

Delhaize Groep NV

**Verslag van de Commissaris
aangaande het gemeenschappelijk voorstel
tot grensoverschrijdende fusie
door overneming van Delhaize Groep NV
door Koninklijke Ahold N.V.**

21 januari 2016

Inhoud	Blz.
1. INLEIDING	3
2. IDENTIFICATIE VAN DE BETROKKEN VENNOOTSCHAPPEN	4
2.1. KONINKLIJKE AHOLD N.V. (OVERNEMENDE VENNOOTSCHAP)	4
2.2. DELHAIZE GROEP NV/SA (OVERGENOMEN VENNOOTSCHAP)	4
3. IDENTIFICATIE VAN DE VERRICHTING.....	5
4. TOEGEPASTE WAARDERINGSMETHODEN	8
4.1. GESELECTEERDE PUBLIEKE VENNOOTSCHAPPEN-ANALYSE	8
4.2. VERDISCONTEERDE KASSTROMENANALYSE	9
4.3. BIJKOMENDE REFERENTIEPUNTEN GEBRUIKT DOOR DE RAAD	10
4.4. ANALYSE VAN DE RELATIEVE WAARDEN	10
4.5. VERDISCONTEERDE KASSTROMENANALYSE EN WAARDECREATIE-ANALYSE VOOR DE GECOMBINEERDE VENNOOTSCHAP	11
4.6. ANALYSE VAN DE RELATIEVE BIJDRAGE.....	11
4.7. RELATIEVE GEWICHT VAN DE VERSCHILLENDE WAARDERINGSMETHODEN	12
4.8. UITGEVOERDE CONTROLES.....	12
5. BEPALING VAN DE RUILVERHOUDING.....	13
6. GEBEURTENISSEN NA BALANSDATUM	13
7. BESLUIT.....	14

1. Inleiding

Overeenkomstig artikel 772/9 van het Wetboek van Vennootschappen, werden wij als commissaris door de raad van bestuur van de vennootschap Delhaize Groep NV (de “**Raad van Bestuur**”) verzocht om verslag uit te brengen over het gemeenschappelijk voorstel tot grensoverschrijdende fusie door overnemings, gedateerd op 18 december 2015, van de vennootschap Delhaize Groep NV, de overgenomen vennootschap, door de vennootschap Koninklijke Ahold N.V., de overnemende vennootschap (het “**Fusievoorstel**”).

Het Fusievoorstel werd op 15 januari 2016 neergelegd ter griffie van de rechtbank van koophandel te Brussel.

Het doel van ons verslag bestaat erin de aandeelhouders te informeren omtrent de waarderingmethoden die werden gehanteerd door de Raad van Bestuur bij het bepalen van de ruilverhouding voor de aandelen als onderdeel van het grensoverschrijdende fusieproces, en of dergelijke waarderingmethoden, in het gegeven geval, passend en niet arbitrair zijn en resulteren in een ruilverhouding die relevant en redelijk is. Bijgevolg, maar zonder enig voorbehoud met betrekking tot het bovenstaande, voeren wij zelf geen waardering uit en vormen wij geen oordeel over de wettigheid en *fairness* van de transactie, de waarde van aandelen, of de passendheid van de vergoeding voor de aandeelhouders.

Onderhavig verslag werd uitsluitend opgesteld in het kader van de geplande grensoverschrijdende fusie door overnemings zoals hierboven beschreven.

De termen die in dit verslag worden aangeduid met hoofdletter hebben dezelfde definitie als in het Gemeenschappelijk Voorstel voor de Grensoverschrijdende Fusie tussen Delhaize Group NV en Koninklijke Ahold N.V. van 18 december 2015, tenzij anders in dit verslag aangegeven.

2. Identificatie van de betrokken vennootschappen

2.1. Koninklijke Ahold N.V. (overnemende vennootschap)

De naamloze vennootschap naar Nederlands recht "Koninklijke Ahold N.V.", hierna ook "Ahold" genoemd, heeft haar maatschappelijke zetel te Provincialeweg 11, 1506 MA Zaandam (Nederland). Het registratienummer van de vennootschap bij het Nederlands handelsregister is 35000363. Ahold is een internationale retail-groep gevestigd in Nederland en actief in de Verenigde Staten en in Europa.

Op 15 december 2015 bedroeg het geplaatst aandelenkapitaal van Ahold 11.027.882,37 EUR, vertegenwoordigd door:

- (i) 834.373.134 Gewone Aandelen Ahold, elk met een nominale waarde van 0,01 EUR per aandeel, waarvan 15.922.580 Gewone Aandelen Ahold door Ahold zelf werden aangehouden
- (ii) 268.415.103 cumulatief preferente financieringsaandelen, die allemaal uitstonden.

Op 15 december 2015 stonden 36.076.380 Ahold *American Depository Shares (ADS)* uit.

