

INGEKOMEN TER GRIFFIE VAN

- 1 DEC 2008

GERECHTSHOF TE AMSTERDAM

**Onderzoek naar
de Waarde van Onderdelen
van de Transactie tussen
Schuitema NV en Koninklijke Ahold NV
van 22 april 2008**

**op verzoek van de
Ondernemingskamer**

Drs H. Haanappel
Prof. Dr L. Traas

1 december 2008

Inhoudsopgave

| | |
|--|----|
| 1. Opdracht | 3 |
| 2. De contacten met partijen. | 6 |
| 3. De waarde van de 57 winkels. | 8 |
| 4. Waardering Vastgoed Transacties | 13 |
| 5. De waarde van de optie- en vetorechten verbonden aan de door Ahold verkregen preferente aandelen. | 14 |
| 6. De indirecte effecten van de CKK transactie. | 17 |
| 7. Het totale effect van de vier besproken onderdelen | 21 |

Bijlagen

| | |
|---|----|
| Bijlage 1 E-mail Wisseling betreffende CKK Transactie | 23 |
| Bijlage 2 Artikel Food Personality | 28 |
| Bijlage 3 Onderbouwing factor x Weekomzet | 30 |
| Bijlage 4 Discounted Cash Flow Analyse | 31 |
| Bijlage 5 Trading Multiple Analyse | 36 |

1. Opdracht

Bij Beschikking van de Ondernemingskamer van 23 oktober 2008 rekestnummer 200.011.309/1OK zijn ondergetekenden - drs. H.T Haanappel en Prof. Dr. L.Traas – benoemd om in het geschil tussen enerzijds de Vereniging van Effectenbezitter en een aantal aandeelhouders van Schuitema en anderzijds Schuitema NV en Skipper Acquisitions BV een onderzoek te verrichten naar:

4(i) de waarde per 22 april 2008 van de door Schuitema NV gevestigd te Amersfoort, aan Koninklijke Ahold NV per 30 juni 2008 overgedragen (circa 57) winkels en (een onbekend aantal) onroerende zaken, alle als bedoeld in 5.2.3 van het Offer Memorandum van 29 juli 2008 en met inachtneming van hetgeen in deze beschikking is overwogen, teneinde te verklaren of en in hoeverre in redelijkheid kan worden gezegd dat de waarde in het economisch verkeer per 22 april 2008 overeenkwam met circa € 171 miljoen voor de winkels respectievelijk circa € 91 miljoen voor de onroerende zaken, althans met in totaal circa € 262 miljoen.

4(i.i) de eventuele waarde per 22 april 2008 van het door Koninklijke Ahold NV als houdster van nominaal € 50 miljoen cumulatief preferente aandelen A in het geplaatste kapitaal van Skipper Investments BV verkregen vetorecht en het optierecht, beide als bedoeld in 3.21 van deze beschikking en in 5.2.4. van het Offer Memorandum van 29 juli 2008 en met inachtneming van hetgeen in deze beschikking is overwogen, teneinde te verklaren of en in hoeverre in redelijkheid kan worden gezegd dat aan dat vetorecht en aan dat optierecht per 22 april 2008 waarden in het economisch verkeer van nihil toekwamen.

Onderzoekers zijn van mening dat ook de volgende overwegingen van de Ondernemerskamer richtinggevend zijn voor de vervulling van hun opdracht:

3.25 De Ondernemingskamer stelt voorop dat, juist nu de door Ahold voor haar belang in Schuitema bedongen tegenprestatie uit diverse te onderscheiden elementen bestaat en daarbij voor het merendeel sprake is van (deel)prestaties in natura, het voor derden – onder wie de minderheidsaandeelhouders maar ook de Ondernemingskamer – niet goed is na te gaan of de door de betrokken partijen aan die diverse (deel)prestaties toegekende (nominale) geldswaarden juist zijn, in die zin dat zij overeenkomen met de geldswaarden daarvan in het economisch verkeer. Immers niet valt uit te sluiten dat bij de – onderlinge – waardering van de onderscheiden (deel)prestaties – wèl - sprake is geweest van niet-zakelijke (te hoge of te lage) toegekende geldswaarden, nu partijen daarvoor over en weer gecompenseerd kunnen zijn in het kader van (de waardering op geldswaarde van) een of meer andere (deel)prestatie(s).

Deze redenering zal (kunnen) opgaan, zolang alle over en weer geleverde (deel)prestaties in natura (- - -) uiteindelijk maar dezelfde

totale waarde in het economisch verkeer hebben. Aldus is de prijsvorming van de onderhavige transactie tussen Skipper en Ahold uitermate ondoorzichtig en oncontroleerbaar.

De onderzoekers zijn van mening dat de vorenstaande overwegingen van de Ondernemingskamer de basis vormen voor de volgende uitspraak van de Ondernemingskamer in 3.27:

De deskundigen zullen het tot hun taak mogen rekenen zich daarbij tevens uit te laten over de (redelijkheid van de) door Skipper en Ahold gehanteerde ondernemingswaarde van Schuitema van circa € 950 miljoen.

Gezien deze uitspraak van de Ondernemingskamer en de eraan ten grondslag liggende overwegingen menen de onderzoekers – naast de hiervoor genoemde twee taken – ook tot hun opdracht te moeten rekenen het vaststellen van de consequenties die de zogenaamde CKK Transactie (zie het Offer Memorandum van Skipper Acquisitions BV onderdeel 5.2.2) heeft voor de ondernemingswaarde van Schuitema.

De VEB heeft in haar verzoekschrift aan de Ondernemingskamer gesteld dat Schuitema door het lichten van de optie op CKK “voor € 94.000 een vennootschap verwerft met in ieder geval € 177 miljoen (de verkoopprijs voor de aandelen in Schuitema) in kas” en (impliciet) dat Schuitema onmiddellijk en vrijelijk over dat geld kan beschikken (O.K.3.17). Deze stelling van de VEB is door de Ondernemingskamer verworpen omdat deze volgens de Ondernemingskamer berust op een onjuiste lezing van de in het Offer Memorandum beschreven structuur.

Daarin (in het Offer Memorandum; onderzoekers) is immers vermeld dat voor aanwending van het vermogen van de CV de instemming van alle vennoten (CKK, SZO, en de beherende vennoot) benodigd zal zijn. Desgevraagd is dit een en ander ter terechtzitting door Skipper c.s. bevestigd en nader toegelicht - - - - -.

Onder deze omstandigheden is naar het oordeel van de Ondernemingskamer het vermogen van CKK althans van de CV bestemd, en als zodanig gebonden te achten en kan niet worden gezegd dat dit vermogen ter vrije beschikking van Schuitema zal (komen te) staan.

De Ondernemingskamer wijst dan ook dit onderdeel van het verzoek van de VEB c.s. af.

Onderzoekers zijn van mening dat met het vorenstaande de betekenis van de CKK transactie voor de ondernemingswaarde van Schuitema evenwel niet is afgedaan. Het vermogen (van € 177 miljoen) is inderdaad binnen de CV bestemd en komt niet ter vrije beschikking van Schuitema. Maar met dit vermogen gaat de CV – binnen haar eigen doelstellingen – wel (deel)prestaties verrichten ten behoeve van Schuitema en de “franchisees” (Offer Memorandum (v)) en deze (deel)prestaties leiden op hun beurt tot een verhoging van de ondernemingswaarde van Schuitema. Onderzoekers menen dat zij dit indirecte effect op de ondernemingswaarde van Schuitema niet

buiten beschouwing mogen laten. Onderzoekers zullen daarom in hun rapport ook aandacht geven aan de indirecte invloed van de “CKK Transaction” op de aan Schuitema toe te kennen ondernemingswaarde en via deze ondernemingswaarde aan de waarde die Ahold voor de verkochte aandelen heeft ontvangen.

Een en andermaal benadrukt de Ondernemingskamer in haar beschikking dat van onderzoekers wordt verwacht dat zij de waarde van een en ander bepalen “in het economisch verkeer” (zie ondermeer het geciteerde onderdeel 4 (i) hiervoor). Onderzoekers menen dat de waarde van een goed in het economisch verkeer nader kan worden omschreven als de prijs die een willige koper voor een goed zal moeten betalen in een competitieve markt. Een competitieve markt houdt in dat de koper niet de enige gegadigde is voor het goed en de verkoper niet de enige aanbieder van het betreffende goed of ermee vergelijkbare goederen. Een willige koper wil zeggen dat bij de koper het vermogen en de bereidheid tot betalen voor het goed aanwezig is (althans zolang het marginale nut voor de koper van de aanwending van gelden in een andere bestedingsrichting niet hoger wordt).

In een competitieve markt zal de koper die het goed uiteindelijk verkrijgt, alle concurrenten (alle medegegadigden) achter zich moeten laten. Dit betekent dat de uiteindelijke koper juist een fractie meer zal moeten bieden dan de “second best” gegadigde. Dat wil dus niet zeggen dat in een competitieve markt de uiteindelijke koper altijd een prijs zal moeten betalen gelijk aan de hoogste prijs die deze koper nog juist voor het betreffende goed over heeft. Dit zal alleen het geval zijn als er andere gegadigden zijn die met hun biedprijs even ver willen (en kunnen) gaan als de uiteindelijke koper.

Geconcludeerd kan daarom worden dat de waarde in het economisch verkeer een fractie hoger ligt dan de “second best” prijs die in de markt haalbaar is. Is een koper – gezien de betekenis die hij aan het goed toekent – op zich genomen, bereid meer te betalen dan de second best prijs, dan zal hij dat toch nooit doen omdat hij dan zichzelf benadeelt. Immers door een fractie mèèr te bieden dan de second best bieding verkrijgt hij het goed al. Het resterende deel van het beschikbare geld kan hij dan aan een andere aanwending besteden. Bij de beoordeling van de prijs die bij de verkoop van de winkels in een bilateraal contact tussen Ahold en Schuitema tot stand komt,

“ - - - overweegt de Ondernemingskamer nog dat zij de VEB c.s. niet kan volgen in haar betoog dat hierbij zou moeten worden uitgegaan van de EBITDA marge van Ahold (voor 2007: 9) en niet die van Schuitema (voor 2007: 4). Dat Ahold in de toekomst met de winkels wellicht een hogere winstmarge kan behalen dan Schuitema is niet een factor die in de verkoopopbrengst ten bate van Schuitema tot uitdrukking behoort te komen.

De onderzoekers begrijpen deze overweging van de Ondernemingskamer als betrekking hebbend op het betoog van de VEB geplaatst in de context van een onderhandelingsituatie tussen Ahold en Schuitema als een bilateraal monopolie (een onderhandelingsituatie met één aanbieder en één vrager) en derhalve niet van toepassing op een waardebeoordeling in het economisch verkeer

gekenmerkt door een competitieve markt waarop de onderzoekers zich volgens de aanwijzingen in de beschikking moeten richten.

In het hierna volgende zullen de hiervoor genoemde drie onderdelen van de opdracht aan de orde worden gesteld:

- de waardebeoordeling van de “stores transaction” betreffende de waardebeoordeling van de 57 winkels en de drie vastgoedtransacties;
- de waardebeoordeling van de bijzondere rechten verbonden aan de preferente aandelen gehouden door Ahold;
- de waardebeoordeling van de indirecte effecten van de CKK transactie.

2. De contacten met partijen.

Onderzoekers hebben tijdens hun onderzoek met elk van de partijen nader contact gehad teneinde hen in de gelegenheid te stellen hun zienswijze toe te lichten, de onderzoekers van meer gedetailleerde informatie te voorzien en specifieke vragen aan onderzoekers mee te geven.

Met Schuitema/CVC en hun advocaten hebben onderzoekers voor het eerst gesproken op 3 november. CVC heeft toen een presentatie gegeven met nadere details over de “Stores Transaction” 4(i). Ook is bij deze gelegenheid aan de onderzoekers een uitgebreide documentatie uitgereikt. Bij de verstrekte documenten bevonden zich geen stukken die meer duidelijkheid verschaffen over de hiervoor reeds besproken CKK transactie. Onderzoekers hebben vervolgens per e-mail daarom verzocht. Schuitema/CVC antwoordde echter aan dit verzoek geen gevolg te geven omdat de CKK transactie volgens hen buiten de opdracht viel.

