal, la comparaison des rentabilités anticipées est effectuée par le calcul des excédents de trésorerie disponibles à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du *spread* constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux

permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc. Il permet ainsi d'afficher une cohérence macroéconomique. Le taux de croissance des bénéfices anticipé dans le modèle (en décembre 2011) s'élève à +4.9 % par an pour la période 2010-2020.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le *risque de prévision* correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le *risque financier* s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le *risque sectoriel* correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans *Trival* du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 %.

5. ACCORDS AYANT UNE POSSIBLE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

5.1. Protocole d'accord

Comme indiqué dans la section 1.3., Carrefour et Guyenne et Gascogne ont conclu le 12 décembre 2011 un protocole d'accord afin de décrire les conditions et modalités de leur rapprochement via le dépôt d'une offre publique d'achat à titre principal assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange de Carrefour sur Guyenne et Gascogne.

Le Protocole d'Accord prévoit que le Conseil de Surveillance de la Société maintiendra sa recommandation de l'Offre jusqu'à la clôture de l'Offre (le cas échéant ré-ouverte) sauf en cas d'offre concurrente déclarée conforme par l'AMF et si Carrefour ne dépose pas de surenchère, dans les conditions et dans les délais prévus par le Règlement général de l'AMF. Il prévoit également les principales caractéristiques de l'Offre (en ce compris les termes financiers de l'Offre ainsi que ses conditions suspensives).

5.2. Engagements d'apports

Parallèlement à la conclusion du Protocole d'Accord, Carrefour et certains actionnaires de Guyenne et Gascogne ont conclu des engagements d'apport, aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés, sous certaines conditions, à apporter les actions qu'ils détiennent à l'Offre.

Aux termes des engagements d'apport :

- la famille Beau², les investisseurs financiers First Eagle Investment Management LLC (agissant pour le compte des fonds et des comptes qu'il gère) et Tocqueville Finance ainsi que d'autres actionnaires personnes physiques, représentant au total 49,7% du capital de Guyenne et Gascogne, se sont engagés à apporter leurs actions à l'offre publique d'échange à titre subsidiaire ;
- Holding de Lisbonne, qui détient 7,4% du capital de Guyenne et Gascogne, s'est engagée à apporter ses actions à l'offre publique d'achat à titre principal ; et
- Financière de l'Echiquier, qui détient 0,3% du capital de Guyenne et Gascogne, s'est également engagée à apporter ses actions à l'Offre, sans préciser la branche à laquelle elle apporterait.

Aux termes des engagements d'apport, la famille Beau et First Eagle Investment Management LLC (agissant pour le compte de certains fonds et comptes qu'il gère) se sont par ailleurs engagés, sous certaines conditions, à conserver pendant une durée de 12 mois les actions Carrefour qui leur seront remises en échange dans le cadre de l'offre publique d'échange subsidiaire.

Ces engagements d'apport prévoient qu'ils seront résiliés de plein droit, sans qu'aucune indemnité ne soit due, si (i) une offre publique concurrente, déposée par un tiers, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, est déclarée conforme par l'AMF et (ii) l'Initiateur (x) n'a pas surenchéri sur les termes de l'Offre ou (y) a renoncé à l'Offre conformément à l'article 232-11 du Règlement général de l'AMF.

Ces engagements d'apport seront également caducs automatiquement et de plein droit si l'Offre est déclarée non conforme par l'AMF, ou si l'offre est caduque ou ne connaît pas de suite positive ou si Carrefour renonce à son offre, conformément à l'article 232-11 du Règlement général de l'AMF.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

6.1. Structure et répartition du capital

Le capital social et les droits de vote de Guyenne et Gascogne étaient, à la connaissance de la Société, répartis comme suit au 7 février 2012 :