Verder heeft Ahold aan de Stichting Ahold (*Stichting Ahold Continuïteit*) een calloptie verleend op grond waarvan de Stichting Ahold cumulatief preferente aandelen in het aandelenkapitaal van Ahold kan verkrijgen, met elk een nominale waarde van 500 EUR, dit zolang de totale nominale waarde van de cumulatief preferente aandelen de totale nominale waarde van de uitstaande Gewone Aandelen Ahold en de cumulatief preferente financieringsaandelen niet overtreft (de **Stichting Ahold Calloptie**). Op 15 december 2015 waren er geen cumulatief preferente aandelen uitgegeven en konden op grond van het voorgaande 1.250.000 van zulke cumulatief preferente aandelen worden uitgegeven.

2.2. Delhaize Groep NV/SA (overgenomen vennootschap)

De naamloze vennootschap naar Belgisch recht "Delhaize Groep NV", hierna ook "Delhaize" of "Delhaize Group" genoemd, heeft haar maatschappelijke zetel te Osseghemstraat 53, 1080 Sint-Jans-Molenbeek (Brussel). Het ondernemingsnummer van de vennootschap is 0402 206 045 (RPR Brussel). Delhaize is een internationale retail-groep die gevestigd is in België en activiteiten heeft in de Verenigde Staten, Europa en Indonesië.

Op 15 december 2015 bedroeg het geplaatst aandelenkapitaal van Delhaize 51.883.430,00 EUR, vertegenwoordigd door 103.766.860 Gewone Aandelen Delhaize zonder vermelding van nominale waarde, waarvan 564.768 Gewone Aandelen Delhaize door Delhaize zelf werden aangehouden.

Op 15 december 2015 stonden 1.519.619 Delhaize warrants uit, die Delhaize U.S. Opties vertegenwoordigen en die elk recht geven op één aandeel. Op 15 december 2015 stonden 25.173.496 Delhaize ADS-en uit.

Naar aanleiding van de uitoefening van Delhaize warrants door houders van Delhaize U.S. Opties, werd op 17 december 2015 het geplaatst aandelenkapitaal van Delhaize Groep NV verhoogd met een bedrag van 119.046,00 EUR tot 52.002.476 EUR en steeg het totale aantal Gewone Aandelen Delhaize tot 104.004.952.

3. Identificatie van de verrichting

Conform de bepalingen van artikel 772/8 van het Wetboek van Vennootschappen, werd een bijzonder verslag opgesteld door de Raad van Bestuur van Delhaize Groep NV, gedateerd 21 januari 2016, waarin aan de buitengewone algemene vergadering wordt voorgesteld om over te gaan tot een grensoverschrijdende fusie door overneming van Delhaize Groep NV door Koninklijke Ahold N.V.

De buitengewone algemene vergadering die zich over het Fusievoorstel moet uitspreken, is voorzien op 14 maart 2016. De notariële akte aangaande deze fusie zal verleden worden voor Meester Tim Carnewal, notaris bij Berquin. Een volgende buitengewone algemene vergadering is voorzien op 31 maart 2016 voor het geval het bij wet vereiste aanwezigheidsquorum niet behaald zou worden op de vergadering van 14 maart 2016.

Zoals voorzien in het Fusievoorstel, zal deze fusie geen boekhoudkundige retroactieve uitwerking hebben. De datum waarop de handelingen van Delhaize boekhoudkundig geacht worden verricht te zijn voor rekening van Ahold, wordt bijgevolg vastgesteld op de Effectieve Tijd. De Effectieve Tijd is door beide partijen omschreven als 00:00 uur Centraal-Europese Tijd tijd (CET) op de eerste dag na de dag van Closing van de transactie, welke gedefinieerd wordt als de dag waarop een Nederlandse notaris de Nederlandse notariële akte van de grensoverschrijdende fusie verlijdt.

Het Fusievoorstel stelt voor de aandeelhouders van Delhaize Groep NV te vergoeden met nieuw uit te geven aandelen van Koninklijke Ahold N.V. op de Effectieve Tijd. Het Fusievoorstel van de Raad van Bestuur specificeert het volgende:

- 6.1.1 *Ahold zal op de Effectieve Tijd voor ieder geplaatst en uitstaand Gewoon Aandeel Delhaize (anders dan een Gewoon Aandeel Delhaize dat door Delhaize zelf of door Ahold wordt gehouden, indien van toepassing) 4,75 Gewone Aandelen Ahold toekennen.*
- 6.1.2 *Alle Gewone Aandelen Delhaize zullen op de Effectieve Tijd niet langer uitstaand zijn, zullen automatisch worden ingetrokken en zullen ophouden te bestaan, en:*
 - (i) *iedere gedematerialiseerde boeking bij intermediairs die deelnemen in het door Euroclear beheerde centrale bewaar- en settlementsysteem die eerder een van deze Gewone Aandelen Delhaize vertegenwoordigde (andere dan de door Delhaize zelf gehouden Gewone Aandelen Delhaize en de door Ahold gehouden Gewone Aandelen Delhaize, indien van toepassing) zal hierna Gewone Aandelen Ahold vertegenwoordigen die in de Fusie voor deze Gewone Aandelen Delhaize overeenkomstig de Ruilverhouding worden toegekend;*
 - (ii) *ieder door Delhaize zelf gehouden Gewoon Aandeel Delhaize en ieder door Ahold gehouden Gewoon Aandeel Delhaize, indien van toepassing, zal niet langer uitstaand zijn en zal worden ingetrokken en ophouden te bestaan, en in ruil daarvoor zal op grond van artikel 703, § 2, jo. artikel 772/1 W.Venn. geen vergoeding worden verstrekt;*
 - (iii) *Ahold zal in haar aandeelhoudersregister de voormalige houder van ieder Gewoon Aandeel Delhaize op naam registreren met het aantal Gewone Aandelen Ahold zoals dit resulteert uit de Ruilverhouding, daarbij afgaand op het aandeelhouderschap zoals blijkt uit het aandelenregister van Delhaize bij Closing, waarvan zal worden aangenomen dat dit juist is, waarna zij het digitale aandelenregister van Delhaize zal sluiten;*

