

Groupe Delhaize SA

**Rapport du Commissaire de Groupe
Delhaize SA sur le projet commun de fusion
transfrontalière entre Groupe Delhaize SA et
Koninklijke Ahold N.V.**

Le 21 janvier 2016

Table des matières	Page
1. INTRODUCTION.....	3
2. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS CONCERNÉES	4
2.1. KONINKLIJKE AHOLD N.V. (SOCIÉTÉ ABSORBANTE)	4
2.2. GROUPE DELHAIZE SA (SOCIÉTÉ ABSORBÉE).....	4
3. IDENTIFICATION DE L'OPÉRATION	5
4. MÉTHODES D'ÉVALUATION APPLIQUÉES	8
4.1. ANALYSE DES SOCIÉTÉS COTÉES SÉLECTIONNÉES	8
4.2. ANALYSE DE LA VALEUR ACTUALISÉE DES FLUX DE TRÉSORERIE	9
4.3. ÉLÉMENTS DE RÉFÉRENCE COMPLÉMENTAIRES UTILISÉS PAR LE CONSEIL.....	10
4.4. ANALYSE DE LA VALEUR RELATIVE DES DEUX SOCIÉTÉS.....	10
4.5. ANALYSE DE LA VALEUR ACTUALISÉE DES FLUX DE TRÉSORERIE ET DE LA CRÉATION DE VALEUR POUR LA SOCIÉTÉ COMBINÉE	11
4.6. ANALYSE DE CONTRIBUTION RELATIVE	11
4.7. IMPORTANCE RELATIVE DONNÉE AUX DIFFÉRENTES MÉTHODES DE VALORISATION	12
4.8. CONTRÔLES EFFECTUÉS	12
5. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE	13
6. ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA CLÔTURE	13
7. CONCLUSION	14

1. Introduction

Conformément à l'article 772/9 du Code des Sociétés belges, nous avons été chargés, en tant que Commissaire, par le Conseil d'Administration de Groupe Delhaize SA (le « **Conseil** »), d'émettre un rapport sur le projet commun de fusion transfrontalière du 18 décembre 2015 entre Groupe Delhaize SA, la société absorbée et Koninklijke Ahold N.V., la société absorbante (le « **Projet de Fusion** »).

Le Projet de Fusion a été déposé le 15 janvier 2016 au greffe du Tribunal de commerce de Bruxelles.

L'objectif de ce rapport est de fournir aux actionnaires les informations relatives aux méthodes suivies par le Conseil pour la détermination du rapport d'échange des actions dans le cadre de la fusion transfrontalière, ainsi que d'indiquer si les méthodes adoptées par le Conseil sont appropriées en l'espèce; et que, dès lors, le rapport d'échange doit être considéré comme pertinent et raisonnable. En conséquence, mais sans limiter ce qui précède, nous ne réalisons pas de valorisation et nous n'émettons pas d'opinion sur la légalité et la *fairness* de la transaction, ni sur le caractère adéquat de la rémunération des actionnaires.

Le présent rapport a été préparé exclusivement dans le cadre du projet de fusion transfrontalière susmentionné.

Les termes indiqués dans le présent rapport par une majuscule ont la même définition que celle qui y est donnée dans le Projet Commun de Fusion Transfrontalière entre Groupe Delhaize SA et Koninklijke Ahold N.V. du 18 décembre 2015, sauf s'il est indiqué autrement dans le présent rapport.

2. Identification des sociétés concernées

2.1. Koninklijke Ahold N.V. (société absorbante)

La société "Koninklijke Ahold N.V.", dénommée ci-après « Ahold », est une société anonyme de droit néerlandais (*naamloze vennootschap*), ayant son siège statutaire (*statutaire zetel*) à Zaandam (commune de Zaanstad), Pays-Bas et son siège social à Provincialeweg 11, 1506 MA Zaandam (Pays-Bas), immatriculée au registre de commerce néerlandais de la Chambre de Commerce (*Kamer van Koophandel*) sous le numéro 35000363. Ahold est un groupe international de commerce de détail basé aux Pays-Bas actif aux Etats-Unis et en Europe.

Le 15 décembre 2015, le capital souscrit de Ahold s'élevait à 11.027.882,37 EUR divisé en :

- (i) 834.373.134 Actions Ordinaires de Ahold avec une valeur nominale de 0,01 EUR chacune, dont 15.922.580 des Actions Ordinaires de Ahold étaient détenues par Ahold comme actions propres et ;
- (ii) 268.415.103 Actions de Financement Préférentielles Cumulatives, entièrement libérées, ayant chacune une valeur nominale de 0,01 EUR.

Le 15 décembre 2015, 36.076.380 *American Depository Shares* (« ADS ») de Ahold étaient en circulation.