Er heeft zich toen een korte e-mail discussie over de inhoud van de opdracht ontsponnen (zie hiervoor bijlage 1), met als einduitkomst dat geen verduidelijkende informatie is verstrekt. De onderzoekers vinden dit standpunt van Schuitema/CVC betreurenswaard en onjuist. De mening van Schuitema/CVC dat de CKK transactie buiten de opdracht valt is op zich genomen volstrekt legitiem en de Ondernemingskamer zal zich daar wellicht over uitspreken. Maar door geen nadere informatie te verschaffen hebben Schuitema/CVC de onderzoekers in de positie geplaatst hun afwijkende mening te moeten onderbouwen zonder over alle daarvoor relevante informatie te beschikken (zie hierna). Dit nadeel voor onderzoekers had vermeden moeten worden.

Verder hebben onderzoekers met Schuitema/CVC gesproken op 19 november waarbij een groot aantal tevoren aan Schuitema/CVC gestelde vragen werden beantwoord. Eenzelfde bijeenkomst heeft plaatsgevonden op 24 november waarbij in het bijzonder vragen aan de orde kwamen over de onderbouwing van de fairness opinion van Duff & Phelps.

Onderzoekers hebben de contacten met Schuitema/CVC – afgezien van de hiervoor besproken kwestie – als zeer plezierig ervaren. Alle gestelde vragen zijn met grote openheid beantwoord.

Met twee verzoekers, de Vereniging van Effectenbezitters en een individuele aandeelhouder de heer R.M. Gooskens, hebben de onderzoekers gesproken op 10 november. In dit gesprek werden onder meer delen van het verzoekschrift nader toegelicht. Ook dit gesprek verliep uiterst plezierig.

3. De waardebepaling van de 57 winkels.

In het Offer Memorandum vermeldt Skipper Acquisitions BV in onderdeel 5.2.3 Stores Transaction dat de "aggregate purchase price for the approximately 57 stores sold to Ahold, including real estate, amounts to € 262 million. Excluding real estate the aggregate purchase price for those stores amounts to approximately € 171 million. The value of the real estate attached to these stores amounts to approximately € 91 million. Of the total value of approximately € 91 million real estate attached to these stores, approximately € 40 million represents the value of real estate originally owned by Schuitema and approximately € 51 million represents the value of the real estate that was acquired in a parallel transaction from a third party at closing of the transaction.

Aan de onderzoekers zijn gedetailleerde lijsten overgelegd van de 57 winkels met daarop onder meer vermeld voor elk van de winkels:

- de vestigingsplaats
- de (tussen Schuitema en Ahold overeengekomen) (ver)koopprijs
- de jaaronzet (zowel consumenten- als goederenomet).
- de m² VVO
- de EBITDA
- of onroerend goed is meeverkocht en tegen welke prijs

In verband met het vertrouwelijke karakter van deze informatie zijn de betreffende lijsten niet in dit rapport opgenomen. Voor de 57 winkels kunnen uit deze informatie evenwel de volgende gemiddelden en totalen worden afgeleid (omzet is steeds gedefinieerd als consumentenomet tenzij anders vermeld):¹

Per winkel

- | | |
|---|---------------------|
| • Gemiddelde VVO | 1139 m ² |
| • Gemiddelde jaaronzet | € 9.705.000 |
| • Gemiddelde omzet per VVO per m ² | € 164 |
| • Gemiddelde weekomzet per winkel | € 187.000 |

Totalen voor de 57 winkels

- | | |
|-----------------------------------|-----------------|
| • Totale (ver)koopprijs winkels | € 193,2 miljoen |
| • Totale weekomzet 57 winkels | € 10.638.000 |
| • Verkoopprijs O.G. van Schuitema | € 40,0 miljoen |
| • Verkoopprijs O.G. van Derden | € 50,3 miljoen |

¹ De omzet per winkel en hieraan gerelateerde maatstaven is gebaseerd op gedetailleerde winkelinformatie verstrekt door Schuitema, waarbij pro-forma aanpassingen zijn gemaakt om de "recurring" jaaronzet te schatten voor winkels die niet 52 weken in 2007 geopend waren (i.c. Hoofddorp, Venlo, Enschede en Arnhem).

De totale verkoopprijs van de 57 winkels wijkt af van de hiervoor genoemde € 171 miljoen. De reden van die afwijking is dat op de € 193,2 miljoen een correctie is aangebracht van € 23,2 miljoen bestaande uit € 10 miljoen wegens "trapped cash" (dat is voor kasgeld bij sluiting van de winkels daarin aanwezig ter beschikking van de verkoper) en 13,1 miljoen wegens "tax compensation" (dat is omdat gezien de vorm van de overdracht van de winkels de koper fiscaal slechts de overgenomen boekwaarde kan afschrijven en niet de betaalde koopprijs; koper en verkoper hebben dit verlies aan fiscale mogelijkheden ieder voor de helft gedragen). Na deze correctiepost resteert een (netto) koopprijs van € 170 miljoen. Daarbij moet nog worden gevoegd een verhoging van per saldo € 1 miljoen wegens een vervanging van een goedkopere door een duurder winkel binnen de overgedragen winkels, waarna de eerder genoemde € 171 miljoen uit het "Offer Memorandum" resteert.

a. Waardering op basis van x maal de weekomzet

In de branche is het gebruikelijk de (ver)koopprijs van supermarkten – los van het daarbij betrokken onroerend goed – vast te stellen op een factor x maal de weekomzet. Men spreekt in dit verband ook wel van de "goodwill" van de winkel". Om de genoemde formule voor de onderhavige waardering te kunnen hanteren moet uiteraard worden vastgesteld:

- (a) Wat is voor deze waardering de relevante waarde van x
- (b) Wat is de bij (a) behorende definitie van de weekomzet.

Hiervoor, bij de bespreking van wat de bepaling van de waarde in het economisch verkeer precies inhoudt werd geconcludeerd dat het daarbij gaat om de waarde die een potentiële koper zal moeten betalen om het verlangde goed in concurrentie met andere gegadigden voor zich te verwerven, waarbij deze koper dus een fractie meer zal moeten bieden dan de second best koper in de markt bereid is te betalen.

In een bespreking van het boek "Vijf en twintig jaar Albert Heijn Franchisers" opgenomen in het tijdschrift "Food Personality" nr 10 van 8 oktober 2008 staat vermeld dat de goodwill die een AH franchiser krijgt als hij zijn winkel aan een collega-franchiser of aan Albert Heijn aanbiedt, varieert tussen 20 en 30 maal de weekomzet. (zie bijlage 2)

Onderzoekers zijn van mening dat deze multiple van toepassing is op de door hen te waarderen 57 winkels van Schuitema en niet de multiple (van 10 tot 12 eveneens genoemd in het artikel) voor vestigingen geëxploiteerd volgens een andere ondernemingsformule. De reden daarvoor is dat de 57 Schuitema winkels reeds uitgekozen zijn en door Albert Heijn ook zijn geaccepteerd om AH winkels te worden. Ook de vestigingspunten zijn dus aantrekkelijk bevonden voor een AH exploitatie. Het enige waarin de 57 Schuitema winkels wat hun toekomstperspectief betreft, nog verschillen van een AH winkel is dat in de Schuitema winkels de ombouw tot een winkel die voldoet aan de eisen van de AH formule, nog moet plaatsvinden. Dit vraagt een aanzienlijke investering, maar leidt ook – zoals de ervaring leert – tot stijging van de weekomzet. Voor deze beide elementen moet de multiple dan ook nog worden gecorrigeerd.

Als vertrekpunt voor deze correctie kiezen de onderzoekers voor een multiple gelijk aan de middenwaarde binnen de bovenste helft van de range van 20-30; dat is dus 27,5. Gezien de kwaliteit van de Schuitema winkels (o.a. een hoge vloerproductiviteit) achten onderzoekers dit vertrekpunt gerechtvaardigd. Wat betreft de omzetontwikkeling van de winkels na de ombouw tot de AH formule, wordt in de branche wel gesproken van een toeneming van de weekomzet met 50%. Onderzoekers vinden dat echter te hoog geschat. Zij gaan voorzichtigheidshalve uit van niet meer dan 20%. Dit leidt tot een verhoging van de multiple tot 33 ($27,5 \times 1,2$). De investering in de ombouw naar de AH-formule schatten onderzoekers voorzichtigheidshalve op € 1,4 miljoen per winkel (uitgaande van een VVO van 1139 m² per winkel en een gemiddelde investering per VVO van € 1250,- per m²); gegevens verstrekt door Schuitema/CVC en tevens opgenomen in de fairness opinie van Duff & Phelps). Rekening houdend met de winstbelasting komt dit uit op een investering na belasting van € 1,1 miljoen. Bij een gemiddelde weekomzet van circa € 187.000 is dit circa 5,8 x de weekomzet. Daarbij komt nog een eenmalige investering van circa 1,5 % x de jaaromzet in de nieuwe situatie in werkkapitaal. De op de multiple te corrigeren factor wordt daarmee 6,8 Dit betekent dat de te hanteren multiple reduceert tot ($33 - 6,8 =$) 26,2. Voor een gedetailleerde berekening zie bijlage 3.

Voor de waardebeoordeling van de winkels (exclusief onroerend goed) zullen onderzoekers deze multiple, gerekend over de weekomzet onder het Schuitema-beheer, als vertrekpunt hanteren. Dit vooral ook omdat waarderingen uitgaande van Discounted Cash Flow (DCF) en "trading multiples" analyses tot een vergelijkbare waardeverhouding per € weekomzet leiden.

Resultaten op basis van factor x maal de weekomzet

Op basis van onze hierboven gehanteerde factor van 26.2 en een weekomzet van de 57 winkels van € 10.638.000 (ofwel circa € 187.000 per winkel) schatten de onderzoekers de waarde van de 57 winkels op circa € 279 miljoen.

b. Waardering op basis van de DCF-analyse

Algemene uitgangspunten

Een waardering op basis van de DCF-methode geschiedt door het contant maken van de verwachte vrije kasstromen tegen de WACC. Projecties van de omzetten, resultaten en vrije kasstromen hebben plaatsgevonden voor het totaal van de 57 winkels voor de komende 10 jaar (2008-2017) waarna vervolgens een restwaarde is berekend op basis van een eeuwigdurende constant groeiende kasstroom. Zowel de vrije kasstromen als de restwaarde worden contant gemaakt tegen de WACC van 8.9%. Voor het waarderen van de winkels is uitgegaan van een situatie van 100% huur van het vastgoed, aangezien het vastgoed apart gewaardeerd wordt. Er is gekozen voor een incrementele benadering in onze projecties vanuit het perspectief van de "second-best" bieder zoals eerder verwoord in dit rapport. Er wordt qua winstontwikkeling een reductie toegepast op de EBITDA en EBITA-marge van Albert Heijn. De onderzoekers kijken hierbij af van het standpunt van de verzoekers, zoals

opgenomen in het verzoekschrift, waar zij zonder meer uitgaan van de Albert Heijn marge terwijl wij uitgaan van een lange termijn marge die een second-best gegadigde redelijkerwijs zou kunnen behalen.

Wij hebben de EBITA-marge gesteld op 4.5% gerekend over de goederen omzet. Deze EBITA marge ligt 2.0% onder de gemiddelde gerealiseerde EBITA-marge van circa 6.5% die de Albert Heijn winkels gemiddeld in 2006 en 2007 gegenereerd hebben. De marge berekeningen van Albert Heijn zijn geschoond voor de bijdrage van ETOS en Gall & Gall. Daarnaast is een correctie op de Albert Heijn marge van circa 0.5% van de omzet doorgevoerd, ter dekking van de kosten van het Group Support Office. De analisten projecties voor 2008 tot 2011 zijn optimistischer ten aanzien van de EBITA-ontwikkeling van Albert Heijn. In die periode verwachten de analisten een gemiddelde EBITA marge van 7.0%. Echter, de onderzoekers achten deze geprojecteerde marge ontwikkeling te optimistisch. Voor de onderbouwing van de marge ontwikkeling van Albert Heijn is gebruik gemaakt van Analisten Rapporten van vòòr de periode van 23 april 2008 alsmede van het jaarverslag van Ahold over 2006 en 2007. Wij verwijzen naar bijlage 4 voor de nadere details van onze DCF analyse.