- (iv) *iedere Delhaize ADS zal niet langer uitstaand zijn en zal worden ingetrokken in ruil voor het recht van de houder van deze Delhaize ADS tot ontvangst, naar eigen keuze, van (i) een aantal Ahold ADS-en dat gelijk is aan het resultaat van (a) het aantal Gewone Aandelen Delhaize dat vertegenwoordigd wordt door één Delhaize ADS (de “**Delhaize ADS-verhouding**”) vermenigvuldigd met (b) de Ruilverhouding gedeeld door (c) het aantal Gewone Aandelen Ahold dat vertegenwoordigd wordt door één Ahold ADS of (ii) een aantal Gewone Aandelen Ahold dat gelijk is aan het resultaat van (a) de Delhaize ADS-verhouding vermenigvuldigd met (b) de Ruilverhouding (paragraaf (i) en (ii), de “**Per ADS Fusievergoeding**”) en*
- (v) *iedere Delhaize Aandelen toekenning zal overeenkomstig Bijlage 1 worden behandeld, welke wordt geacht onlosmakelijk deel uit te maken van dit Fusievoorstel,*

met dien verstande dat geen breukdelen van Gewone Aandelen Ahold of Ahold ADS-en zullen worden toegekend, maar in plaats daarvan:

- (a) *zal voor gedematerialiseerde boekingen (sub (i) hierboven) de tussenpersoon van de betreffende aandeelhouder de aanspraken op breukdelen combineren tot nieuwe Gewone Aandelen Ahold of Ahold ADS-en en de bijhorende Gewone Aandelen Ahold en Ahold ADS-en verkopen namens de houders die anders in de markt recht zouden hebben gehad op ontvangst van een fractioneel Gewoon Aandeel Ahold of Ahold ADS tegen contanten, en vervolgens de netto opbrengsten in contanten uitkeren aan deze houders in verhouding tot ieders aanspraak op breukdelen; en*
- (b) *zal voor aandeelhouders op naam (sub (iii) hierboven) het totale aantal nieuw toegekende aandelen aan iedere geregistreerde houder naar beneden op het dichtstbijzijnde gehele getal worden afgerond, en het saldo zal in contanten worden betaald. Dit saldo zal op basis van de beursnotering van de Gewone Aandelen Ahold aan Euronext Amsterdam op de Transactiedatum worden berekend, of wanneer de Transactiedatum voor Euronext Amsterdam geen handelsdag is, de laatste handelsdag vóór de Transactiedatum.*

Het totale bedrag aan contanten dat ingevolge dit artikel 6.1.2, slot, door Ahold zal worden betaald, zal niet hoger zijn dan 10% van de totale nominale waarde van de Gewone Aandelen Ahold die krachtens de Fusie zullen worden toegekend.

- 6.1.3** *Indien het aantal uitgegeven en uitstaande Gewone Aandelen Ahold, Ahold ADS-en, Gewone Aandelen Delhaize of Delhaize ADS-en (of effecten die omgezet kunnen worden in, of geruild kunnen worden voor of uitgeoefend kunnen worden voor Gewone Aandelen Ahold, Ahold ADS-en, Gewone Aandelen Delhaize of Delhaize ADS-en) voor de Effectieve Tijd wijzigt (en zoals toegestaan door de convenanten met betrekking tot de periode tussen de ondertekening van de Fusieovereenkomst en de Closing) als gevolg van een soortwijziging, aandelensplitsing (waaronder een omgekeerde aandelensplitsing), aandelendividend of uitkering, herkapitalisatie, fusie, onderverdeling, inkoopaanbieding van de uitgevende instelling, of ruilaanbod, of een andere, soortgelijke transactie, in elk geval anders dan als gevolg van een krachtens en overeenkomstig artikel 6.5 door Ahold geëffectueerde kapitaalvermindering of een krachtens artikel 6.6 door Ahold verrichte aandeleninkoop, zal de Ruilverhouding en/of de Per ADS Fusievergoeding pro rata worden aangepast om aan de Aandeelhouders van Delhaize en de aandeelhouders van Ahold dezelfde economische werking te doen toekomen als voorafgaande aan deze handeling(en) door de Fusieovereenkomst werd overwogen.*