Ahold a attribué à la Fondation Ahold (*Stichting Ahold Continuïteit*) une option d'achat afin d'acquérir un certain nombre d'actions préférentielles cumulatives représentant le capital social de Ahold avec une valeur nominale de 500 EUR chacune et dont la valeur nominale totale ne peut être supérieure à la valeur nominale de toutes les Actions Ordinaires de Ahold et de toutes les Actions de Financement Préférentielles Cumulatives, émises et libérées au moment de l'exercice de l'option et diminuée de la valeur nominale totale de toutes les actions préférentielles cumulatives qui seront détenues par la Fondation Ahold au même moment (l'« **Option d'Achat de la Fondation Ahold** »). Le 15 décembre 2015, aucune action préférentielle cumulative de ce type n'avait été émise, et 1.250.000 actions préférentielles cumulatives avaient été autorisées.

2.2. Groupe Delhaize SA (société absorbée)

La société "Groupe Delhaize SA", dénommée ci-après « Delhaize » ou « Groupe Delhaize », est une société anonyme de droit belge, ayant son siège social à Rue Osseghem 53, 1080 Molenbeek-Saint-Jean (Bruxelles), Belgique et immatriculée au Registre des Personnes Morales de Bruxelles sous le numéro 0402.206.045. Delhaize est un groupe international de commerce de détail basé en Belgique actif aux Etats-Unis, en Europe ainsi qu'en Indonésie.

Le 15 décembre 2015, le capital souscrit de Delhaize s'élevait à 51.883.430,00 EUR, représenté par 103.766.860 Actions Ordinaires Delhaize sans désignation de valeur nominale, dont 564.768 Actions Ordinaires Delhaize étaient détenues par Delhaize comme actions propres.

Le 15 Décembre 2015, 1.519.619 warrants (droits de souscription) Delhaize, représentant des US Options de Delhaize, étaient en circulation, chacun donnant droit à une action. Le 15 décembre 2015, 25.173.496 ADSs de Delhaize étaient en circulation.

Suite à l'exercice des warrants par les titulaires américains, le capital souscrit de Groupe Delhaize SA a augmenté le 17 décembre 2015 de 119.046,00 EUR à 52.002.476,00 EUR et le nombre total d'Actions Ordinaires de Delhaize a été augmenté à 104.004.952.

3. Identification de l'opération

Conformément à l'article 772/8 du Code des Sociétés belge, le Conseil d'Administration de Groupe Delhaize a établi un rapport spécial le 21 janvier 2016, qui sera soumis à l'assemblée générale extraordinaire qui propose à l'assemblée générale extraordinaire de procéder à la fusion transfrontalière de Groupe Delhaize SA et Koninklijke Ahold N.V.

L'assemblée générale extraordinaire appelée à se prononcer sur la fusion est prévue le 14 mars 2016. L'acte notarié relatif à cette fusion transfrontalière sera dressé par Maître Tim Carnewal, notaire au sein de l'étude Berquin. Si les conditions de quorum ne devaient pas être atteintes lors de l'assemblée générale extraordinaire du 14 mars 2016, une nouvelle assemblée générale extraordinaire serait alors prévue le 31 mars 2016.

Comme décrit dans le Projet de Fusion, cette fusion n'aura pas d'effet comptable rétroactif. Les informations financières relatives à Groupe Delhaize seront incorporées aux comptes annuels de Ahold, la société absorbante dans la fusion transfrontalière, à partir de l'Heure de Prise d'Effet. L'Heure de Prise d'Effet a été définie par chacune des parties comme étant le premier jour suivant la Date du Closing à 00:00 AM HNEC (Heure Normale d'Europe Centrale). La Date du Closing étant le jour au cours duquel le notaire de droit civil néerlandais passera l'acte notarié néerlandais de fusion transfrontalière.

Le Projet de Fusion propose qu'à l'Heure de Prise d'Effet, les actionnaires de la société absorbée, Groupe Delhaize, soient rémunérés par de nouvelles Actions Ordinaires de Ahold. Le Projet de Fusion transfrontalière décrit au point 6.1. les modalités d'attribution de ces Actions Ordinaires de Ahold de la manière suivante :