² La famille Beau comprend Messieurs Bertrand de Montesquiou, Christian Beau et Mesdames Emmeline d'Audiffret Pasquier et Ghislaine de Montesquiou.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
First Eagle Investment Management LLC	1.437.909	21,63%	1.589.609	18,96%
Groupe familial Beau	1.418.036	21,33%	2.729.096	32,55%
Holding de Lisbonne	491.917	7,40%	491.917	5,87%
Tocqueville Finance SA	251.637	3,78%	393.876	4,70%
Autres personnes physiques*	217.873	3,28%	248.123	2,96%
Elliott Management Corporation	199.000	2,99%	199.000	2,37%
UBS	188.769	2,84%	188.654	2,25%
Boussard & Gavaudan Asset Management LP	109.139	1,64%	109.136	1,30%
International Value Advisers LLC	91.410	1,37%	91.410	1,09%
Cheyne Capital Management (UK) LLP	33.377	0,50%	33.377	0,40%
FCP Échiquier Patrimoine	20.000	0,30%	20.000	0,24%
Auto détention	7.783	0,12%	7.783	0,09%
Public	2.182.197	32,82%	2.282.640	27,22%
Total	6.649.047	100,00%	8.384.621	100,00%

* Mme Bernadette Cornet-Philippe, M. Alexandre Delieuze, M. Jean Boutsoque, M. Marc Léguillette, M. Vincent Hollard

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Guyenne et Gascogne

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions ni à l'exercice des droits de vote, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils et à l'acquisition d'un droit de vote double.

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital, l'article 10 des statuts prévoit qu'en cas de franchissement du seuil de 2,5% du capital et/ou des droits de vote ou de tout multiple de ce pourcentage jusqu'à 35%, les actions dépassant la fraction devront être déclarées à la Société dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement considéré.

A défaut, les actions dépassant la fraction sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi.

Par ailleurs, l'article 34 des statuts dispose qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions Guyenne et Gascogne entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis quatre (4) ans au moins au nom du même actionnaire.

6.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital dont elle a connaissance

Au cours de l'exercice 2011, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux et statutaires suivants :

- Par courrier reçu le 16 décembre 2011, la société International Value Advisers LLC, agissant pour le compte de fonds et de clients dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi à la baisse, le 13 décembre 2011, le seuil de 5% du capital de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds et clients, 254.320 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 3,82% du capital et 3,09% des droits de vote de cette société.
- Par courrier reçu le 19 décembre 2011, la société International Value Advisers LLC, agissant pour le compte de fonds et de clients dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi à la

baisse, le 15 décembre 2011, le seuil de 2,5% du capital de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds et clients, 91.410 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 1,37% du capital et 1,11% des droits de vote de cette société.

- Par courrier reçu le 22 décembre 2011, la société Elliott Management Corporation, agissant pour le compte de fonds et de clients dont elle assure la gestion, à savoir The Liverpool Limited Partnership et Elliott International LP, a déclaré avoir franchi, le 13 décembre 2011, le seuil de 2,5% du capital de la Société et détenir 199.000 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 2,99% du capital et 2,41% des droits de vote de cette société.
- Par courriers reçus le 14 janvier 2011, complétés par courriers du 18 janvier 2011, des franchissements de seuils en droit de vote résultant de l'extinction du droit d'usufruit consécutif au décès de Mme Xavier Beau emportant transmission du droit de vote au profit de ses héritiers ont été déclarés. Ainsi, Mme Ghislaine de Montesquiou a déclaré avoir franchi à la hausse, le 30 décembre 2010, le seuil de 10% des droits de vote de la société Guyenne et Gascogne et détenir 457.037 actions Guyenne et Gascogne représentant 893.408 droits de vote, soit 6,87% du capital et 10,84% des droits de vote de cette société, Mme Emmeline d'Audiffret-Pasquier a déclaré avoir franchi à la hausse, le 30 décembre 2010, le seuil de 10% des droits de vote de la société Guyenne et Gascogne et détenir 440.782 actions Guyenne et Gascogne représentant 860.898 droits de vote, soit 6,63% du capital et 10,44% des droits de vote de cette société et M. Christian Beau a déclaré avoir franchi à la hausse, le 30 décembre 2010, le seuil de 10% des droits de vote de la société Guyenne et Gascogne et détenir 426.987 actions Guyenne et Gascogne représentant 833.308 droits de vote, soit 6,42% du capital et 10,11% des droits de vote de cette société.
- Par courrier reçu le 8 février 2012, la société UBS Investment Bank, Wealth Management and Corporate Centre a déclaré avoir franchi à la hausse, le 6 février 2012, le seuil de 2,5% du capital de la Société et détenir 213.605 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 3,21% du capital et 2,55% des droits de vote de cette société.
- Par courrier reçu le 9 février 2012, la société UBS Investment Bank, Wealth Management and Corporate Centre a déclaré avoir franchi à la baisse, le 7 février 2012, le seuil de 2,5% des droits de vote de la Société et détenir 188.769 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 2,84% du capital et 2,25% des droits de vote de cette société.