- 6.1.4** *Elk van Ahold, Delhaize en elk van hun respectieve verbonden ondernemingen of enig financieel tussenpersoon die in de Fusie-transacties tussenkomt, zal gerechtigd zijn van de aan houders van Gewone Aandelen Delhaize, Delhaize ADS-en of Delhaize Aandelentoekenningen toe te kennen aandelen of te betalen contanten zodanige bedragen af te trekken en in te houden waarvan deze in redelijkheid vaststelt dat die ingevolge enige betreffende bepaling van toepasselijke belastingwetgeving afgetrokken of ingehouden dienen te worden. Voor zover bedragen aldus worden ingehouden en aan de geëigende overheidsinstantie worden afgedragen, al naargelang het geval door Ahold, Delhaize, een van hun respectieve gelieerde ondernemingen of een financieel tussenpersoon, zullen dergelijke ingehouden bedragen worden aangemerkt als zijnde betaald aan de houder van Gewone Aandelen Delhaize, Delhaize ADS-en of Delhaize Aandelentoekenningen waarvoor deze aftrek of inhouding door Ahold, Delhaize, deze gelieerde onderneming of deze financieel tussenpersoon, al naargelang het geval, is verricht.*
- 6.1.5** *Ahold en Delhaize zullen ieder ter effectuering van dit artikel 6 geëigende regelingen treffen met de agent van Ahold en de agent van Delhaize.*

Het Fusievoorstel specificeert het volgende met betrekking tot de deelname in de winst:

De aan Delhaize Aandeelhouders toegekende Gewone Aandelen Ahold en Ahold ADS-en zullen per de Effectieve Tijd van dezelfde aard zijn en dezelfde rechten, voorrang en voorrechten hebben als de respectieve bestaande Gewone Aandelen Ahold en Ahold ADS-en, waaronder met betrekking tot winstgerechtigheid. Een en ander laat onverlet dat indien de Closing plaatsvindt na de in 2016 te houden algemene vergadering van aandeelhouders van Ahold, winstuitkeringen over het boekjaar 2015 alleen zullen toekomen aan de Gewone Aandelen Ahold en Ahold ADS-en die voorafgaande aan de Fusie bestonden. Indien de Closing naar verwachting plaatsvindt na de in 2016 te houden algemene vergadering van aandeelhouders Ahold en vóór de in 2016 te houden algemene vergadering van Delhaize Aandeelhouders, is Delhaize gerechtigd aan de Delhaize Aandeelhouders voor te stellen het tijdstip van enige winstuitkering over het boekjaar 2015 te vervroegen.

4. Toegepaste waarderingmethoden

Teneinde de ruilverhouding vast te stellen, heeft de Raad van Bestuur een aantal algemeen aanvaarde waarderingmethoden in beschouwing genomen.

Zowel voor Delhaize Groep NV als voor Koninklijk Ahold N.V. voerde de Raad van Bestuur een analyse uit op basis van geselecteerde publieke vennootschappen (4.1 hieronder) en op basis van de verdisconteerde kasstromen (*discounted cash flow*) (4.2 hieronder). Bovendien beschouwde de Raad van Bestuur bijkomende referentiepunten bij het bepalen van de waardering van beide vennootschappen, met inbegrip van historische beurskoersen van de Gewone Aandelen Delhaize en de Gewone Aandelen Ahold, alsmede publiek beschikbare aandelenkoersdoelstellingen van aandelenanalisten (4.3 hieronder).

Voorafgaand aan het concluderen van waarderingen en de ruilverhouding heeft de Raad van Bestuur tevens een relatieve waardenanalyse (4.4 hieronder), een analyse van de waardecreatie (4.5 hieronder) en een analyse van de relatieve bijdrage (4.6 hieronder) uitgevoerd. De waardecreërende analyse en de relatieve bijdrage-analyse werden uitgevoerd op het niveau van de Ahold-Delhaize combinatie, na de fusie.

De informatie gebruikt door de Raad van Bestuur in de waardering van de bedrijven en de bepaling van de ruilverhouding is gebaseerd op financiële, economische, monetaire en marktgegevens en/of omstandigheden zoals ze bestonden tot de datum voor de fusieovereenkomst tussen beide partijen werd gesloten.

De toegepaste waarderingmethoden en analyses worden hieronder in detail toegelicht.

4.1. Geselecteerde publieke vennootschappen-analyse

Delhaize bestudeerde en vergeleek financiële informatie en algemeen gebruikte indicatoren van financiële performantie voor Delhaize met overeenstemmende financiële informatie en indicatoren van financiële performantie voor Ahold en acht andere publieke vennootschappen die actief zijn in de voedingsdistributiesector:

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

Delhaize berekende veelvouden op basis van de slotkoersen van de Gewone Aandelen Delhaize en de Gewone Aandelen Ahold op 8 mei 2015 (de laatste handelsdag voorafgaand aan de persberichten die aangaven dat Ahold en Delhaize preliminaire gesprekken hielden over een potentiële bedrijfscombinatie) en 22 juni 2015 en de slotkoersen van de gewone aandelen van elk van de geselecteerde bedrijven op 22 juni 2015. Deze veelvouden werden berekend voor Delhaize, Ahold en elk van de andere geselecteerde vennootschappen hierboven vermeld. Volgende veelvouden werden weerhouden en op een consistente wijze berekend:

- Prijs (beurskoers) (of, in het geval van Delhaize en Ahold, beurskapitalisatie) als een veelvoud van de geschatte Winst Per Aandeel voor 2015 (of, in het geval van Delhaize en Ahold, de geschatte nettowinst voor 2015) (de “P/WPA Veelvouden”); en
- Bedrijfswaarde (de “BW”), als een veelvoud van de geschatte EBITDA 2015 (de “BW/EBITDA Veelvouden”).