- 6.1.1 *À l'Heure de Prise d'Effet, Ahold attribuera pour chaque Action Ordinaire de Delhaize émise et en circulation (autre que toute Action Ordinaire de Delhaize détenue par Delhaize comme action propre ou par Ahold, le cas échéant) 4,75 Actions Ordinaires de Ahold.*
- 6.1.2 *À l'Heure de Prise d'Effet, toutes les Actions Ordinaires de Delhaize cesseront d'être en circulation, seront automatiquement annulées et cesseront d'exister, et :*
 - (i) *chaque inscription en compte auprès d'intermédiaires de dépôt participant au système centralisé de dépôt et de compensation géré par Euroclear représentant auparavant ces Actions Ordinaires de Delhaize (autres que les Actions Ordinaires de Delhaize détenues par Delhaize comme actions propres et les Actions Ordinaires de Delhaize détenues par Ahold, le cas échéant) représenteront par la suite les Actions Ordinaires de Ahold attribuées en échange de ces Actions Ordinaires de Delhaize dans la Fusion conformément au Rapport d'Echange;*
 - (ii) *chaque Action Ordinaire de Delhaize détenue par Delhaize comme action propre et chaque Action Ordinaire de Delhaize détenue par Ahold, le cas échéant, ne sera plus en circulation, sera annulée et cessera d'exister, et aucune compensation ne sera attribuée en échange conformément à l'article 703, § 2, juncto article 772/1 C. Soc. Belge;*
 - (iii) *Ahold devra enregistrer dans son registre d'actionnaires l'ancien détenteur de chaque Action Ordinaire de Delhaize enregistrée avec le nombre d'Actions Ordinaires de Ahold résultant de l'application du Rapport d'Echange, en se fondant sur le nombre d'actions détenues apparaissant dans le registre des actions de Delhaize au Closing, nombre qui sera présumé être correct, et ensuite clôturer le registre des actions électronique de Delhaize;*

- (iv) *chaque ADS de Delhaize ne sera plus en circulation et sera annulé en échange du droit pour le détenteur de chacun de ces ADS de Delhaize de recevoir, à sa discrétion, (i) un nombre d'ADSs de Ahold égal au produit du (a) nombre d'Actions Ordinaires de Delhaize représenté par un ADS de Delhaize (le « Ratio ADS de Delhaize ») multiplié par (b) le Rapport d'Echange divisé par (c) le nombre d'Actions Ordinaires de Ahold représenté par un ADS de Ahold ou (ii) un nombre d'Actions Ordinaires de Ahold égal au produit du (a) Ratio ADS de Delhaize multiplié par (b) le Rapport d'Echange (sous-sections (i) et (ii), la « Contrepartie de la Fusion par ADS ») ; et*
- (v) *chaque Attributions en Actions de Delhaize devra être traitée conformément à l'Annexe 1 qui fait partie intégrante de ce Projet de Fusion,*

à l'exception du fait qu'aucune fraction d'Action Ordinaire de Ahold ou d'ADS de Ahold ne sera attribuée, mais plutôt :

- (a) *pour les inscriptions en compte (visées sous (i) ci-dessus), l'intermédiaire de chaque actionnaire respectif devra rassembler les fractions en de nouvelles Actions Ordinaires de Ahold ou ADSs de Ahold et vendre les Actions Ordinaires de Ahold ou ADSs de Ahold correspondants pour le compte des détenteurs qui auraient autrement eu le droit de recevoir une fraction d'Action Ordinaire de Ahold ou d'ADS de Ahold sur le marché en échange de liquidités, et ensuite distribuer le produit net en espèces à ces détenteurs proportionnellement aux fractions détenues par chacun d'eux ; et*
- (b) *pour les actionnaires enregistrés (visés sous (iii) ci-dessus), le nombre total des actions nouvellement attribuées à chaque détenteur enregistré est arrondi au nombre entier inférieur le plus proche, et la différence est payée en espèces. Cette différence sera calculée sur la base de la valeur boursière des Actions Ordinaires de Ahold sur Euronext Amsterdam à la Date du Closing, ou si la Date du Closing n'est pas un jour de bourse sur Euronext Amsterdam, le dernier jour de bourse avant la Date du Closing.*

Le montant total des paiements en espèces qui seront effectués par Ahold conformément à cet article 6.1.2, in fine, ne dépassera pas 10% de la valeur nominale totale des Actions Ordinaires de Ahold qui seront attribuées dans le cadre de la Fusion.

- 6.1.3 *Si le nombre d'Actions Ordinaires de Ahold, d'ADSs de Ahold, d'Actions Ordinaires de Delhaize ou d'ADSs de Delhaize (ou de titres convertibles, échangeables ou exerçables en Actions Ordinaires de Ahold, ADSs de Ahold, Actions Ordinaires de Delhaize ou ADSs de Delhaize) émis et en circulation change avant l'Heure de Prise d'Effet (et tel que permis par les engagements relatifs à la période entre la signature de la Convention de Fusion et le Closing), en conséquence d'un reclassement, d'une scission d'actions (y compris un regroupement d'actions), d'un dividende en actions ou d'un dividende, d'une augmentation de capital, d'une fusion, d'une subdivision, d'une offre d'achat ou d'échange, ou autre opération similaire, dans tous les cas autrement qu'en conséquence d'une réduction de capital réalisée par Ahold aux termes et conformément à l'article 6.5 ou d'un rachat d'actions réalisé par Ahold conformément à l'article 6.6, le Rapport d'Echange et/ou la Contrepartie de la Fusion par ADS devra être ajusté adéquatement afin de garantir aux Actionnaires de Delhaize et aux actionnaires de Ahold les mêmes conséquences économiques que celles prévues par la Convention de Fusion avant de telles opérations.*