Resultaten DCF-waardering

Op basis van onze hiervoor uiteengezette uitgangspunten en de berekeningen opgenomen in bijlage 3 schatten wij in het base case scenario de economische waarde van de 57 winkels op circa € 285 miljoen. Gevoeligheidsanalyse voor de WACC en de lange termijn EBITA marge van de 57 winkels resulteert in een waarderingsrange van circa +10 en -10% op de hierboven aangegeven waarderingsrange. Voor de gedetailleerde uitgangspunten, projecties in het wordt verwezen naar bijlage 4.

| | | EBITA marge | | | | |
|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 4.00% | 4.25% | 4.50% | 4.75% | 5.00% |
| WACC | 8.7% | 261.6 | 278.9 | 296.1 | 313.3 | 330.6 |
| | 8.8% | 258.7 | | | | 324.6 |
| | 8.9% | 251.8 | | | | 318.7 |
| | 9.0% | 247.1 | | | | 313.1 |
| | 9.1% | 242.6 | 258.8 | 275.1 | 291.3 | 307.6 |

Waardering 57 winkels in mEUR

c. Waardering op basis van trading multiples

De bepaling van de trading multiples is gebaseerd op de ondernemingswaarde van onze peer group en de analisten verwachtingen op 22 april 2008. De volgende peers zijn in onze waarderingsanalyse meegenomen: Koninklijke Ahold, Super de Boer, Sligro, Colruyt, DelHaize, Carrefour, WM Morrison, Sainsbury en Tesco. De hieruit resulterende trading multiples op basis van de 2007 realisatie en 2008-2010 mediaan van de analisten verwachtingen zijn in detail opgenomen in bijlage 5a.

De trading multiples op 22 april 2008 zijn redelijk in lijn met de historische trading multiples van de sector over de afgelopen 10 jaar. Over de periode 1998 tot 2007 bedragen de gemiddelden van de mediaan van de peer group voor de omzet-, EBITDA- en EBITA-multiple respectievelijk 0.6x, 8.3x en

11.4x. Zie bijlage 5b voor de historische ontwikkeling van de trading multiples over de afgelopen 10 jaar van de door ons gekozen peer group op basis van de gemiddelde enterprise value gedurende een jaar en de gerealiseerde omzet, EBITDA en EBITA in het desbetreffende jaar.

Conform de onderbouwing van de Duff & Phelps fairness opinie worden de trading multiples opgehoogd met een transactie premie van circa 20% op de ondernemingswaarde multiples - hetgeen ongeveer overeenkomt met een opslag van 25% op de aandeelhouderswaarde - welke in lijn is met de gemiddelde premie die betaald wordt aan de aandeelhouders indien een beursgenoteerde onderneming wordt overgenomen.

De uitkomsten van de waardering met behulp van trading multiples moeten voorzichtig geïnterpreteerd worden. Dit vanwege het feit dat in de multiples impliciet het vastgoed welke deze ondernemingen in de portefeuille hebben wordt meegenomen. Hiervoor hebben de onderzoekers helaas niet kunnen corrigeren als gevolg van onvoldoende informatie omtrent de waarde van het vastgoed van de ondernemingen in onze peer group. Daarnaast wordt bij het gebruik van trading multiples een reeds lopende business gewaardeerd, terwijl er ten behoeve van de 57 over te nemen winkels aanzienlijke remodelling- en werkkapitaal investeringen noodzakelijk zijn om de bedrijfsinrichting aan te passen en de winkel operationeel te krijgen. Hiervoor is in de waardering met behulp van multiples voor de 57 winkels gecorrigeerd op basis van identieke aannames zoals gehanteerd in de DCF-analyse (circa € 9 miljoen werkkapitaal correctie en circa € 64 miljoen waarde van de eenmalige remodelling investering).

Eveneens weerspiegelen de trading multiples van de door ons gehanteerde peer group onvoldoende de upside in winkel productiviteit die wij verwachten in de 57 winkels na overname door een "second-best" bidder welke zich pas in 2009 materialiseren. Dit naast de ingezette herstructureringen en door AT Kearney geïdentificeerde upsides welke pas in 2010 het volledige effect hebben. De waardering op basis van trading multiples is primair gebaseerd op 2009 en 2010 waarbij in 2009 en 2010 normalisaties zijn doorgevoerd voor eenmalige effecten (extra marketing investeringen en het full year effect AT Kearney) alsmede een normalisatie voor de hoge afschrijvingslasten inzake de remodelling van de winkels waardoor de afschrijvingslasten de komende jaren op een significant hoger niveau liggen dan de "steady state" waarin de ondernemingen van onze peer group zich al in bevinden.

Resultaten multiple-waardering

De ondernemingswaarde van de 57 winkels op basis van de omzet-, EBITDA- en EBITA-multiples voor 2009-2010 resulteren in een waarde range van € 274-298 miljoen waarbij de gemiddelde waarde op ongeveer € 286 miljoen ligt. Voor de omzet-, EBITDA- en EBITA-multiple afzonderlijk liggen de waarde ranges op respectievelijk € 274-280 miljoen, € 279-298 miljoen en € 278-290 miljoen (zie bijlage 5c).

Samenvatting waarderingen van de 57 winkels:

De 3 in het vorenstaande uitgevoerde waarderingen van de 57 winkels exclusief onroerend goed geven de volgende uitkomsten:

1. waardering op basis van 26,2 maal de weekomzet € 279 miljoen
2. waardering op basis van DCF analyse € 285 miljoen
3. waardering op basis van trading multiples € 286 miljoen

Het gemiddelde van deze drie waarderingen is € 283.333.000. Vergeleken met de € 171.000.000 vermeld in het Offer Memorandum leidt deze waardering tot een meerwaarde van € 112.333.000,-

4. Waardering Vastgoed Transacties

Naast de verkoop van de 57 winkeloperaties hebben een drietal vastgoed transacties tussen Schuitema/Skipper en Ahold plaatsgevonden (zie hierna). DTZ heeft een waarderingsanalyse van alle desbetreffende vastgoedobjecten uitgevoerd die onderdeel uitmaken van de drie vastgoedtransacties. De onderzoekers onderschrijven – net zoals Duff & Phelps in hun fairness opinie - de gehanteerde waarderingsmethodieken, uitgangspunten en waarderingen van DTZ. Op basis van toetsing van een vijftal objecten en de door DTZ verstrekte marktconforme huurniveaus voor alle vastgoedobjecten, resulteert een gemiddelde huurkapitalisatiefactor van circa 15.3x hetgeen overeenkomt met een BAR (bruto-aanvangsrendement / gross yield) van circa 6.5% hetgeen wij voor de desbetreffende portefeuille van vastgoedobjecten redelijk achten. Derhalve accepteren de onderzoekers de door DTZ uitgevoerde waarderingsanalyses voor het vastgoed en bestempelen de waarderingen van DTZ als marktconform.

Echter, er zijn verschillen tussen de waarderingen die hebben plaatsgevonden door DTZ en de bedragen welke zijn opgenomen in de Share Purchase Agreement/Closing Schedules en de hieraan gerelateerde documentatie. In de 3 vastgoedtransacties die hebben plaatsgevonden tussen Ahold en Schuitema stelden onderzoekers de volgende verschillen vast:

1. Verkoop van 9 eigen panden in bezit van Schuitema Vastgoed BV welke verkocht zijn aan Ahold. DTZ schat de waarde van deze vastgoed objecten op circa € 42.3 miljoen terwijl in de Share Purchase Agreement/Closing Schedules is uitgegaan van een waardering van € 40.0 miljoen. De bevoordeling van Ahold op deze transactie wordt geschat op € 2.3 miljoen.

2. Verkoop van 17 panden van derden verkocht via een ABC transactie via Schuitema Vastgoed BV aan Ahold. Schuitema bezat een optie op 27 panden van derden waarvan 17 gerelateerd zijn aan de 57 winkels die verkocht zijn aan Ahold. Van de restrende 10 panden zijn 6 door Schuitema in haar eigen vastgoed portefeuille opgenomen en 4 zijn via een ABC transactie doorgeschoven naar derden. DTZ schat de waarde van de 17 vastgoed objecten

getransferred naar Ahold op circa € 52.7 miljoen terwijl in de Share Purchase Agreement/Closing Schedules is uitgegaan van een waardering van € 48.3 miljoen exclusief overdrachtsbelasting en leges. De bevoordeling van Ahold op deze transactie wordt geschat op € 4.4 miljoen.

3. Verkoop van 2 panden van Ahold verkocht aan Schuitema Vastgoed BV. Ahold bezat twee panden waar twee winkels in gevestigd zijn die in de portefeuille van Schuitema achter blijven (dus geen onderdeel van de 57 winkels die verkocht zijn aan Ahold). DTZ schat de waarde van de 2 vastgoed objecten getransferred naar Schuitema op circa € 16.3 miljoen terwijl in de Share Purchase Agreement/Closing Schedules is uitgegaan van een waardering van € 13.6 miljoen. De bevoordeling van Schuitema op deze transactie wordt geschat op € 2.7 miljoen.

Per saldo bedraagt de bevoordeling van Ahold in de drie vastgoed transacties die hierboven beschreven zijn circa € 4.0 (2.3 + 4.4 – 2.7) miljoen ten opzichte van de DTZ waardering.

5. De waarde van de optie- en vetorechten verbonden aan de door Ahold verkregen preferente aandelen

In onderdeel 5.4.1. van de “Subscription and Shareholders’ Agreement” is vastgelegd dat gedurende de Optieperiode (die afloopt op 22 april 2011) de schriftelijke goedkeuring van Koninklijke Ahold (KA) is vereist voor elke “belangrijke acquisitie”. Een “belangrijke acquisitie” (Material Acquisition) wordt nader omschreven in artikel 5.2 onder b als een acquisitie waarbij Schuitema (direct of indirect) acquireert, wordt geacquireerd door of een fusie aangaat met, een supermarktketen in Nederland bestaande uit in totaal meer dan 40 supermarkten in Nederland.

KA mag dit vetorecht echter alleen uitoefenen indien en zolang Schuitema aan KA (1) geen supermarkten te koop aanbiedt in overeenstemming met de voorwaarden vermeld in het onderdeel “Stores Options” en (2) supermarkten aanbiedt tegen een koopprijs hoger dan die genoemd in artikel 5.2.4. (b). In het onderdeel “Stores Options” staat vermeld dat KA het recht krijgt om - in geval van de in de vorige alinea genoemde acquisities - supermarkten te kopen van Schuitema tot een totaal van maximaal 36. De aangeboden supermarkten worden geselecteerd door Schuitema. Indien KA geen gebruik maakt van de aanbieding van 36 winkels, vervalt het vetorecht.

Bovendien heeft KA – als Schuitema gedurende de Optie Periode beslist om supermarkten uit zijn eigen of recentelijk verkregen portefeuille te sluiten of af te stoten – “the right of first refusal” met betrekking tot dergelijke supermarkten; behalve als het gaat om supermarkten die worden aangeboden aan eigen franchisenemers van Schuitema. Elke supermarkt gekocht door KA onder deze regeling zal van het in de vorige alinea genoemde maximum van 36 worden afgetrokken.

Verder staat in de Schedule 4 van de "Subscription and Shareholders' Agreement" vermeld dat KA het vetorecht niet mag uitoefenen als de prijs waartegen Schuitema de supermarkten aanbiedt lager ligt dan 21 x de weekomzet (bij supermarkten met een weekomzet > € 120 per m²) of 19 x de weekomzet (bij supermarkten met een weekomzet < € 120 per m²).

Indien KA gedurende de Optieperiode 20 of meer supermarkten heeft verkregen van Schuitema, eindigen de vetorechten onder artikel 5.4 met uitzondering van vetorechten ten aanzien van één bepaalde fusiepartner.

Aan KPMG is gevraagd aan te geven hoe deze bijzondere rechten verkregen door Ahold, in de externe financiële berichtgeving van Schuitema moeten worden verwerkt. Bij haar analyse is KPMG ervan uitgegaan dat een prijsbepaling volgens de hiervoor genoemde regels van de Optie overeenkomst, leidt tot een marktconforme prijs voor de aan Ahold aan te bieden winkels.

KPMG concludeert dat er *"geen sprake is van een "liability" die onder IFRS opgenomen dient te worden in de balans"*. Volledigheidshalve voegt KPMG hieraan toe dat de aan Ahold verstrekte rechten *"wel in de jaarrekening 2008 onder de niet uit de balans blijvende verplichtingen moeten worden toegelicht"*.