Op deze manier werden vorken van geschatte impliciete waarde per Gewoon Aandeel Delhaize berekend. Dit werd gedaan door toepassing van veelvouden van beurskapitalisatie op de door Delhaize management geschatte onderliggende Delhaize nettowinst 2015 van 15x tot 16,5x en veelvouden van bedrijfswaarde (“*Enterprise Value*”) op het door Delhaize geschatte onderliggende EBITDA 2015 van 5,5x tot 6,5x. Deze berekeningen resulteerden in vorken van impliciete waarde respectievelijk tussen 70 EUR tot 77 EUR en tussen 67 EUR tot 82 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize.

Bovendien werden op gelijkaardige wijze vorken van geschatte impliciete waarden per Gewoon Aandeel Ahold berekend. Dit werd gedaan door toepassing van veelvouden van beurskapitalisatie op de geschatte Ahold nettowinst 2015 in de financiële prognoses van Ahold van 16x tot 17,5x en veelvouden van bedrijfswaarde (“*Enterprise Value*”) op het geschatte 2015 EBITDA in de financiële prognoses van Ahold van 6,5x tot 7,5x. Deze berekeningen resulteerden in vorken van impliciete waarde van respectievelijk ongeveer 17 EUR tot 18 EUR en 16 EUR tot 19 EUR per Gewoon Aandeel Ahold.

Gebaseerd op P/WPA veelvouden gaande van 15x tot 16,5x voor Delhaize en 16x tot 17,5x voor Ahold, werd een impliciete ruilverhouding afgeleid van 3,85x – 4,62x.

Gebaseerd op BW/EBITDA veelvouden gaande van 5,5x tot 6,5x voor Delhaize en 6,5x tot 7,5x voor Ahold, werd een impliciete ruilverhouding afgeleid van 3,54x – 5,04x.

4.2. Verdisconteerde kasstromenanalyse

Delhaize voerde een verdisconteerde kasstromenanalyse uit op basis van informatie vervat in de Delhaize Vooruitzichten, opgesteld door het management van Delhaize (financiële vooruitzichten voor 2015 tot 2017, goedgekeurd door de Raad van Bestuur op 22 en 23 januari 2015, en verder geactualiseerd om rekening te houden met recente handelsevoluties, de vooruitzichten van Delhaize, wisselkoersschommelingen en geëxtrapoleerd tot 2018) om de vork van de impliciete waarde van Delhaize op 30 juni 2015 te bepalen.

Bij het uitvoeren van de verdisconteerde kasstromenanalyse werden verdisconteringsvoeten toegepast gaande van 7,0% tot 8,0% op (i) netto vrije kasstromen na belastingen (*free cash flows*), die naar verwachting door Delhaize zullen worden gegenereerd gedurende de kalenderjaren 2015 tot 2018, en (ii) geschatte eindwaarden gebruik makende van een vork langdurige groeivoeten gaande van 0,75% tot 1,25%.

Deze analyse resulteerde in een **vork van impliciete waarden van ongeveer 75 EUR tot 95 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize.**

Delhaize bereidde ook een verdisconteerde kasstromenanalyse voor van Ahold, gebruik makend van informatie vervat in financiële prognoses en publicaties van Ahold, om de vork van impliciete waarden te berekenen van Ahold per 30 juni 2015.

Bij het uitvoeren van de verdisconteerde kasstromenanalyse werden verdisconteringsvoeten toegepast gaande van 7,0% tot 8,0% op (i) vrije kasstromen na belastingen (*free cash flows*), die naar verwachting zullen worden gegenereerd door Ahold gedurende de kalenderjaren 2015 tot en met 2018, en (ii) geschatte eindwaarden gebruik makende van een vork langdurige groeivoeten gaande van 0,75% tot 1,25%.

Deze analyse resulteerde in een **vork van impliciete waarden van ongeveer 17 EUR tot 22 EUR per Gewoon Aandeel Ahold.**

Gebaseerd op bovenstaande vorken werd een impliciete ruilverhouding van 3,48x – 5,52x afgeleid.