- 6.1.4 *Ahold, Delhaize et chacune de leurs filiales respectives ou tout intermédiaire financier intervenant dans les opérations de Fusion aura le droit de déduire et de retenir sur les actions devant être attribuées ou des liquidités devant être distribuées aux détenteurs d'Actions Ordinaires de Delhaize, d'ADSs de Delhaize ou d'Attributions en Actions de Delhaize, un montant qu'il estime raisonnablement devoir être déduit et retenu en application de toute disposition de lois fiscales applicables. Dans la mesure où des montants sont retenus et payés de la sorte aux entités gouvernementales appropriées par Ahold, Delhaize, une quelconque de leurs filiales ou tout intermédiaire financier, le cas échéant, ces montants retenus devront être traités comme ayant été payés au détenteur des Actions Ordinaires de Delhaize, des ADSs de Delhaize ou des Equity Awards de Delhaize pour lesquels cette déduction et ce paiement ont été effectués par Ahold, Delhaize, leur filiale ou intermédiaire financier, le cas échéant.*
- 6.1.5 *Ahold et Delhaize réaliseront chacun les arrangements nécessaires avec le dépositaire de Ahold et le dépositaire de Delhaize afin de mettre en œuvre le présent article 6.*

Le Projet de Fusion mentionne ce qui suit concernant la participation aux bénéfices:

A l'Heure de Prise d'Effet, les Actions Ordinaires de Ahold et les ADS de Ahold attribués aux Actionnaires de Delhaize seront de la même nature et auront les mêmes droits et privilèges que les Actions Ordinaires de Ahold et les ADSs de Ahold existants, respectivement, y compris pour ce qui est du droit aux bénéfices. Ce qui précède est toutefois sans préjudice du fait que si le Closing a lieu après l'assemblée générale annuelle des actionnaires de Ahold devant être tenue en 2016, toute distribution de bénéfices pour l'exercice 2015 ne bénéficiera qu'aux Actions Ordinaires de Ahold et aux ADSs de Ahold existants avant la Fusion. Si le Closing est prévu après l'assemblée générale annuelle des actionnaires de Ahold devant être tenue en 2016 et avant l'assemblée générale annuelle de Delhaize des Actionnaires de Delhaize devant être tenue en 2016, Delhaize pourra proposer aux Actionnaires de Delhaize d'avancer la date de toute distribution de bénéfices pour l'exercice 2015.

4. Méthodes d'évaluation appliquées

Afin de déterminer le rapport d'échange, le Conseil d'Administration a pris en compte plusieurs méthodes d'évaluation généralement acceptées.

Tant pour Groupe Delhaize SA que pour Koninklijke Ahold N.V., le Conseil a réalisé une analyse de sociétés cotées sélectionnées (4.1 ci-dessous) ainsi qu'une analyse des flux de trésorerie actualisés (*discounted cash flow*) (4.2 ci-dessous). De plus le Conseil d'Administration a pris en considération des éléments de référence complémentaires afin d'évaluer la valeur de chaque entreprise, en ce compris le cours de bourse historique des Actions Ordinaires de Delhaize et des Actions Ordinaires de Ahold, ainsi que les objectifs de cours établis par des analystes et publiquement disponibles (4.3 ci-dessous).

Avant de conclure sur ces évaluations et le rapport d'échange, le Conseil d'Administration a également effectué une analyse de la valeur relative des deux sociétés (4.4 ci-dessous) ainsi qu'une analyse de création de valeur (4.5 ci-dessous) et une analyse de contribution relative (4.6 ci-dessous). L'analyse de création de valeur et l'analyse de contribution relative ont été menées au niveau de la situation combinée post fusion Delhaize-Ahold.

Les informations utilisées par le Conseil d'Administration pour la valorisation des entreprises et la détermination du rapport d'échange sont basées sur des données financières, économiques, monétaires et de marché et/ou des conditions existantes jusqu'au jour avant la date à laquelle la Convention de Fusion a été conclue entre les deux parties.

Les méthodes d'évaluation utilisées et les analyses réalisées sont expliquées en détail ci-dessous.