Uit het feit dat (volgens KPMG) in de balans geen verplichting moet worden opgenomen zou men de conclusie kunnen trekken dat dan de eigenaar van die rechten, Koninklijke Ahold, in zijn balans ook geen actief daarvoor hoeft op te nemen; ergo dat deze rechten voor KA geen waarde hebben. Bedacht moet echter worden dat actief en passiefposten op een balans steeds gebaseerd dienen te zijn op traceerbare toekomstige ingaande resp. uitgaande kasstromen dan wel ingaande resp. uitgaande toekomstige stromen van andere middelen dan geld van de vennootschap; waarbij deze stromen met een waarschijnlijkheid van duidelijk meer dan 50% moeten worden verwacht. Aan deze vereisten voor actief en passiefposten wordt hier volgens KPMG niet voldaan.

Bij de waardering die van onderzoekers wordt verlangd gaat het echter niet om verwachte concrete stromen van ingaande of uitgaande middelen, maar om mogelijke "opportunity profits". Met andere woorden: om de mogelijkheid dat de middelen – in de vorm van de 36 winkels – die misschien aan Ahold zullen toevloeien wellicht een hogere waarde hebben dan de daarvoor door Schuitema "in redelijkheid" gevraagde uitoefenprijs volgens Schedule 4, zodat de ondernemingswaarde die Ahold voor de door haar verkocht aandelen ontvangt wellicht hoger uitvalt dan uitgaande van de totale ondernemingswaarde van Schuitema van € 950 miljoen (waarin de speciale rechten immers voor nihil zijn opgenomen) was berekend. Bij de vaststelling van de "opportunity profits" is de kern vraag of de uitoefenprijs die Schuitema geacht wordt voor de winkels te berekenen volgens de regels van de Optie overeenkomst, gelijk is aan de waarde die Ahold zelf, op basis van zijn eigen waarderingsprincipes, aan die winkels toekent.

Een waardering volgens de eigen waarderingsprincipes van Ahold geeft aan de prijs die Ahold maximaal kan en moet betalen om in de markt concurrerende gegadigden in de strijd om de supermarkten voor te blijven. Dit is dus de prijs afgestemd op de second best bidder in de markt. Eerder werd vastgesteld dat deze Ahold prijs gelijk is aan 26,2 maal de weekomzet (indien de weekomzet wordt gedefinieerd als de omzet bij exploitatie met een andere dan de Ahold winkelformule, maar wél met een kwalitatief daaraan gelijkwaardige formule).

Tegenover deze second best waardering staat de uitoefenprijs die Schuitema – krachtens de Subscription and Shareholders Agreement - maximaal aan Ahold mag vragen (deze bedraagt 19x of 21x de weekomzet afhankelijk van de omzet per VVO). Deze prijs ligt lager dan de second best waardering van 26,2x. Het verschil is een voordeel voor Ahold. Immers door de in de Shareholders Agreement overeengekomen Optie regeling kan Ahold winkels kopen tegen een van tevoren vastgelegde uitoefenprijs. Ahold hoeft daardoor met zijn biedprijs niet te gaan tot het uiterste waartoe hij bij het verwerven van winkels van AH-franchisers bereid is. Maar deze laatste prijs geeft wél de prijs aan – en dus de waarde – die Ahold in het economisch verkeer wil betalen.

Dit verschil tussen de second best biedprijs van Ahold en de overeengekomen biedprijs berekend volgens de regels van het optiecontract bedraagt 6,2 x de weekomzet (namelijk 26,2 verminderd met het gemiddelde van 21 en 19). Gegeven deze extra waarde die Ahold (gemiddeld) per winkel verkrijgt, blijft de vraag hoeveel winkels naar alle waarschijnlijkheid binnen de optieregeling naar Ahold zullen overgaan. Dat dit er 36 (het maximum) zullen zijn is lang niet zeker. Maar dat geen enkele winkel onder deze regeling zal worden overgenomen is ook weer hoogst onwaarschijnlijk. Dit zou immers betekenen dat het betreffende deel van de aandeelhoudersovereenkomst geheel voor niets is overeengekomen.

Tot vòòr de verkoop van de aandelen Schuitema aan Ahold was Ahold als meerderheidsaandeelhouder met een belangrijke vertegenwoordiging in de Raad van Commissarissen van Schuitema vrij nauw bij de strategische beleidsvorming van Schuitema betrokken. Naar algemeen bekend is was dit tot ongenoegen van Schuitema. Schuitema duidde Ahold wel aan als “onze grootste concurrent”. Door de veto- en optierechten te bedingen heeft Ahold zich ervan verzekerd nog tot 2011 bij Schuitema aan de (bestuurs)tafel te zitten. Gezien het verleden lijkt het aannemelijk dat Schuitema daarvan af zal willen. Schuitema kan dit bereiken door eigen supermarkten aan derden aan te bieden en op die manier gebruik makend van artikel 5.2.3 Ahold te prikkelen van zijn “right of first refusal” gebruik te maken. Voor Schuitema is het aanbieden van eigen supermarkten aantrekkelijk omdat het bezit van eigen winkels alleen maar remmend werkt op een gewenste herstructurering van Schuitema in de richting van een zuivere franchiseorganisatie. Weliswaar zal Schuitema een voorkeur hebben voor verkoop van eigen winkels aan eigen franchisers, maar het een sluit het ander niet uit.

Onderzoekers menen daarom dat er gegronde redenen zijn om aan te nemen dat Schuitema er naar zal streven om in elk geval minimaal het aantal van 20 aan Ahold verkochte winkels te halen, want als dat aantal wordt bereikt vervalt het vetorecht, behalve met betrekking tot acquisitie van één bepaalde fusiepartner.

Wordt van de eerder genoemde 20 winkels uitgegaan, dan leidt dit bij een gemiddelde weekomzet van € 187.000,- tot een additionele waarde voor Ahold van $20 \times 6,2 \times € 187.000,- = € 23.188.000,-$. Contant gemaakt tegen de eerder berekende WACC van 8.9% over het gemiddelde van de 3 jaarsperiode (i.c. 1.5 jaar) bedraagt de inschatting van de waarde van de bijzondere rechten € 20.405.000

6. De indirecte effecten van de CKK transactie.

De verkoop van 98,4% van de aandelen Schuitema door Ahold en CKK aan een *“newly incorporated entity owned and controlled by funds managed by CVC Capital Partners” - - - - was part of a number of interrelated transactions, which are described in more detail - - - below and are collectively referred to as the “Transaction”* (Offer Memorandum 5.1.1)

Verderop in 5.1.1. wordt “the Transaction” beschreven als bestaande uit 4 onderdelen:

1. de verwerving door CVC van 73,2% van de aandelen in Schuitema van Ahold (Ahold Transaction);
2. de verwerving door CVC van 25,1% van de aandelen in Schuitema van CKK. (CKK transaction);
3. de verkoop door Schuitema aan Ahold van eigen C1000 winkels van Schuitema (Stores Transaction);
4. de herinvestering van € 50 miljoen door Ahold in preferente aandelen van Schuitema met aan die preferente aandelen verbonden veto- en optierechten (de “Shareholders Arrangements”).

Na deze opsomming gaat het “Offer Memorandum” als volgt verder:

These transactions, that all have been concluded on arm's length terms, are interrelated in the sense that the completion of each transaction was expressed to be inter-conditional upon the completion of the other components of the Transaction.

In other words, none of the specific transactions would become unconditional without the other transactions being completed.

Onderzoekers hebben bovenstaande passages in hun rapport opgenomen om te onderstrepen dat de CKK transactie een onlosmakelijk onderdeel uitmaakt van de totale transactie en daardoor mede bepalend is voor de hoogte van de ondernemerswaarde van Schuitema na realisatie van deze totale transactie.

De invloed van de CKK transactie op de ondernemingswaarde van Schuitema kan worden vastgesteld door een vergelijking te maken tussen de relatie die er bestaat tussen CKK en Schuitema vòòr de CKK transactie en na deze transactie.

CKK vòòr de herstructurering:

Volgens het "Offer Memorandum" (onderdeel 5.2.2.(IV)) is de eigenaar van CKK de Stichting tot Beheer van Spaar- en Financieringsmaatschappijen "Spafima". Gedurende de afgelopen twee decennia heeft CKK haar vermogen gebruikt om 25,1% van het totale aandelenkapitaal van Schuitema te verwerven. Als gevolg hiervan

CKK annually received dividends which were returned to Schuitema as a gift and which Schuitema used to pay for several selected projects for the joint benefit of both Schuitema and the franchisees. In addition CKK and its subsidiaries have been involved in Schuitema franchisee related support activities such as individual financial services, store system support and property leasing. Offer Memorandum 5.2.2(iv)

De complexe structuur van CKK hield in dat haar bezit en toekomstige opbrengsten daaruit, werden gehouden "in de dode hand". Schuitema had echter een call optie op de aandelen van CKK met een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde van die aandelen van € 94.000,-. Het uitoefenen van de optie was niet beperkt door een vervaldatum, maar vereiste wèl de goedkeuring van de Raad van Commissarissen van CKK (evenredig samengesteld uit vertegenwoordigers van Schuitema en van de franchisenemers). Vòòr de CKK transactie bezat CKK 8.742.319 aandelen Schuitema. Daarop werd € 0,40 per aandeel dividend uitgekeerd. In totaal ontving CKK dus € 3.496.928.

CKK na de herstructurering:

Hierover zegt het "Offer Memorandum" in 5.2.2.(v) het volgende:

In order to simplify the current CKK structure, the CKK supervisory board members have agreed to approve the exercise of the call option by Schuitema after the Offer, conditional upon a new structure being put in place to safeguard the interests of both the franchisees and Schuitema. For this structure, a new limited partnership will be set up. Assets held by CKK will subsequently be transferred to a limited partnership. The general partner will be majority owned by Schuitema, with Stichting Zelfstandig Ondernemerschap "SZO", a vehicle setup for the benefit of the franchisees, holding the remaining interest. The partnership will remain under joint control of its partners (vennoten), including SZO, CKK and the general partner, with an aim to among others, (i) encourage entrepreneurship with franchisees; (ii) extend finance to the franchisees; (iii) enter into contracts of suretyship (borgstellingen) in favour of the franchisees (iv) support pilot projects; (v) joint marketing with the franchisees in support of the C 1000 brand and (vi) promotional and educational activities for the franchisees. Each year Schuitema and the franchisees will identify suitable projects to invest in. Each use of funds by this new entity will require the consent of both Schuitema and the other partners including SZO. Therefore, this structure does not

enable Schuitema at its discretion to procure distribution of net assets held for the benefit of the limited partnership to Schuitema.

Duidelijk blijkt uit deze passage dat door het uitoefenen van de CKK optie Schuitema niet de beschikking kreeg over de activa van CKK en dat derhalve de opvatting van verzoekers neergelegd in hun verzoekschrift dat Skipper “voor EUR 94.000 een vennootschap verwerft met in ieder geval EUR 177 miljoen (de verkoopprijs voor de aandelen in Schuitema) in kas” niet juist is. In de beschikking van de Ondernemingskamer is dit ook vastgelegd:

Naar het oordeel van de Ondernemingskamer (is) het vermogen van CKK, althans van de CV bestemd en als zodanig gebonden te achten en kan niet worden gezegd dat dit vermogen ter vrije beschikking van Schuitema zal (komen te) staan.

Wat uit de geciteerde passage niet volstrekt duidelijk blijkt – helaas hebben onderzoekers daarover geen absolute zekerheid kunnen verkrijgen omdat Schuitema/CVC niet bereid waren over de nieuwe structuur en de doelstellingen van de daarin voorkomende vennootschappen en stichtingen voldoende informatie te verschaffen – maar zich toch als hoogstwaarschijnlijk laat vermoeden, is dat onder de nieuwe structuur bij benadering dezelfde diensten zullen worden verleend aan Schuitema en haar franchisenemers als onder de oude. En dat beide partijen in een gezamenlijke besluitvorming daarover beslissen.