4.3. Bijkomende referentiepunten gebruikt door de Raad

- Historische beurskoersen:
 - o Weerspiegelen een vork van ongeveer 48 EUR tot 90 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize en een gemiddelde prijs van ongeveer 62 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize gedurende de 52 weken-periode eindigend op 8 mei 2015, de laatste handelsdag voorafgaand aan de persberichten dat Ahold en Delhaize preliminaire gesprekken hielden met betrekking tot een potentiële bedrijfscombinatie..
 - o Weerspiegelen een vork van ongeveer 12 EUR tot 20 EUR per Gewoon Aandeel Ahold en een gemiddelde prijs van ongeveer 15 EUR per Gewoon Aandeel Ahold gedurende de 52 weken-periode eindigend op 8 mei 2015, de laatste handelsdag voorafgaand aan de persberichten dat Ahold en Delhaize preliminaire gesprekken hielden met betrekking tot een potentiële bedrijfscombinatie..

Gebaseerd op de bovenstaande vorken werd een impliciete ruilverhouding van 3,54x – 4,78x afgeleid. Gedurende deze 52 weken-periode bedroeg de gemiddelde dagelijkse ruilverhouding ongeveer 4,16x.

- Publiek beschikbare aandelenkoersdoelstellingen van aandelenanalisten:
 - o Aandelenkoersdoelstellingen van aandelenanalisten voor Delhaize, gepubliceerd in de periode van 7 januari 2015 tot en met 8 mei 2015, variëren van ongeveer 60 EUR tot 95 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize en de mediaan van deze koersdoelstellingen bedroeg ongeveer 77 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize.
 - o Aandelenkoersdoelstellingen van aandelenanalisten voor Ahold, gepubliceerd in de periode van 15 januari 2015 tot en met 8 mei 2015, variëren van ongeveer 14 EUR tot 22 EUR per Gewoon Aandeel Ahold en de mediaan van deze aandelenkoersdoelstellingen bedroeg ongeveer 18 EUR per Gewoon Aandeel Ahold.

Gebaseerd op de bovenstaande vorken werd een impliciete ruilverhouding van 2,73x – 7,04x afgeleid. Gebaseerd op de bovenstaande mediane aandelenkoersdoelstellingen voor de Gewone Aandelen Delhaize en de Gewone Aandelen Ahold, bedroeg de impliciete ruilverhouding ongeveer 4,35x.

4.4. Analyse van de relatieve waarden

Gebaseerd op een vergelijking van de vork van impliciete waarderingen voor Delhaize en Ahold gebaseerd op de methoden beschreven in 4.1 en 4.2, zoals hierboven vermeld, heeft Delhaize vorken van impliciete ruilverhoudingen berekend voor de fusie:

		Vork van impliciete ruilverhoudingen
Geselecteerde publieke vennootschappen	P/WPA 2015E	3,85x-4,62x
	BW/EBITDA 2015E	3,54x-5,04x
Verdisconteerde kasstromen		3,48x-5,52x

4.5. Verdisconteerde kasstromenanalyse en waardecreatie-analyse voor de Gecombineerde Vennootschap

Naast de verdisconteerde kasstromenanalyse zoals beschreven in 4.2 hierboven, heeft de Raad van Bestuur ook een verdisconteerde kasstromenanalyse uitgevoerd gebruikmakend van de Delhaize Financiële Vooruitzichten en de Financiële Prognoses Betreffende Ahold, om vorken van de impliciete waarden per Gewoon Aandeel Delhaize per 30 juni 2015 te bepalen in een voltrokken fusie met Ahold.

Belangrijke veronderstellingen in deze kasstroommodel zijn:

- een ruilverhouding van 4,75 Gewone Aandelen Ahold voor elk Gewoon Aandeel Delhaize;
- 500 Mio EUR aan run-rate synergiën (jaarlijkse kostenbesparing die volledig bekomen zou zijn in het derde jaar na Closing);
- 350 Mio EUR éénmalige implementatiekosten van de fusie (vóór belastingen en exclusief transactiekosten);
- 1.000 Mio EUR kapitaalrestitutie bij Ahold voorafgaand aan de fusie en een omgekeerde aandelensplitsing;
- een vork van verdisconteringsvoeten gaande van 7,0% tot 8,0% toegepast op de netto vrije kasstromen na belastingen die zullen worden gegenereerd door de Gecombineerde Vennootschap gedurende de kalenderjaren 2015 tot en met 2018;
- geschatte eindwaarden gebaseerd op een vork van langdurige groeivoeten van 0,75% tot 1,25%;
- een Closing per 31 december 2015.

Wij vinden dat de verdisconteringsvoeten, langdurige groeivoeten en andere assumpties die gebruikt worden in de kasstromenanalyse redelijk zijn, met dien verstande dat wij niet in staat zijn om controlewerkzaamheden uit te voeren op toekomstige gebeurtenissen/transacties.

Deze analyse van de Raad van Bestuur resulteerde in een **vork van impliciete waarden van ongeveer 97 EUR tot 123 EUR per Gewoon Aandeel Delhaize** in een voltrokken fusie met Ahold.