4.1. Analyse des sociétés cotées sélectionnées

Delhaize a revu et comparé certaines informations financières et indicateurs de performance financière couramment utilisés pour Delhaize avec les informations financières et indicateurs de performance financière correspondants pour Ahold et les informations correspondantes des huit sociétés cotées en bourse actives dans le secteur de la distribution alimentaire :

Ingles Markets Incorporated, The Kroger Co., Carrefour SA, Casino Guichard Perrachon SA, Etablissementen Franz Colruyt N.V., WM Morrison Supermarkets PLC, Metro AG, J. Sainsbury plc

Sur la base des cours de clôture des Actions Ordinaires de Delhaize et des Actions Ordinaires de Ahold du 8 mai 2015 (dernier jour de négociation précédant les articles de presse indiquant que Ahold et Delhaize étaient engagées dans des discussions préliminaires concernant une potentielle opération de regroupement de leurs activités) et du 22 juin 2015, et sur la base des cours de clôture au 22 juin 2015 des actions ordinaires (« common stock » ou « ordinary shares », selon le cas), de chacune des autres sociétés cotées sélectionnées, le Conseil d'Administration de Delhaize a calculé les multiples suivants pour Delhaize, Ahold et chacune des sociétés sélectionnées:

- Cours (ou, dans le cas de Delhaize et Ahold, capitalisation boursière) comme un multiple des bénéfices par action 2015 envisagés (ou, dans le cas de Delhaize et Ahold, résultat net 2015 estimé) (les « Multiples P/E ») ; et
- valeur d'entreprise (l'« EV »), comme un multiple EBITDA 2015 estimé (les « Multiples EV/EBITDA »)

Sur cette base, des fourchettes de valeur implicite estimée par Action Ordinaire de Delhaize ont été calculées en appliquant des multiples de capitalisation boursière de 15,0x à 16,5x au résultat net 2015 de Delhaize estimé par la direction, ainsi que des multiples de valeur d'entreprise (*entreprise value*) de 5,5x à 6,5 à l'EBITDA 2015 sous-jacent de Delhaize estimé par la direction. Ces calculs ont conduit à deux fourchettes de valeur implicite se situant respectivement entre 70 EUR et 77 EUR et entre 67 EUR et 82 EUR par Action Ordinaire de Delhaize.

De même, sur cette même base, des fourchettes de valeur implicite estimée par Action Ordinaire de Ahold ont été calculées. Ceci a été fait en appliquant des multiples de capitalisation boursière de 16,0x à 17,5x au résultat net 2015 estimé de Ahold sur base de projections financières publiquement disponibles, ainsi que des multiples de valeur d'entreprise (*entreprise value*) aux projections d'EBITDA sous-jacent 2015 publiquement disponibles de Ahold de 6,5x à 7,5. Ces calculs ont conduit à deux fourchettes de valeur implicite se situant respectivement entre 17 EUR et 18 EUR et entre 16 EUR et 19 EUR par Action Ordinaire de Ahold.

L'application de multiples de capitalisation boursière de 15,0x à 16,5x pour Delhaize et de 16,0x à 17,5x pour Ahold, a conduit à une fourchette de rapport d'échange implicite de 3,85 à 4,62.

L'application de multiples de valeur d'entreprise (*entreprise value*) de 5,5x à 6,5x pour Delhaize et de 6,5x à 7,5x pour Ahold, a conduit à une fourchette de rapport d'échange implicite de 3,54 à 5,04.

4.2. Analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie

Delhaize a réalisé une analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie en utilisant des informations contenues dans les prévisions de Delhaize, préparées par la direction de la société (projections financières de 2015 à 2017 approuvées par le Conseil d'Administration les 22 et 23 janvier 2015 et mises à jour afin de refléter les dernières performances et perspectives boursières de Delhaize ainsi que les fluctuations de taux de change et extrapolées par Delhaize pour 2018), afin de calculer des fourchettes de valeur implicite de Delhaize au 30 juin 2015.

En procédant à l'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie, des taux d'actualisation allant de 7,0% à 8,0% ont été appliqués, d'une part, aux flux de trésorerie disponibles (*free cash flows*), après impôts et hors endettement, qu'il est prévu que Delhaize génère durant les années civiles 2015 à 2018 et, d'autre part, aux valeurs terminales estimées en utilisant une fourchette de taux de croissance se situant entre 0,75% et 1,25%.

Cette analyse a conduit à une fourchette de valeur implicite se situant entre 75 EUR à 95 EUR par Action Ordinaire de Delhaize.

Delhaize a également préparé une analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie d'Ahold en utilisant les informations contenues dans les Projections Financières de Ahold et autres documents publiquement disponibles afin de calculer les fourchettes de valeur implicite de Ahold au 30 juin 2015. Dans l'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie, une fourchette de taux d'actualisation se situant entre 7,0% et 8,0% a été appliquée, d'une part, aux flux de trésorerie disponibles (*free cash flows*), après impôts hors endettement, qu'il est prévu qu'Ahold génère durant les années civiles 2015 à 2018 et, d'autre part, aux valeurs terminales estimées en utilisant une fourchette de taux de croissance se situant entre 0,75% et 1,25%.