Het verschil tussen de oude en de nieuwe structuur is alleen dat onder de nieuwe, de geldmiddelen aanmerkelijk ruimer (zullen) zijn. Over de beschikbare middelen vermeldt het “Offer Memorandum” onder 5.2.2.:

On 30 June 2008, the Offeror acquired CKK's 25.1% interest in Schuitema for a total purchase price of EUR 176.503.200. The vast majority of the purchase price will (in the form of vendor loans to Skipper investments, that have been concluded on arm's length terms including an interest rate accruing yearly at an annual rate of 5.3%) be contributed to a limited partnership that will be set up for the joint benefit of franchisees and Schuitema (see 5.2.2.(i) below) (moet waarschijnlijk zijn 5.2.2.(v) below; onderzoekers). An amount of EUR 27.500.000 will be used to support the franchisees and certain members of Schuitema's senior management to indirectly participate in Schuitema.

Dit betekent dus dat in de nieuwe structuur rente-inkomsten ter beschikking zullen komen op aan Skipper uitgeleende gelden tegen 5,3%. Onderzoekers vinden deze rentevoet niet marktconform, maar zullen daar wegens gebrek aan gegevens niet nader op ingaan. Op welke wijze precies de ter beschikking stelling van de € 27,5 miljoen voor participatie door het senior management en door de franchisenemers, zal worden gestructureerd is de onderzoekers evenmin bekend. Zij nemen echter aan dat voor die ter beschikkingstelling minstens eveneens een rente van 5,3% zal worden gevraagd. Het gevolg is dan dat “de nieuwe CKK” jaarlijks aan rente zal ontvangen van: € 176.503.200 x 5,3 % = € 9.354.670,-.

Vergeleken met de eerdergenoemde dividendinkomsten van € 3.496.928 is dit een stijging met € 5.857.742

Zoals hiervoor reeds vermeld is het zeer waarschijnlijk dat de aard van de dienstverlening die onder de nieuwe structuur aan Schuitema en haar franchisenemers wordt verleend ongeveer gelijk zal zijn aan die onder de oude structuur.

Goede franchisenemers zijn in de levensmiddelenbranche moeilijk te vinden. Zij vormen bij wijze van spreken een "schaars goed" waar supermarktketens die met franchisenemers werken, elkaar op beconcurreren. De faciliteiten die franchiseketens aan hun franchisenemers verstrekken zijn dan ook globaal aan elkaar gelijk en omvatten gewoonlijk onder meer de onderdelen (i) t/m (vi) vermeld in het hiervoor opgenomen citaat 5.2.2 (v) van het Offer Memorandum. Het verschil tussen de andere franchise-organisaties en Schuitema is alleen dat Schuitema de aan franchisenemers verstrekte faciliteiten niet zelf hoeft te financieren, maar daartoe gebruik kan maken van de gezamenlijk met de franchisenemers bestuurde "limited partnership" (de nieuwe CKK) terwijl de andere franchiseorganisaties de kosten daarvan wèl zèlf moeten dragen. Ook de omvang van de aan franchisenemers verleende faciliteiten kan bij Schuitema niet wezenlijk hoger zijn dan bij andere organisaties, aangezien deze andere organisaties – om verlies van hun goede franchisenemers te voorkomen – gedwongen zullen zijn het niveau van Schuitema te "matchen".

Kort gezegd komt de opvatting van onderzoekers er dus op neer dat door concurrentie tussen franchiseorganisaties ter verkrijging van capabele franchisenemers, franchiseorganisaties gedwongen zijn een – vergeleken met hun concurrenten – min of meer gelijkwaardig niveau van faciliteiten aan hun franchisenemers aan te bieden. Alleen Schuitema heeft de kosten daarvan niet zèlf te dragen maar kan deze (gedeeltelijk?) financieren uit middelen die CKK ter beschikking stelt. Voor Schuitema is dat een belangrijk voordeel. Een voordeel dat door de toeneming van de middelen bij CKK als gevolg van de verkoop van de aandelen Schuitema aan Ahold, aanmerkelijk groter is geworden.

Hiervoor werd de stijging van de beschikbaar komende middelen berekend op € 5.857.742. Na belasting is dit € 4.364.000. Vergeleken met de oude situatie betekent deze stijging dat de "free cash flow" van Schuitema met dit bedrag omhoog gaat wegens besparingen op kosten die Schuitema anders zèlf had moeten dragen. Dit heeft tot gevolg dat de ondernemingswaarde van Schuitema toeneemt met de contante waarde van deze perpetuele geldstroom; contant gemaakt tegen de WACC van 8,9%. Dit is een bedrag van € 49.034.000,- (= € 4.364.000 / 8,9%).

7. Het totale effect van de vier besproken onderdelen .

Ahold heeft op 30 juni 2008 voor € 514.700.000,- 73,2% van de aandelen Schuitema (= 25,6 milj. aandelen) gekocht tegen een koopprijs van € 20,11

Hiervoor is berekend dat Ahold voor deze aandelen boven de koopprijs een meerwaarde heeft verkregen van:

| | |
|---------------------|---|
| € 112.333.000 | wegens een hogere waardering van de 57 winkels |
| € 4.000.000 | wegens een hogere waardering van het onroerend goed |
| <u>€ 20.405.000</u> | wegens aan de optie- en vetorechten toegekende waarde |
| € 136.738.000 | |

Per gekocht aandeel is dit een meerwaarde van € 5,34.

Bovendien is in onderdeel 4 van dit rapport berekend dat de totale ondernemingswaarde van Schuitema door de CKK transactie is toegenomen met een bedrag van € 49.034.000

Gegeven het totale geplaatste aandelenkapitaal van Schuitema bestaande uit 34,97 miljoen aandelen is dit een toeneming per aandeel van € 1,40

Ahold heeft dus als grootste aandeelhouder van Schuitema, gerekend per aandeel, een hogere waarde verkregen van € 5,34 + € 1,40 = € 6,74 dan de voor die aandelen betaalde koopprijs van € 20,11. Voor Ahold bedraagt de waarde van een aandeel Schuitema derhalve € 26,85.

Bijlagen

Bijlage 1: E-Mail wisseling betreffende CKK transactie

From: Martha/Lou Traas [mailto:trafam@dutch.nl]
Sent: 18 November 2008 16:10
To: Hans.Beerlage@CliffordChance.com
Cc: Hans Haanappel
Subject: CKK transactie

Geachte heer Beerlage,

Dank voor uw reactie op onze e-mail van 13 november. Met de "beperkte" uitleg die u daarin geeft aan de aan ons door de Ondernemingskamer verstrekte opdracht, zijn wij het niet eens. Uw aanbod om nader toe te lichten "hoe de ondernemingswaarde van Euro 950 miljoen door Ahold en Skipper is vastgesteld" helpt ons niet verder aangezien wij geen vragen hebben over hoe de Euro 950 miljoen is brekend. Ons probleem is immers dat CKK nieuwe stijl aan Schuitema en de franchisenemers diensten levert die niet in de berekende ondernemingswaarde zijn meegenomen maar daar naar onze mening wél in thuis horen.

Wij concluderen uit uw e-mail dat u niet het voornemen hebt ons de gevraagde informatie over CKK nieuwe stijl te verstrekken. Indien deze conclusie juist is, heeft het naar onze mening geen zin verder nog kostbare tijd aan deze aangelegenheid te besteden. Wij zullen in ons rapport ons standpunt inzake de CKK transactie nader uiteenzetten op basis van de informatie over deze transactie vermeld in het biedingsbericht.

Wij treffen u - volgens afspraak - graag morgenmiddag in het World Trade Center Schiphol.

Met vriendelijke groet,
Lou Traas.

Martha/Lou Traas
Schapendrift 63
1261 HM
Blaricum
Tel.035-5383932

No virus found in this incoming message.
Checked by AVG - <http://www.avg.com>
Version: 8.0.175 / Virus Database: 270.9.4/1795 - Release Date: 17-11-2008 17:24

-----Original Message-----

From: Hans.Beerlage@CliffordChance.com [mailto:Hans.Beerlage@CliffordChance.com]
Sent: 17 November 2008 18:52
To: trafam@dutch.nl
Cc: hans_haanappel@planet.nl; Jeroen.Ouwehand@CliffordChance.com;
Leonore.Bruining@CliffordChance.com
Subject: RE: OK onderzoek Schuitema

Geachte heer Traas,

Hartelijk dank voor uw toelichting.

U constateert dat de Ondernemingskamer in onderdeel 3.25 van zijn beschikking voorop stelt dat "de door Ahold voor haar belang in Schuitema bedongen tegenprestatie uit diverse te onderscheiden elementen bestaat en daarbij voor het merendeel sprake is van (deel)prestaties in natura" waardoor "het voor derden - onder wie de minderheidsaandeelhouders maar ook de Ondernemingskamer - niet goed is na te gaan of de door de betrokken partijen aan die diverse (deel)prestaties toegekende (nominale) geldswaarden juist zijn, in die zin dat zij overeenkomen met de geldswaarden daarvan in

het economisch verkeer". Verder acht de OK " de prijsvorming van de onderhavige transactie"... "uitermate ondoorzichtig en oncontroleerbaar" en meent zij dat "...voor de VEB c.s. noch de Ondernemingskamer inzichtelijk en controleerbaar (is) gemaakt op welke wijze de diverse (deel) prestaties zijn gewaardeerd".

Wij begrijpen hieruit dat de Ondernemingskamer meer inzicht wenst in de door Ahold voor haar belang in Schuitema bedongen tegenprestatie.

U geeft vervolgens aan van mening te zijn dat na de uitoefening van de CKK call optie de "new structure being put in place to safeguard the interests of both the franchisees en Schuitema" (Biedingsbericht 522(V)) "(deel)prestaties" zal gaan leveren die voor ondermeer Schuitema een meerwaarde met zich brengen, welke meerwaarde bij de beoordeling van de aan Schuitema toegekende ondernemingswaarde moet worden meegenomen.

Die mening delen wij niet. De "(deel)prestaties" waar het de Ondernemingskamer om gaat zijn de deelprestaties als genoemd in rechtsoverweging 3.25 te weten de deelprestaties die tussen Ahold en Skipper zijn bedongen. De CKK transactie is geen (deel)prestatie die tussen Ahold en Skipper is bedongen en heeft daar ook niets mee van doen.

Wij zijn het vanzelfsprekend met u eens dat de Ondernemingskamer heeft overwogen dat de deskundigen het tot hun taak mogen rekenen zich over (redelijkheid van) de door Ahold en Skipper gehanteerde ondernemingswaarde van EUR 950 miljoen van Schuitema uit te laten.

Echter wij begrepen hieruit dat de vraag naar de ondernemingswaarde niet een algemene is. De vraag is specifiek geplaatst in de sleutel van de vraag ("daarbij") of in redelijkheid kan worden gezegd dat de per 22 april 2008 aan de overgedragen winkels toe te kennen geldwaarde Euro 171 miljoen bedraagt en de aan overgedragen vastgoed toe te kennen geldwaarde van Euro 91 miljoen.

Kort gezegd, de Ondernemingskamer wil vaststellen of de aan Ahold betaalde Euro 20,11 daadwerkelijk "de hoogste prijs" is als bedoeld in artikel 5:80a Wft en in dat kader (meer specifiek in het kader van het onderzoek naar de Stores Transaction en de Ahold rechten) mogen de deskundigen het tot hun taak rekenen zich uit te laten over de tussen Ahold en Skipper gehanteerde Euro 950 miljoen. De CKK transactie staat daar los van, en de opdracht ziet daar dan ook niet op. Voorzover het u met name te doen zou zijn om de vraag hoe de ondernemingswaarde van EUR 950 miljoen door Ahold en Skipper is vastgesteld, geven wij u uiteraard graag een nadere toelichting.

Voor een verdere toelichting zijn wij graag beschikbaar, bijvoorbeeld tijdens de eerstvolgende bijeenkomst.

Met vriendelijke groet

Hans Beerlage
Advocaat
Clifford Chance LLP
Droogbak 1A, 1013 GE, Amsterdam
T: + 31 (0)20 711 9198 (direct)
T: + 31 (0)20 711 9000 (switchboard)
F: + 31 (0)20 710 0198
M: + 31 (0)6 55 397 408
[Mailto:hans.beerlage@cliffordchance.com](mailto:hans.beerlage@cliffordchance.com)
<http://www.cliffordchance.com/>

-----Original Message-----

From: Martha/Lou Traas [mailto:trafam@dutch.nl]
Sent: Thursday, November 13, 2008 3:39 PM
To: Beerlage, Hans (Corporate AMS)
Cc: Hans Haanappel
Subject: Re: OK onderzoek Schuitema

Geachte heer Beerlage,

In reactie op uw e-mail van 11 november j.l. het volgende:

Wij zijn het volledig met u eens dat de Ondernemingskamer de VEB niet heeft gevolgd in haar stelling dat de opbrengst van 177 miljoen euro uit de verkoop door CKK van de aandelen Schuitema aan Ahold, "onmiddellijk en vrijelijk aan Schuitema ter beschikking" staat en dat "hun stelling op een onjuiste lezing van de in het Offer Memorandum beschreven structuur" berust.