4.6. Analyse van de relatieve bijdrage

Voor een aantal financiële maatstaven heeft de Raad van Bestuur tevens de impliciete eigenvermogensbijdrage bestudeerd die kan toegewezen worden aan zowel Delhaize als Ahold nadat de fusie is voltooid. Deze analyse werd uitgevoerd op basis van de Delhaize Vooruitzichten, de Financiële Prognoses Betreffende Ahold waarnaar verwezen wordt in 4.2 en publiekelijk beschikbare informatie.

De geanalyseerde financiële maatstaven betreffen:

- winsten vóór interesten, belastingen, waardeverminderingen en afschrijvingen (EBITDA)
- winsten vóór interesten en belastingen (EBIT)
- EBITDA verminderd met kapitaaluitgaven
- nettowinst
- bedrijfswaarde
- netto-schuld
- eigenvermogenswaarde.

Op basis van de impliciete bijdrage voor zowel Delhaize en Ahold en rekening houdend met de EUR 1 miljard kapitaalrestitutie van Ahold en de omgekeerde aandelensplitsing en de relatieve impliciete eigen vermogensbijdrage van Delhaize aandeelhouders in de Gecombineerde Vennootschap nadat de fusie is voltooid, heeft de Raad van Bestuur impliciete ruilverhoudingen bepaald voor elk van de financiële maatstaven hierboven opgesomd. De resulterende ruilverhoudingen werden samengevat door de Raad van Bestuur in sectie 7.2.9 van haar Bijzonder Verslag gedateerd op 21 januari 2016.

4.7. Relatieve gewicht van de verschillende waarderingmethoden

De Raad van Bestuur beschouwt iedere waarderingmethode als relevant en besloot geen specifieke gewicht toe te kennen aan een bepaalde waarderingmethode om haar toe te laten te beslissen over de waardering van de vennootschappen die betrokken zijn bij de transactie en het bepalen van de ruilverhouding. De Raad van Bestuur is van mening dat haar analyses, zoals hierboven samengevat, beschouwd moeten worden als één samenhangend geheel. We bevestigen de gepastheid van dergelijke benadering.

Naar aanleiding van bovenstaande waarderingen en het onderhandelingsproces met Ahold heeft de Raad van Bestuur de voorwaarden van de fusie met Ahold goedgekeurd gebaseerd op een ruilverhouding van 4,75 Gewone Aandelen Ahold in ruil voor 1 Gewoon Aandeel Delhaize.

4.8. Uitgevoerde controles

Onze procedures werden uitgevoerd in overeenstemming met de standaarden die van toepassing zijn in België, zoals uitgevaardigd door het “Instituut van de Bedrijfsrevisoren”.

Bij de uitoefening van onze opdracht, hebben wij ons onder meer gesteund op het Fusievoorstel en het bijzonder verslag van de Raad van Bestuur die voorbereid werden in overeenstemming met artikel 772/7 en 772/8 van het Belgisch Wetboek van Vennootschappen, gedateerd op respectievelijk 18 december 2015 en 21 januari 2016. We hebben ons tevens gesteund op onze werkzaamheden naar aanleiding van de enkelvoudige en geconsolideerde jaarrekening van Delhaize afgesloten op 31 december 2014 en op onze procedures uitgevoerd in het kader van het beperkt nazicht van de tussentijdse informatie van Delhaize (geconsolideerd) voor de kwartalen eindigend op 31 maart 2015, 30 juni 2015 en 30 september 2015.

We hebben eerder een verklaring zonder voorbehoud afgeleverd over de jaarrekening per 31 december 2014 van Delhaize, dit zowel voor wat betreft de geconsolideerde als voor de enkelvoudige jaarrekening.

We hebben informatie uitgewisseld met de commissaris van Ahold, PricewaterhouseCoopers Accountants NV, teneinde de aard van de respectievelijke werkzaamheden te begrijpen, de resultaten van onze wederzijdse werkzaamheden te bespreken en de ontwerpconclusies uit te wisselen.

We hebben bijzondere aandacht geschonken aan de waarderingmethoden gebruikt door de Raad van Bestuur, rekening houdende met de context van de transactie, de aandeelhoudersstructuur en de activiteiten van de vennootschappen om te concluderen of dergelijke waarderingmethoden passend zijn. We hebben waarderingdeskundigen betrokken bij het onderzoek van de door de Raad van Bestuur toegepaste waarderingmethoden. Bij het uitoefenen van onze opdracht hebben wij zelf geen waardering uitgevoerd van de betrokken vennootschappen in de transactie.

In het bijzonder hebben wij de assumpties die gehanteerd werden in de verdisconteerde kasstroomanalyses beoordeeld en zijn we nagegaan of deze niet onredelijk zijn of strijdig zijn met andere inlichtingen waarover we beschikken in het kader van ons mandaat als commissaris of met andere publiek beschikbare informatie.

Zoals gebruikelijk in soortgelijke transacties, is geen van de waarderingmethoden gebaseerd op historische financiële staten. Hierdoor waren geen specifieke procedures vereist die gerelateerd zijn aan de historische financiële staten van beide vennootschappen.

In de gegeven omstandigheden zijn wij van oordeel dat de methoden die voor de waardering van de vennootschappen en de vaststelling van de ruilverhouding werden aangewend, bedrijfseconomisch verantwoord zijn, passend zijn in dit geval en correct werden toegepast.