En outre, les opérations d'achats et de ventes d'actions de la Société suivantes ont été déclarées auprès de l'AMF :

- Elliott Management Corporation, agissant pour le compte des fonds The Liverpool Limited Partnership et Elliott International LP, dont elle assure la gestion, a déclaré avoir acquis, le 13 décembre 2011, 199.000 actions Guyenne et Gascogne et détenir, pour le compte des fonds précités, 199.000 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 2,99% du capital social et 2,37% des droits de vote de la Société³.
- International Value Advisers LLC, agissant pour le compte de fonds et de clients dont elle assure la gestion, a déclaré avoir vendu, le 13 décembre 2011, 166.520 actions Guyenne et Gascogne et détenir, pour le compte desdits fonds et clients, 254.320 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 3,82% du capital social et 3,09% des droits de vote de la Société⁴.
- Boussard & Gavaudan Asset Management LP, agissant pour le compte du fonds Boussard & Gavaudan Fund Plc, a déclaré avoir acquis, les 12 et 2 janvier 2012 et le 13 décembre 2011

³ Sur la base d'un capital social de 6.649.047 actions représentant 8.384.621 droits de vote au 31 janvier 2012.

⁴ Sur la base d'un capital social de 6.649.047 actions représentant 8.384.621 droits de vote au 31 janvier 2012.

respectivement, 50.000 *contracts for difference* à règlement en espèces portant sur autant d'actions Guyenne et Gascogne, 20.449 et 148.687 actions Guyenne et Gascogne.

Boussard & Gavaudan Asset Management LP a également déclaré avoir vendu, les 12 janvier 2012 et 13 décembre 2011 respectivement, 50.000 et 10.000 actions Guyenne et Gascogne.

A l'issue de ces opérations, Boussard & Gavaudan Asset Management LP détenait, pour le compte du fonds précité, 109.136 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 1,64% du capital social et 1,30% des droits de vote de la Société⁵.

- Cheyne Capital Management (UK) LLP, agissant pour le compte de fonds, a déclaré avoir acquis, les 20, 19, 16, 15 et 14 décembre 2011 respectivement, 12.500, 5.500, 1.200, 8.290 et 84.806 actions Guyenne et Gascogne puis avoir conclu, le 16 décembre 2011, un contrat d'*equity swap* portant sur 126.189 actions Guyenne et Gascogne. Par ailleurs, Cheyne Capital Management (UK) LLP a déclaré avoir vendu, le 16 décembre 2011, 126.189 actions Guyenne et Gascogne.

A l'issue de ces opérations, Cheyne Capital Management (UK) LLP détenait, pour le compte de fonds, 33.377 actions Guyenne et Gascogne représentant autant de droits de vote, soit 0,50% du capital social et 0,40% des droits de vote de la Société⁶.

6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Aucun titre de la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

6.6. Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice du droit de vote.

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire et du Conseil de Surveillance et aux modifications des statuts de la Société

Règles applicables aux membres du Directoire

Les règles de nomination et de révocation des membres du Directoire sont les règles légales et statutaires prévues aux articles 16 à 19 des statuts. Ainsi, les membres du Directoire, qui doivent être des personnes physiques, sont nommés par le Conseil de Surveillance et ne peuvent être révoqués que par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Le nombre de ses membres, fixé par le Conseil de Surveillance, est compris entre deux et sept.