Wij constateren echter dat de Ondernemingskamer in onderdeel 3.25 van hun beschikking voorop stelt dat "de door Ahold voor haar belang in Schuitema bedongen tegenprestatie uit diverse te onderscheiden elementen bestaat en daarbij voor het merendeel sprake is van (deel)prestaties in natura" waardoor "het voor derden - onder wie de minderheidsaandeelhouders maar ook de Ondernemingskamer - niet goed is na te gaan of de door de betrokken partijen aan die diverse (deel)prestaties toegekende (nominale) geldswaarden juist zijn, in die zin dat zij overeenkomen met de geldswaarden daarvan in het economisch verkeer" Verder acht de OK "de prijsvorming van de onderhavige transactie" - - - - "uitermate ondoorzichtig en oncontroleerbaar" en meent zij dat "voor de VEB c.s. noch de Ondernemingskamer inzichtelijk en controleerbaar (is) gemaakt op welke wijze de diverse (deel) prestaties zijn gewaardeerd".

Wij zijn van mening dat na de uitoefening van de call optie de "new structure being put in place to safeguard the interests of both the franchisees en Schuitema" (Biedingsbericht 522(V))

"(deel)prestaties" zal gaan leveren die voor ondermeer Schuitema een meerwaarde met zich brengen, welke meerwaarde bij de beoordeling van de aan Schuitema toegekende ondernemingswaarde moet worden meegenomen en wel gewaardeerd tegen de geldswaarde daarvan in het economische verkeer. Zoals bekend is dit laatste de taak van de onderzoekers. Immers in 3.27 stelt OK "De deskundigen zullen het tot hun taak mogen rekenen zich daarbij tevens uit te laten over de (redelijkheid van de) door Skipper en Ahold gehanteerde ondernemingswaarde van Schuitema van circa 950 miljoen euro".

Met het vorenstaande hopen wij de relevantie voor ons onderzoek van nadere informatie over de "nieuwe structuur" die na het uitoefenen van de Call optie is geïnstalleerd, duidelijk te hebben gemaakt

Met vriendelijke groet,

Lou Traas.

----- Original Message -----

From: Hans.Beerlage@CliffordChance.com

To: trafam@dutch.nl

Cc: hans_haanappel@planet.nl ; Jeroen.Quwehand@CliffordChance.com ;

Leonore.Bruining@CliffordChance.com

Sent: Tuesday, November 11, 2008 10:00 AM

Subject: RE: OK onderzoek Schuitema

Geachte heer Traas,

Dank voor uw email van vrijdag jongstleden. Uw verzoek verbaast ons enigszins. Ik licht dat graag toe.

De Ondernemingskamer heeft in haar beschikking nadrukkelijk stilgestaan bij de herstructurering van CKK . Zoals ook vermeld in het Biedingsbericht, is voor aanwending van het vermogen van de CV de instemming van alle vennoten benodigd. Dit vermogen van de nieuw op te richten CV staat derhalve niet ter vrije beschikking van Schuitema, zoals ook de Ondernemingskamer heeft overwogen en zoals ook uitvoerig in het verweerschrift en tijdens de zitting bij de Ondernemingskamer aan de orde is geweest. Daarmee is door de Ondernemingskamer een eind aan het debat over de CKK transacties gemaakt. De onderhandelingen met CKK stonden ook los van de onderhandelingen met Ahold. De onderzoeksopdracht aan de deskundigen ziet dan ook (juist) niet ook op CKK, maar slechts op de Stores Transaction en de Ahold rechten van Ahold. Skipper en Schuitema zien eerlijk gezegd niet in dat van hun verlangd kan worden de discussie over CKK opnieuw te voeren, en wat daar het belang van is.

Mede gezien de beperkte tijd die door de Ondernemingskamer voor het onderzoek is gesteld (in verband met het wettelijke vereiste dat een verzoek ten aanzien van de billijke prijs met de meeste spoed moet worden behandeld) en het belang dat Skipper en Schuitema bij een spoedige beschikking hebben, hechten Skipper en Schuitema eraan dat het deskundigenrapport zich beperkt tot de de onderwerpen als bepaald in de opdracht van de Ondernemingskamer. Overigens hebben Skipper en

Schuitema zich recent ook tot de Ondernemingskamer gericht, onder andere met het verzoek zo spoedig mogelijk na ontvangst van het deskundigenrapport een beschikking te wijzen.

Mocht u nadere vragen hebben over de documentatie die wij u vorige week maandag hebben verschaft met betrekking tot de Stores Transaction en de Ahold rechten, dan zijn we uiteraard gaarne bereid u daarover een nadere toelichting te geven.

Met vriendelijke groet

Hans Beerlage
Advocaat
Clifford Chance LLP
Droogbak 1A, 1013 GE, Amsterdam
T: + 31 (0)20 711 9198 (direct)
T: + 31 (0)20 711 9000 (switchboard)
F: + 31 (0)20 710 0198
M: + 31 (0)6 55 397 408
[Mailto:hans.beerlage@cliffordchance.com](mailto:hans.beerlage@cliffordchance.com)
<http://www.cliffordchance.com/>

-----Original Message-----

From: Martha/Lou Traas [<mailto:trafam@dutch.nl>]
Sent: 07 November 2008 10:25
To: Beerlage, Hans (Corporate AMS)
Cc: Hans Haanappel
Subject: OK onderzoek Schuitema

Blaricum, 7 november

2008.
Geachte heer Beerlage,

In de aanvullende documentatie die ons maandag ter hand is gesteld, troffen wij geen informatie aan over de CKK transactie. Graag zouden wij daarom nog enige toelichting ontvangen op deze transactie die is beschreven in onderdeel 5.2.2. van het biedingsbericht en in onderdeel 5 van het verweerschrift.

1. Graag ontvangen wij een volledig overzicht van de verschillende vennootschappen/stichtingen en hun onderlinge samenhangen, die in de nieuwe structuur een rol zullen gaan spelen. Wat zijn hun doelstellingen en (beslissings)bevoegdheden?
2. In alinea (V) Restructuring van onderdeel 5.2.2 is achtereenvolgens sprake van: (1) a new limited partnership; (2) a limited partnership; (3) the general partner; (4) the partnership. Ons is niet duidelijk of dit (gedeeltelijk) dezelfde partners(hips) zijn, in welke relatie deze tot elkaar staan en over welke bevoegdheden ze beschikken. Ook zien wij niet zo duidelijk dat in deze vorm, de CKK transactie er in kan slagen "de structuur eenvoudiger te maken" (verweerschrift 5.4)
3. In 5.2.2 alinea (V)⁴ regel staat "Assets held by CKK will be transferred - - - " Welk deel van de assets van CKK betreft dit; of

gaat het om alle assets? Indien dit laatste niet het geval is wat gebeurt er dan met (de resultaten van) de resterende assets?

Als CKK blijft bestaan, wat is dan haar plaats en wat zijn haar bevoegdheden in de nieuwe structuur?

Wij zullen het zeer op prijs stellen indien u ons over vorenstaande punten nader zou willen informeren.

Met vriendelijke groet,
Lou Traas

Martha/Lou Traas
Schapendrift 63
1261 HM
Blaricum
Tel.035-5383932

This message and any attachment are confidential and may be privileged or otherwise protected from disclosure.
If you are not the intended recipient, please telephone or email the sender and delete this message and any attachment from your system. If you are not the intended recipient you must not copy this message or attachment or disclose the contents to any other person.

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England & Wales under number OC323571.
The firm's registered office and principal place of business is at 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ.
For further details, including a list of members and their professional qualifications, see our website at www.cliffordchance.com. The firm uses the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications. The firm is regulated by the Solicitors Regulation Authority. The Authority's rules can be accessed by clicking on the following link:
<http://www.sra.org.uk/code-of-conduct.page>

Clifford Chance as a global firm regularly shares client and/or matter-related data among its different offices and support entities in strict compliance with internal control policies and statutory requirements.
Incoming and outgoing email communications may be monitored by Clifford Chance, as permitted by applicable law and regulations.

For further information about Clifford Chance please see our website at <http://www.cliffordchance.com> or refer to any Clifford Chance office.

No virus found in this incoming message.
Checked by AVG - <http://www.avg.com>
Version: 8.0.175 / Virus Database: 270.9.4/1793 - Release Date: 16-11-2008 19:58

Bijlage 2: Artikel uit Food Personality

BOEK 25 JAAR AH-FRANCHISERS

Bijlage 1

'Maximaal drie AH's bij één franchiser'

Deze maand presenteerde de Vereniging van AH-franchisers een boek over het 25-jarige bestaan. Het is niet zomaar een jubileumboekje. Het laat zien wat de spanningen tussen de franchisers en Albert Heijn zijn. En zijn geweest.

Dit meningsverschil speelt momenteel: Albert Heijn-directievoorzitter Dick Boer noemt de 'miniconcentraties' een zeggpunt in het boek. Die 'miniconcentraties', dat zijn de koninkrijken van franchisers die meer dan één Albert Heijn-vestiging hebben. En dat zijn er nogal wat. Bekend zijn franchisers als Ten Have, Geveling en Bun, het gaat van 'meer dan 5' naar 'meer dan 10'.

Nog nooit heeft AH publiekelijk zijn zorgen geuit over deze kluiten van franchise-AH's bij een eigenaar, maar het leeft wel degelijk. "We gaan breken met dit model", aldus Boer in het boek. 'Maximaal drie vestigingen per franchiser', dat is waar Boer voorstander van is.

AH-franchisedirecteur Dirk Anbeek oppert dat het die kant uit kon gaan, een nieuwe start. En wat nu in handen van de huidige franchisers is, dat is dan maar zo.

Anbeek komt ook met de suggestie dat AH iets van ICA moet overnemen, de Zweedse marktleider die geheel uit franchisers bestaat (en die, bekend voor iedereen die de kwestie van de Ahold'side letters' heeft

gevolgd, voor 50% in handen is van Ahold). Als ICA een nieuw en groter vestigingspunt kan krijgen, dan is dat voor een franchiser van een kleiner, bestaand vestigingspunt de mogelijkheid om dat te gaan exploiteren. Wil die franchiser dat, dan verkoopt hij zijn huidige ICA aan een collega-franchiser die op dat moment een kleinere ICA heeft. En die verkoopt dat weer aan een startende franchiser. Zo wordt het probleem van koninkrijken in een koninkrijk voorkomen. Alleen, zegt Anbeek daarbij, het zou bij AH niet werken. Maar toch staat het er, in dat boek. Zal toch niet zomaar zijn?

De huidige voorzitter van de AH-franchiser, Jan van Vliet, staat daarin lijnrecht tegenover Boer en Anbeek. Hij vindt dat AH-franchisers het recht hebben om zelf te bepalen hoeveel vestigingspunten zij kunnen verwerven. Dat moet je overlaten aan de markt. Bovendien warven de franchisers in deze situatie vestigingspunten die Albert Heijn zelf wellicht niet kan verwerven.

Bijvoorbeeld omdat projectontwikkelaars en gemeenten een ondernemer in een winkel-

centrum willen en geen filiaal van het grootwinkelbedrijf. Overigens, voor de positiebeholding: Van Vliet heeft zelf één vestigingspunt.

Maar het opmerkelijke is dat Van Vliet met die mening niet de mening van zijn gehele achterban verkondigt. Zijn voorganger, de vroegere franchiserveerzitter Frits van der Heide, stelt dat het nooit had moeten gebeuren dat een franchiser meer vestigingspunten in bezit heeft. Het verstoort de machtsrelatie tussen de franchisegever en de franchiseemers.