Cette analyse a conduit à une fourchette de valeur implicite se situant entre 17 EUR et 22 EUR par Action Ordinaire de Ahold.

Les fourchettes reprises ci-dessus ont conduit à une fourchette de rapport d'échange se situant entre 3,48 et 5,52.

4.3. Eléments de référence complémentaires utilisés par le Conseil

- Les cours historiques :
 - o Représentant une fourchette allant de 48 EUR à 90 EUR par Action Ordinaire de Delhaize avec un cours moyen d'environ 62 EUR par Action ordinaire de Delhaize durant la période de 52 semaines prenant fin le 8 mai 2015, dernier jour de négociation précédant la parution des articles de presse indiquant que Ahold et Delhaize étaient engagées dans des discussions préliminaires concernant une potentielle opération de combinaison de leurs activités.
 - o Représentant une fourchette allant de 12 EUR à 20 EUR par Action Ordinaire de Ahold avec un cours moyen d'environ 15 EUR par Action Ordinaire de Ahold durant la période de 52 semaines prenant fin le 8 mai 2015, dernier jour de négociation précédant la parution des articles de presse indiquant que Ahold et Delhaize étaient engagées dans des discussions préliminaires concernant une potentielle opération de regroupement de leurs activités.

Les fourchettes reprises ci-dessus ont conduit à une fourchette de rapport d'échange se situant entre 3,54 et 4,78. Au cours de cette période de 52 semaines, le rapport d'échange moyen implicite quotidien était d'environ 4,16.

- Les objectifs de cours établis par les analystes financiers et accessibles au public:
 - o Les objectifs de cours établis par des analystes financiers et accessibles au public pour Delhaize, publiés pendant la période du 7 janvier 2015 au 7 mai 2015, se situaient approximativement entre 60 EUR et 95 EUR par Action Ordinaire de Delhaize; l'objectif de cours moyen sur cette période s'élevant à 77 EUR par Action Ordinaire de Delhaize.
 - o Les objectifs de cours établis par des analystes financiers et accessibles au public pour Ahold Group, publiés pendant la période du 15 janvier 2015 au 8 mai 2015, se situaient approximativement entre 14 EUR et 22 EUR par Action Ordinaire de Ahold; l'objectif de cours moyen sur cette période s'élevant à 18 EUR par Action Ordinaire de Ahold.

Les fourchettes reprises ci-dessus ont conduit à une fourchette de rapport d'échange implicite se situant entre 2,73 et 7,04. Sur base de l'objectif de cours moyen repris ci-dessus pour l'Action Ordinaire de Delhaize et l'Action Ordinaire de Ahold, le rapport d'échange était d'environ 4,35.

4.4. Analyse de la valeur relative des deux sociétés

Sur la base d'une comparaison des différentes fourchettes de valeurs implicites obtenues pour Delhaize et Ahold sur base des méthodes décrites aux points 4.1 et 4.2 ci-dessus, Delhaize a calculé une fourchette de rapport d'échange implicite pour la fusion :

		fourchettes de rapport d'échange implicite
Sociétés cotées sélectionnées	Taux de capitalisation boursière 2015	3,85x – 4,62x
	Valeur d'entreprise / EBITDA 2015	3,54x – 5,04x
Flux de trésorerie actualisés		3,48x – 5,52x

4.5. Analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie et de la création de valeur pour la société combinée

Outre l'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie décrite au point 4.2 ci-dessus, le Conseil a également réalisé une analyse des flux de trésorerie en utilisant les Prévisions de Delhaize, les Projections Financières Concernant Ahold et des informations contenues dans les documents publics, afin de calculer des fourchettes de valeur implicite par Action Ordinaire de Delhaize au 30 juin 2015 en supposant que la fusion avec Ahold ait déjà eu lieu.

Les hypothèses les plus importantes formulées dans ce modèle de flux de trésorerie actualisés incluent :

- Un rapport d'échange de 4,75 d'Actions Ordinaires de Ahold pour chaque Action Ordinaire de Delhaize ;
- 500 Mio EUR de synergies (niveau annuel à atteindre au cours de la troisième année suivant le Closing) ;
- 350 Mio EUR de coûts non récurrents d'implémentation de la fusion (brut avant impôt et excluant les frais de transaction) ;
- 1.000 Mio EUR de remboursement du capital au niveau de Ahold avant la fusion et regroupement des actions ;
- Des taux d'actualisation compris entre 7,0% et 8,0% ont été appliqués aux flux de trésorerie disponibles (*free cash flows*), après impôt hors endettement, qu'il est prévu que la société combinée génère durant les années civiles 2015 à 2018;
- Les valeurs terminales ont été estimées sur la base de taux de croissance perpétuelle de 0,75% à 1,25% ;
- Une date de Closing au 31 décembre 2015.