5. Bepaling van de ruilverhouding

Zoals gespecificeerd in het Fusievoorstel, zal de fusie door overneming van Delhaize door Ahold plaatsvinden door de uitgifte van nieuwe aandelen van Ahold. Deze nieuwe aandelen hebben tot doel de aandelen van de overgenomen vennootschap Delhaize Groep NV aangehouden door de huidige aandeelhouders van Delhaize en de houders van Delhaize ADS-en te vergoeden.

In kader van de waardering van de bij de fusie betrokken vennootschappen en het vastleggen van de ruilverhouding nam de Raad van Bestuur de volgende assumpties aan:

- de fusie, de Ahold Kapitaalrestitutie en de omgekeerde aandelensplitsing zullen worden uitgevoerd in overeenstemming met de bepalingen van de Fusieovereenkomst zonder enige verzaking, wijziging of aanpassing aan enige bepaling, voorwaarde of overeenkomst die wezenlijk is voor zijn analyse;
- alle wezenlijke overheids-, regelgevende of andere goedkeuringen en toestemmingen, vrijstellingen en verzakingen, vereist voor de uitvoering van de Fusie zouden worden verkregen;
- geen uitstel, begrenzing, beperkingen, bepalingen of voorwaarden, met inbegrip van eventuele desinvesteringvereisten, aanpassingen of wijzigingen, zouden worden opgelegd die van wezenlijk belang zijn voor de analyse van de Raad van Bestuur of die een wezenlijk nadelig effect hebben op Delhaize, Ahold of de beoogde voordelen van de fusie;
- de houders van de cumulatief preferente financieringsaandelen van Ahold verkiezen het niet om degelijke aandelen voor Closing geheel of gedeeltelijk om te zetten in Gewone Aandelen Ahold (deze veronderstelling is gebaseerd op Ahold's verbintenis om voor Closing een aandeleninkoop te doen, indien enige of alle houders van de cumulatief preferente financieringsaandelen van Ahold ervoor kiezen om voor de Closing deze cumulatief preferente financieringsaandelen om te zetten in Gewone Aandelen Ahold, om de toename van het aantal Gewone Aandelen Ahold als gevolg van dergelijke omzetting te compenseren); en
- de waarde van een Delhaize ADS bedraagt één vierde van de waarde van een Gewoon Aandeel Delhaize en de waarde van een Ahold ADS is gelijk aan de waarde van een Gewoon Aandeel Ahold en hield geen rekening met enige invloed op de waarde van de Delhaize ADS of Ahold ADS die betrekking heeft op het feit dat dergelijke effecten op verschillende markten en in verschillende valuta worden verhandeld dan de respectievelijke onderliggende gewone aandelen.

De Ahold Kapitaalrestitutie, waarnaar hierboven wordt verwezen, zal plaatsvinden onmiddellijk voor Closing in overeenstemming met de bepalingen van de Fusieovereenkomst ondertekend door beide partijen. Deze Kapitaalrestitutie dient vóór Closing plaats te vinden, om de ruilverhouding gelijk te laten zijn aan 4,75 aandelen in Koninklijke Ahold N.V. voor elk bestaand gewoon aandeel van Delhaize Groep NV zoals uiteengezet in hoofdstuk 3 van dit rapport.

De ruilverhouding wordt toegelicht in hoofdstuk 7 van het Bijzondere Verslag van de Raad van Bestuur.

6. Gebeurtenissen na balansdatum

Op datum van dit verslag hebben er zich sinds 23 juni 2015, datum waarop de ruilverhouding werd bepaald, geen belangrijke gebeurtenissen voorgedaan die een materiële impact zouden kunnen hebben op de voorgestelde ruilverhouding.

7. Besluit

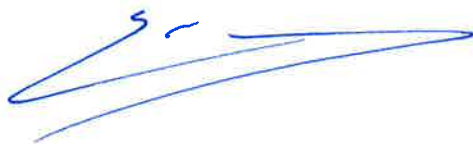
Op basis van onze controles, uitgevoerd conform de normen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren met betrekking tot de fusie van vennootschappen, verklaren wij hetgeen volgt:

- De waarderingsmethoden gehanteerd door de Raad van Bestuur voor de overgenomen vennootschap, Delhaize Groep NV, en voor de overnemende vennootschap, Koninklijke Ahold N.V., worden in de gegeven context als passend beschouwd.
- De waarderingsmethoden zijn correct toegepast door de Raad van Bestuur bij het vastleggen van de ruilverhouding, hetgeen resulteert in een relevante en redelijke ruilverhouding.

Ten slotte herinneren wij u eraan dat onze opdracht er niet uit bestaat om een opinie te geven over de wettigheid en de fairness van de transactie, de waarde van aandelen, of de passendheid van de vergoeding voor de aandeelhouders.

Diegem, 21 januari 2016

De Commissaris



DELOITTE Bedrijfsrevisoren
BV o.v.v.e. CVBA
Vertegenwoordigd door Eric Nys