Maar waarom is dat nu zo'n probleem? Want zolang de franchiser zich conformeert aan de formule, de zaak goed blauw houdt en netjes de 3,27% franchiserfee over zijn omzet betaalt en de bijkomende kosten als accosten, lijkt er niets aan de hand. Maar dat is niet zo. Albert Heijn en de franchisers zien een geweldig opvolgerprobleem opdoemen als de grote en in de branche bekende franchisers ermee zullen stoppen. En dat is de enorme stijging van de goodwill. En de goodwill van een AH is zo hoog, dat alleen een franchiser die zelf al flink wat AH's heeft, dit nog kan betalen.

De vestigingen van AH-franchisers zijn zo succesvol, dat een opvolger, een startende ondernemer, die goodwill absoluut niet kan betalen. Of hij moet zich zo diep in de schulden steken dat het jaren duurt voordat hij daar van af is. De vraag is dan: stel dat hij dat wil, wil een bank dat nog wel?

Goodwill:

* Vestiging AH-franchiser:

20 tot 30 x de weekomzet

* Vestiging andere ondernemersformule:

10 tot 12 x de weekomzet

Daar houdt in dat een ondernemer die bijvoorbeeld een AH-franchisestelling overneemt met € 400.000 weekomzet, een goodwill betaalt van tussen de € 8 en € 12 miljoen.



Eerder dit jaar tijdens de viering van het 25-jarig jubileum van de AH-franchisers. Van links: Johan Boeijsinga (nu Ahold Teleshop, eerder AH-directeur logistiek en een tijd verantwoordelijk voor franchising), Rob La Grand, Co van Hangelem, Henk Castelijns (directie van franchise), Jeroen Hunkeler (directie van franchise en directievoorzitter AH), huidige directievoorzitter Dick Boer, dan de voorzitters van de franchisers: Henk Ploegmakers (1983-1990), Karel Zwaiteflood (1990-1993), Gerard van den Ijssel (1993-1995), Frits van der Heide (1995-2003), dan huidige voorzitter Jan van Vliet en reeds directeur franchising en vestigend Dirk Anbeek.

Alle franchisers bijna weg...

In de jaren 2000-2003 kwam Albert Heijn (samen met concurrenten) onder druk te staan. De concurrentie werd toen echter niet in abstractie tussen Dirk Anbeek (1997), AH en de verkleefde winkel met de naam 'de Supermarkt van de Franchisers' (MCD) en de concurrentie op de prijsstelling van het assortiment. De concurrentie was vooral gericht op de prijsstelling van het assortiment. Maar de concurrentie was vooral gericht op de prijsstelling van het assortiment.

Tel even na wat de goed draaiende Albert Heijns van franchisers, bijvoorbeeld die uit de Supermarkt van het Jaar-verkiezing, per week omzetten. Zoals de AH van vader en zoon De Jong in Boxtel. Of 'Gelderland' winnaar AH Heijmans in Malden. Dan kom je wel aan die getallen.

Een ondernemer die een C1000, Super de Boer, Jumbo, Coop, MCD overneemt met die € 400.000 weekomzet, betaalt € 4 tot € 4,8 miljoen.

En dat maakt in theorie de andere formules voor een ondernemer financieel aantrekkelijker, zeker voor een startende ondernemer.

Waarom dat verschil? Omdat ten eerste de laatste jaren de omzetzekerheid van een Albert Heijn zoveel beter is geworden en dat weten de banken ook. Ten tweede, de vestigingspunten van AH-franchisers zijn doorgaans in handen van de franchisers zelf, terwijl dat bij supermarktbedrijven als Super de Boer en Schuitema minder het geval is.

Daar komt bij dat die schuld niet binnen de kortste keren afbetaald kan zijn.

Franchisers lopen helemaal weg met hun keuze voor blauw sinds 2003, maar hebben in de jaren voorafgaand de nodige moeite gehad met die keuze, in het boek blijkt dat doorig wat ondernemers als franchiser diep in de schulden zaten, terwijl de glans van Albert Heijn in de jaren vóór de prijzenslag zoals bekend zou niet verbleken was. En zelfs daarna ligt het nog niet. De herpositionering van AH vanaf 2003 zorgde eerst voor een volumegroei, maar niet prijsverlagingen, dus niet of nauwelijks omzetgroei. Dat keerde om voor de franchisers pas verdere in 2004 en 2005. Wat te doen dan met een bedrag van miljoenen euro's goodwill? Dirk Boer wijst erop dat het in feite niet eens zo kan zijn dat een franchiser al die goodwill van opstrijkt, terwijl die franchiser's ook heeft geprofileerd van de waarde van de AH-formule. Die dipte stond van zich voordoen dat, als een franchiser een vestigingspunt aanbiedt om de collega-franchisers hoeven die niet AH zijn als kandidaat opwerpt. Kan Zaandam de zaak betalen.

Of stel dat Ton ten Have z'n handen af zijn het er al tien? Albert Heijn is nu niet meer de concurrentie van de Supermarkt van de Franchisers, maar de concurrentie van de Supermarkt van de Franchisers.

het is wel allemaal 'x 9' (of 10). Wie zal dat betalen?

Of stel nu dat Jan Pollemans over een jaar die door hem zo gewenste Albert Heijn XL in Roosendaal exploiteert. En succes boekt, met een fikse omzet. Wie kan die winkel en zijn goedwillig nog betalen en 's nachts toch rustig slapen?

In het boek wordt een oplossing gesuggereerd: de financiering regelen zoals de Franse super- en hypermarktketen Leclerc. Bij Leclerc verplichten franchisers zich om vijf jaar lang een startende collega-franchiser op te staan door hem als het ware op te laten binnen de knag. En als die nieuweling gesloopt is, gublen de franchisers vijf jaar lang collectief kapitaal in de nieuwe Leclerc-onderneming. "Gesprekken zijn gaande", vermeidt het jubileumboek.

Als dat zo is, dan zal in die gesprekken ook moeten worden nagegaan waarom Manpro van Hans Mauders en Wim Post jaren geleden niet van de grond kwam. Mauders streefde na de stopzetting van een samenwerking met Jumbo de formule noodfactory, maar er kwam nooit een andere ondernemer bij. Binnen ondernemerskringen was er immers de nodige huijver voor de gedeeltelijke collectieve verplichtingen.

Dirk Boer zegt in het boek dat het nooit zo mag zijn dat alleen de kinderen van AH-franchisers de onderneming kunnen overnemen, omdat die van de goodwill-kwestie verlost zijn. Maar AH-franchiser Mattheeuws zegt in het boek dat zelfs dat laatste maar de vraag is, want in zijn geval heeft de Belastingdienst anders besloten.

Na ziet de branche vaak een innige samenwerking tussen Albert Heijn en de franchisers, maar veel wederzijds respect. Het is niet van de formule machteloos overgegaan op de weggevoerde. Maar in het boek zit er dat de twee partijen jarenlang tekent met twee discussiedocumenten en niet gisteren en gisteren. Maar er wordt het beeld van een probleemloze samenwerking het anders. De twee partijen blijven altijd wel een meningsverschil over een of meer aspecten te hebben gehad. En sommige punten leven nog steeds.

Een daarvan is de rol in de markt van Albert Heijn XL en die van internetdienst

Albert. Oorspronkelijk hebben Albert Heijn en de franchisers afgesproken om het marktgebied van een franchiser te respecteren. Maar Albert Heijn XL heeft een regionale actieradius en Albert is al helemaal niet voorbehouden aan marktgebieden. Dit hangijzer was heet en dat blijkt het nog steeds te zijn, in het boek stellen Dirk Boer en franchisedirecteur Dirk Anbeek dat de franchisers dit als een gegeven moeten accepteren. De markt verandert, klinkt het. En als er dan een megasupermarkt of een internetdienst op gang komt, betaalt dat het dan een Zaandam is dan een van de concurrenten.

Deze kwestie is nog steeds niet in termen van overeenkomsten of convenanten opgelost. Opvallend ook is het patroon waarop afhankelijk van welke kwestie - nu eens weer AH, dan weer de franchisers zich beroepen op het criterium van de vrije markt. Bovendien go je goedvrij het boek lezend iets missen: wat zouden de supermarktmanagers van Albert Heijn eigenlijk vinden van de wens van de franchisers dat hun marktgebied 'met rust' wordt gelaten? De supermarktmanagers zelf zien immers om hun heen ook overal XL's en To Go's opdoemen, terwijl zij toch ook op de resultaten van hun eigen filiaal worden afgerekend.

En er is in de jaren voordat AH met zijn prijsmago worstelde, tussen de franchisers en AH ook geworsteld. Bijvoorbeeld over onderlinge fee-verschillen. Jonge, startende AH-franchisers accepteerden het dat ze bij de overname van een tweede vestiging, een ex-filiaal, een hogere fee betaalden. Komt niks van in, aldus de AH-franchisersvereniging. Die trok ook aan het langste eind.

Verder werd er geknakt over de verdeling van distributiekosten. Die werden per colto berekend. Als AH overstapt op een zogeheten activity-based costing-tarief (ABC-tarief), komt er een onderscheid tussen de filialen en de franchisers. Ten gunste van de filialen, omdat die doorgaans groter zijn. Die betalen zo minder per colto. Dit solidariteit steunen de grote franchisers de kleinere franchisers, om dit verschil op te heffen. Maar het zorgt in die jaren voor een verwijdering tussen AH en de franchisers.

Verder hebben de franchisers er jarenlang

Bijlage 3: Onderbouwing Factor maal Weekomzet

| <i>Onderbouwing factor x weekomzet</i> | | |
|---|-----|----------------|
| Gem. weekomzet in KEUR na productiviteitsverhoging | | 224 |
| Waarderingsfactor | | 27.5x |
| Waardering franchise winkel in KEUR | | 6,159 |
| - Waarde investering remodelling winkel in KEUR | | 1,088 |
| - Investering in NWK (1.5% van de omzet) in KEUR | | 175 |
| Waardering franchise winkel in KEUR na investering | | 4,896 |
| Gem. weekomzet in KEUR voor productiviteitsverhoging | 20% | 187 |
| Waarderingsfactor non franchise store | | 26.2x |
| | | |
| Weekomzet 57 stores | | 10,638 |
| Gehanteerde factor | | 26.2x |
| Waardering 57 stores | | 279,083 |

Bijlage 4: Gedetailleerde onderbouwing DCF-waardering

Omzet projecties

De omzet prognose gaat uit van een gemiddelde consumenten omzet per winkel in 2007 van circa € 9.7 miljoen op jaarbasis (€ 187.000 per week per winkel ofwel € 164 per week per VVO). Wij verwachten dat deze omzet in 2008 zal groeien met 3.5% in lijn met de budget aannames zoals gehanteerd door Schuitema en zoals tevens opgenomen in de aan onderzoekers overgelegde onderbouwing van de Duff & Phelps fairness opinie van de "Stores Transaction". De omzet per winkel voor 2007 is gebaseerd op gedetailleerde winkelinformatie verstrekt door Schuitema, waarbij pro-forma aanpassingen zijn gemaakt om de recurring omzet te schatten voor winkels die in de loop van 2007 geopend zijn. In 2009 wordt rekening gehouden met een toename van de winkel-productiviteit van 20% per jaar waarna de totale groei in omzet per winkel afvlakt op circa 2.25% per jaar (iets boven de inflatieverwachtingen). Op basis van de gedetailleerde winkelinformatie aan ons verstrekt, bedraagt de goederen omzet ten opzichte van de consumenten omzet circa 92.9%. De ratio goederen- versus consumenten omzet hebben wij in onze projecties constant verondersteld.

Bruto marge ontwikkeling

Op basis van de aan de onderzoekers verstrekte gedetailleerde winkel informatie bedraagt de bruto marge van de individuele winkels als percentage van de consumenten omzet circa 16.2% in 2007. Uitgaande van een marge op groothandelsactiviteiten van circa 6.5% over de consumenten omzet wordt derhalve de totale incrementele marge op de consumenten omzet geschat op 22.7% (circa 24.5% van de goederenomzet). We hebben dit percentage naar de toekomst constant gehouden aangezien de onderzoekers geen reden zien tot een marge verslechtering in de toekomst.