Les taux d'actualisation, les taux de croissance perpétuelle et les autres hypothèses utilisées dans cette analyse des flux de trésorerie nous semblent raisonnables, tout en sachant que nous ne sommes pas en mesure d'effectuer des procédures d'audit sur des transactions et événements futurs.

Cette analyse du Conseil d'Administration a conduit à la détermination d'une fourchette de valeurs implicites se situant entre 97 EUR et 123 EUR par Action Ordinaire de Delhaize en supposant que la fusion avec Ahold ait déjà lieu.

4.6. Analyse de contribution relative

Le Conseil d'Administration a également revu, pour un certain nombre d'agrégats financiers, les contributions de fonds propres implicites pouvant être allouées à Delhaize et Ahold une fois la fusion réalisée. Cette analyse a été réalisée sur la base des Prévisions de Delhaize (pour Delhaize) et sur base des Projections Financières publiquement disponibles concernant Ahold (pour Ahold).

Les agrégats financiers considérés sont les suivants :

- Résultat avant intérêts, impôts, amortissements et réductions de valeurs (EBITDA) ;
- Résultat avant intérêts et impôts (EBIT) ;
- EBITDA réduit des investissements (*capital expenditures*) ;
- Résultat net ;
- Valeur d'entreprise ;
- Dette nette ;
- Valeur des fonds propres ;

Sur la base de la contribution implicite de Delhaize et Ahold, et tenant compte du Remboursement du Capital par Ahold de 1 milliard EUR, du regroupement des actions et du pourcentage de détention implicite des détenteurs du capital de Delhaize dans la Société Combinée après réalisation de la fusion, le Conseil d'Administration a déterminé un rapport d'échange pour chacune des agrégats financiers décrits ci-dessus. Les rapports d'échange ont été résumés par le Conseil dans la section 7.2.9 du Rapport Spécial du Conseil daté du 21 janvier 2016.

4.7. Importance relative donnée aux différentes méthodes de valorisation

Le Conseil a estimé que chacune des méthodes d'évaluation analysées étaient pertinentes. Le Conseil a donc décidé de n'accorder une importance spécifique à aucune de ces méthodes en particulier afin de conclure sur l'évaluation des deux sociétés impliquées dans l'opération sur la détermination du rapport d'échange. Le conseil a estimé que ces analyses, telles que résumées ci-dessus, doivent être considérées dans leur ensemble. Nous confirmons le caractère approprié d'une telle approche.

Suite aux évaluations et analyses reprises ci-dessus ainsi qu'au processus de négociation avec Koninklijke Ahold N.V., le Conseil a approuvé les termes de la fusion avec Koninklijke Ahold N.V. sur la base du rapport d'échange de 4,75 Actions Ordinaires de Ahold contre 1 Action Ordinaire Delhaize.

4.8. Contrôles effectués

Nos contrôles ont été réalisés conformément aux normes édictées par l' « Institut des Réviseurs d'Entreprises » et telles qu'applicables en Belgique.

Durant notre mission, nous nous sommes basés sur le Projet de Fusion du Conseil du 18 décembre 2015 et le Rapport Spécial du Conseil du 21 janvier 2016 préparés conformément aux articles 772/7 et 772/8 du Code des Sociétés. Nous nous sommes également basés sur nos travaux d'audit effectués sur les comptes annuels de Groupe Delhaize SA clôturés au 31 décembre 2014, les comptes annuels consolidés de Groupe Delhaize SA ainsi que sur nos revues limitées sur les informations intermédiaires de Groupe Delhaize (consolidé) pour les trimestres clôturés aux 31 mars 2015, 30 juin 2015 et 30 Septembre 2015.

Nous avons précédemment émis une opinion sans réserve sur les états financiers clôturés au 31 décembre 2014, tant au niveau consolidé qu'au niveau statutaire de Groupe Delhaize.

Nous avons échangé des informations avec le commissaire (*externe accountant*) de Koninklijke Ahold N.V., PricewaterhouseCoopers Accountants N.V., afin de comprendre la nature de leurs procédures de contrôle respectives, de discuter des résultats issus de ces contrôles et d'échanger nos projets de conclusion.

Afin de déterminer si les méthodes d'évaluation utilisées par le Conseil étaient appropriées et non-arbitraires, nous avons porté une attention particulière au caractère acceptable des méthodes utilisées et ce en tenant compte du contexte de la transaction, de la structure de l'actionnariat et des activités des sociétés. En vue d'évaluer les méthodes utilisées par le Conseil, nous avons fait appel à des experts en évaluations d'entreprises. Lors de nos contrôles, nous n'avons pas procédé à l'évaluation des entreprises impliquées dans la transaction.

Nous avons analysé plus précisément les hypothèses appliquées aux méthodes prospectives (modèles d'actualisation des flux de trésorerie) et vérifié si ces hypothèses étaient raisonnables et cohérentes par rapport à l'information dont nous disposions en tant que Commissaire de Groupe Delhaize et à l'information publique disponible.