Le Directoire est nommé pour une période de six ans, à l'expiration de laquelle il est entièrement renouvelé, nonobstant toute nomination faite dans l'intervalle pour quelque cause que ce soit. Les

⁵ Sur la base d'un capital social de 6.649.047 actions représentant 8.384.621 droits de vote au 31 janvier 2012.

⁶ Sur la base d'un capital social de 6.649.047 actions représentant 8.384.621 droits de vote au 31 janvier 2012.

membres du Directoire sont toujours rééligibles. Tout membre du Directoire est réputé démissionnaire d'office lorsqu'il atteint l'âge de 70 ans.

Le Conseil de Surveillance confère à l'un des membres du Directoire la qualité de président, étant précisé que le Directoire assume en permanence la direction générale de la Société.

Les décisions sont prises à la majorité des voix en exercice, chaque membre ayant une voix. En cas de partage, la voix du président est prépondérante.

Le Directoire est actuellement composé de deux membres, à savoir, Messieurs Bertrand de Montesquiou, président et Marc Léguillette.

Règles applicables aux membres du Conseil de Surveillance

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil de Surveillance sont les règles légales et statutaires prévues aux articles 20 à 26 des statuts. Ainsi, les membres du Conseil de Surveillance sont nommés, parmi les personnes physiques ou morales actionnaires, par l'assemblée générale ordinaire, qui peut les révoquer à tout moment. Le nombre de ses membres est compris entre trois et dix-huit. Ce nombre pourra être dépassé en cas de fusion, dans les conditions fixées par la loi.

Aucun membre du Directoire ne peut faire partie du Conseil de Surveillance.

Le nombre d'actions dont chaque membre du Conseil de Surveillance est tenu d'être propriétaire, conformément à l'article 20 des statuts, est fixé à 50.

Les membres du Conseil de Surveillance sont nommés pour six années, expirant à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle prend fin le mandat. Les membres du Conseil de Surveillance sont rééligibles.

Le nombre de membres du Conseil de Surveillance ayant atteint l'âge de 85 ans ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil. Si cette limite est atteinte, le membre le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Le Conseil de Surveillance de la Société est actuellement composé de six membres, à savoir, Emmeline d'Audiffret-Pasquier, Présidente, Vincent Hollard, Christian Beau, Jacques Le Foll, Philippe Marini, et Jacques de Pontac.

Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

6.8. Pouvoirs du Directoire et du Conseil de Surveillance, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

La Société est dirigée par le Directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du Conseil de Surveillance.

Le Directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société. Il exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi au Conseil de Surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

En matière de rachat d'actions, l'assemblée générale du 20 mai 2011 a consenti au Directoire deux autorisations :

- l'une, d'une durée de 18 mois, autorisant le Directoire à procéder, conformément aux articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce, à l'achat d'actions de la Société dans la limite de 5% du capital; et
- l'autre, d'une durée de 24 mois, autorisant le Directoire, à annuler, dans la limite de 5 % du capital calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 mois précédents, les actions que la Société pourra détenir par suite des rachats réalisés dans le cadre de l'article L. 225-209 du Code de commerce ainsi qu'à réduire le capital social à due concurrence conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Ces deux autorisations sont les seules en cours à la date de la présente note en réponse, concernant l'émission ou le rachat d'actions.

6.9. Accords conclus par la cible qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A l'exception des deux contrats d'approvisionnement et d'enseigne avec le groupe Carrefour en date du 26 septembre 1997, il n'existe pas d'accord conclu par la Société pouvant être modifié ou résilié en cas de changement de contrôle de Guyenne et Gascogne.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre

Il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les membres du directoire en cas de cessation de leurs fonctions.

Quinze contrats de travail prévoient des clauses d'indemnités contractuelles en cas de départ des salariés concernés à la suite d'un changement de contrôle de la Société.

7. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Bayonne, le 28 février 2012

Monsieur Bertrand de Montesquiou

Président du Directoire