Comme pour la plupart des transactions similaires, aucune des méthodes d'évaluation retenues n'est basée sur les états financiers historiques. Dès lors, aucune procédure spécifique n'a été effectuée sur les états financiers historiques des deux sociétés.

Dans ces circonstances, nous sommes d'avis que la méthode utilisée afin d'évaluer les sociétés et déterminer le rapport d'échange est justifiée par les principes d'économie d'entreprise, appropriée en l'espèce et, a été correctement appliquée.

5. Détermination du rapport d'échange

Comme spécifié dans le Projet de Fusion, la fusion par absorption de Delhaize par Ahold sera réalisée par l'émission de nouvelles actions ordinaires de Ahold. Ces nouvelles actions serviront à rémunérer les détenteurs des actions et ADS de la société absorbée, Groupe Delhaize SA.

Dans le cadre de la l'évaluation des sociétés impliquées dans la fusion et de la détermination du rapport d'échange, le Conseil d'Administration est parti des suppositions suivantes :

- la Fusion et le Remboursement du Capital Ahold et le regroupement d'actions seront accomplis conformément aux termes de la Convention de Fusion, sans aucune renonciation, modification ou amendement à aucun terme, condition ou accord qui serait important à son analyse;
- tous les consentements et approbations gouvernementaux, réglementaires ou autres, décharges et renonciations requis dans le cadre de l'accomplissement de la Fusion seront obtenus ;
- en ce qui concerne l'obtention de toute approbation et tous consentement gouvernemental ou réglementaire et autres, décharges et renonciations nécessaires, aucun retard, il ne sera imposé aucune limitation ou restriction, aucun terme ou condition, y compris toute exigence de cession ou amendement ou modification, qui serait important à l'analyse du Conseil d'Administration ou qui aurait un Effet Défavorable Significatif sur Delhaize, Ahold ou les avantages envisagés de la Fusion ;
- les détenteurs d'actions de financement préférentielles cumulatives de Ahold ne décideront pas de convertir ces actions en Actions Ordinaires de Ahold en totalité ou en partie avant le Closing (Cette supposition est fondée sur l'engagement de Ahold de procéder à un rachat d'actions avant le Closing, si un ou plusieurs ou tous les détenteurs d'actions de financement préférentielles cumulatives décident de convertir ces actions de financement cumulatives préférentielles en Actions Ordinaires de Ahold avant le Closing, afin de compenser l'augmentation du nombre d'Actions Ordinaires de Ahold résultant de cette conversion.);
- la valeur d'un ADS de Delhaize est d'un quart de la valeur d'une Action Ordinaire de Delhaize et la valeur d'un ADS de Ahold est équivalente à la valeur d'une Action Ordinaire de Ahold. Le Conseil d'Administration n'a pris en compte aucun impact sur la valeur d'un ADS de Delhaize ou d'un ADS de Ahold du fait que ces titres sont négociés sur des marchés différents, et dans des devises différentes que les actions ordinaires sous-jacentes respectives.

Le Remboursement du Capital Ahold, auquel il est fait référence, s'effectuera juste avant le Closing conformément aux dispositions de la Convention de Fusion signée par les deux parties. Ce remboursement du capital doit nécessairement être réalisé avant le Closing pour que le rapport d'échange puisse être de 4,75 Actions Ordinaires de Ahold pour chaque Action Ordinaire de Delhaize comme expliqué ci-avant au chapitre 3 du présent rapport.

Le rapport d'échange est expliqué sous le chapitre 7 du Rapport Spécial du Conseil d'Administration.

6. Evénements postérieurs à la clôture

A la date du présent rapport, nous n'avons pas identifié d'événement qui se serait produit depuis le 23 juin 2015 (date de la convention de fusion et date utilisée pour l'évaluation du rapport d'échange) et qui aurait eu un impact significatif sur le rapport d'échange proposé.

7. Conclusion

Sur base de nos contrôles effectués conformément aux normes de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises relatives à la fusion de sociétés, nous déclarons que:

- Les méthodes d'évaluation adoptées par le Conseil pour la société absorbée Groupe Delhaize SA, d'une part, et pour la société absorbante Koninklijke Ahold N.V., d'autre part, sont appropriées dans les circonstances.
- Les méthodes d'évaluation ont été correctement appliquées par le Conseil pour la détermination du rapport d'échange et conduisent ainsi à un rapport d'échange pertinent et raisonnable.

Enfin, nous vous rappelons que notre mission n'est pas d'émettre une opinion sur la légalité et la *fairness* de la transaction.

Diegem, le 21 janvier 2016

Le Commissaire



DELOITTE Réviseurs d'Entreprises

SC s.f.d. SCRL

Représentée par Eric Nys