EBIT(D)A marge

De EBITA marge van de 57 winkels wordt op lange termijn geschat op circa 4.5% van de goederen omzet (4.1% van de consumenten omzet) waarbij zoals hiervoor reeds werd gemeld een afslag is gehanteerd van 2.0% van de lange termijn EBITA marge die Albert Heijn gemiddeld in 2006 en 2007 heeft gerealiseerd om te komen op het niveau van de "second best" bieder. Zie tabel 1 voor de gedetailleerde marge-berekingen voor Albert Heijn (gecorrigeerd voor ETOS en Gall & Gall) op basis van de jaarverslagen van Koninklijke Ahold en analisten rapporten van voor 23 april 2008.

Daarnaast gaat onze waardering tevens uit van een situatie van 100% huur waardoor de EBITA marge sowieso lager ligt ten opzichte van een situatie waarbij het vastgoed (deels) in eigen bezit is. Onze 4.5% EBITA marge van de goederen omzet impliceert een EBITDA marge van circa 6.5% van de goederen omzet (6.0% van de consumenten omzet). De geprojecteerde marge ontwikkeling is een resultante van een gedetailleerde kosten projectie ten aanzien van personeelskosten, huisvestigingskosten, distributiekosten, reclame en verpakkingskosten, (regionale) support kosten etcetera. Op korte termijn worden in de projecties eveneens diverse effecten meegenomen welke ook in de projecties van de onderbouwing voor de Duff & Phelps fairness opinie zijn verwerkt zoals herstructureringskosten, de potentiële AT Kearney upsides en additionele pensioenkosten e.d.

Tabel 1: EBITA marge Albert Heijn (van analisten) gecorrigeerd voor Etos en Gall & Gall

| CITI GROUP | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,346 | 7,608 | NA | NA | |
| EBITA | 402 | 500 | 477 | NA | NA | |
| EBITA margin | 6.2% | 6.8% | 6.3% | NA | NA | 6.5% |
| <i>Analisten rapport februari 2008</i> | | | | | | |
| DEUTSCHE BANK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,119 | 7,570 | 8,036 | 8,531 | |
| EBITA | 402 | 477 | 508 | 538 | 570 | |
| EBITA margin | 6.2% | 6.7% | 6.7% | 6.7% | 6.7% | 6.4% |
| <i>Analisten rapport januari 2008</i> | | | | | | |
| MERRIL LYNCH | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,348 | 7,976 | 8,489 | NA | |
| EBITA | 402 | 522 | 577 | 613 | NA | |
| EBITA margin | 6.2% | 7.1% | 7.2% | 7.2% | NA | 6.6% |
| <i>Analisten rapport februari 2008</i> | | | | | | |
| RABOBANK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,335 | 7,812 | 8710 | 9196 | |
| EBITA | 398 | 549 | 620 | 701 | 790 | |
| EBITA margin | 6.1% | 7.5% | 7.9% | 8.0% | 8.6% | 6.8% |
| <i>Analisten rapport maart 2008</i> | | | | | | |
| ABN AMRO | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,556 | 7,258 | NA | NA | NA | |
| EBITA | 398 | 518 | NA | NA | NA | |
| EBITA margin | 6.1% | 7.1% | NA | NA | NA | 6.6% |
| <i>Analisten rapport januari 2008</i> | | | | | | |
| JAARVERSLAGEN | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,346 | NA | NA | NA | |
| EBITA | 398 | 553 | NA | NA | NA | |
| EBITA margin | 6.1% | 7.5% | NA | NA | NA | 6.8% |
| <i>Jaarverslag Albert Heijn 2006 en 2007</i> | | | | | | |
| GEMIDDEELDE | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ave. 06-07 |
| | <i>actuals</i> | <i>actuals</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | <i>estimate</i> | |
| Revenues | 6,532 | 7,346 | 7,742 | 8,412 | 8,864 | |
| EBITA | 398 | 553 | 545 | 617 | 680 | |
| EBITA margin | 6.1% | 7.5% | 7.0% | 7.3% | 7.7% | 6.8% |
| Group support office | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | |
| EBITA margin after GSO | 5.7% | 7.1% | 6.6% | 6.9% | 7.2% | 6.4% |

2006-2007 based on annual report, 2008 and onward based on median consensus analyst
 Note: Excludes Gall & Gall and Etos and allocation of Group Support Office based on % of Consolidated Revenues

Winkel gerelateerde investeringen

In de waarderinganalyse wordt rekening gehouden met een eenmalige initiële investering van circa € 1,4 miljoen per winkel als gevolg van de wijziging van de winkelinrichting en formule (remodelling) indien de winkels van formule wijzigen. Dit investeringsbedrag gaat uit van een gemiddelde investering van € 1.250 per VVO en in lijn met de input gegeven door het Schuitema management en eveneens gehanteerd in de onderbouwing van de Duff & Phelps fairness opinie. De terugkerende vervangingsinvesteringen ten behoeve van winkelinrichting bedragen op termijn ongeveer € 150.000 per winkel per jaar. In de projecties wordt ervan uitgegaan dat geleidelijk naar dit niveau wordt toegegroeid (pas in jaar 5) aangezien het een aantal jaren duurt voordat de initiële winkelinvesteringen in het kader van de remodelling vervangen dienen te worden. De door ons gehanteerde afschrijvingstermijnen van de investeringen in winkelinrichting bedragen tussen de 5-10 jaar.

Uitgangspunten ten aanzien van werkkapitaal

Het werkkapitaal niveau is geschat op circa 1,5% van de consumenten omzet. In de waardering is ervan uitgegaan dat de winkels worden verkregen zonder werkkapitaal en dat hierin geïnvesteerd dient te worden (o.a. voorraden, operationele kas deels gefinancierd met handelscrediteuren). De totale initiële investeringen in het werkkapitaal bedragen ons inziens circa € 8,6 miljoen. De door ons gehanteerde werkkapitaalaannames zijn lager dan de geprojecteerde werkkapitaal niveaus zoals gehanteerd door Duff & Phelps. De onderzoekers zijn van mening dat deze laatste aan de hoge kant liggen aangezien uit de benchmark van de peer group blijkt dat veel retailers met negatieve werkkapitaalniveaus opereren.

Belastingen

De kasstromen worden berekend na belasting en in onze projecties wordt uitgegaan van een belastingpercentage van 25,5%. De goodwill betaald voor de activa is niet fiscaal aftrekbaar aangezien de activa inclusief het vastgoed via vennootschappen in aandelentransacties worden verkocht hetgeen niet tot fiscale voordelen kan leiden voor een potentiële koper. In de Skipper transactie wordt Ahold hiervoor gecompenseerd. Wij houden in de beoordeling van de prijs in de onderhavige transactie versus onze waarderinganalyse hiermee rekening.

Restwaarde berekening

De restwaarde na onze planningsperiode van 10 jaar is geschat op basis van een eeuwigdurende kasstroom rekening houdend met een groei in deze kasstroom gelijk aan het lange termijn inflatiepercentage van circa 2,0%.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

De kostenvoet van het eigen vermogen is geschat met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM) waarbij als risicovrije rentevoet het rendement is genomen op een tienjarige staatsobligatie van circa 4,3% (bron: DNB april 2008 maandgemiddelde). Als markt risicopremie is circa 6,0% gehanteerd, gebaseerd op inschattingen van diverse academische onderzoeken rekeninghoudend met de mate van risico aversiteit ten tijde van het waarderingmoment van 23 april 2008. De beta is geschat op basis van een peer group analyse en bedraagt op een unlevered basis circa 0,57. Als doelvermogensstructuur is uitgegaan van de gemiddelde vermogensstructuur van retailers (75% eigen vs 25% vreemd vermogen op marktwaarde basis) met een correctie voor het effect dat louter operationele activiteiten exclusief vastgoed worden gewaardeerd. Onze inschatting van de lange termijn vermogensstructuur bedraagt circa 15% schuldfinanciering en 85% eigen vermogen financiering op marktwaarde basis. In onze inschatting van de kostenvoet van het eigen vermogen is tevens een "small firm" premie toegevoegd van circa 1,5 % als gevolg van het feit dat het te waarden object een "relatief" kleine onderneming is en derhalve het CAPM

tot een onderschatting leidt van de kostenvoet van het eigen vermogen. Voor de kostenvoet van het vreemd vermogen wordt uitgegaan van circa 6.3% gebaseerd op de risicovrije rente en een kredietopslag van circa 2.0%. Uitgaande van een belastingpercentage van 25.5% resulteert een WACC van 8.9%. Hieronder zijn de gedetailleerde uitgangspunten en resultaten van de WACC berekening opgenomen.

Tabel 2: Beta analyse gehanteerde peer group

| Beta Analyse | Equity beta | Debt/Equity | Tax Rate | Unlevered beta |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|----------------|
| KONINKLIJKE AHOLD NV | 0.81 | 0.68 | 25.5% | 0.54 |
| SUPER DE BOER | 0.68 | 0.57 | 25.5% | 0.47 |
| SLIGRO FOOD GROUP NV | 0.56 | 0.20 | 25.5% | 0.49 |
| COLRUYT | 0.34 | -0.09 | 34.0% | 0.36 |
| DÉLHAIZE FRERES | 1.09 | 0.70 | 34.0% | 0.75 |
| CARREFOUR SA | 0.71 | 0.29 | 33.3% | 0.60 |
| WM MORRISON | 0.77 | 0.14 | 30.0% | 0.70 |
| J. SAINSBURY PLC | 0.91 | 0.32 | 30.0% | 0.75 |
| TESCO PLC | 0.83 | 0.21 | 30.0% | 0.72 |
| CASINO, GUICHARD | 0.64 | 0.73 | 33.3% | 0.43 |
| Average | 0.73 | 0.38 | 30.1% | 0.58 |
| Median | 0.74 | 0.31 | 30.0% | 0.57 |

Bron: Datastream en Thomson Financials

Tabel 3: Resultaten van de WACC analyse

| Weighted Average Cost of Capital | |
|---|--------------|
| Riskfree rate | 4.30% |
| Risk premium | 2.00% |
| Cost of debt | 6.30% |
| Marginal tax rate | 25.50% |
| Cost of debt after taxes | 4.69% |
| Riskfree rate | 4.30% |
| Market risk premium | 6.00% |
| Unlevered beta | 0.57 |
| Target D/E | 0.18 |
| Relevered beta | 0.64 |
| Small firm and illiquidity discount | 1.50% |
| Cost of common equity | 9.7% |
| Target interestbearing debt | 15.0% |
| Target common equity | 85.0% |
| WACC | 8.9% |

Bron: Analyse Onderzoekers

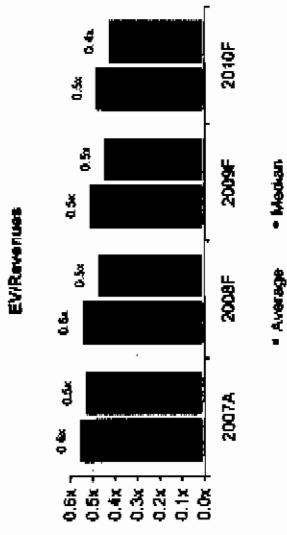
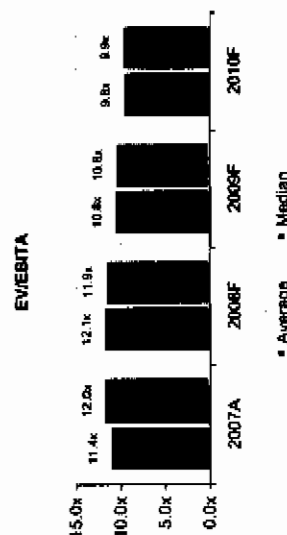
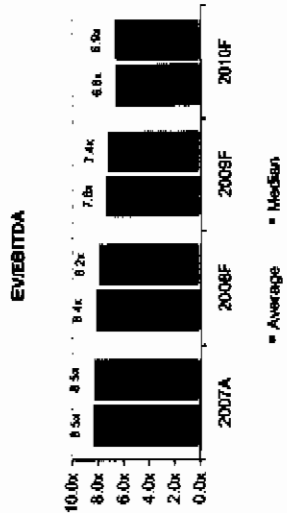
Tabel 4: Financiële Projecties van de 57 winkels in het base case scenario alsmede de DCF-waardering

| SAAMENVATTING FINANCIËLE PROJECTIES | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | resultaat | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast |
| Consumenten omzet | 553.2 | 572.6 | 607.1 | 702.5 | 718.3 | 734.5 | 751.0 | 767.9 | 785.2 | 802.9 | 820.9 |
| Groei Y-o-Y | 1.3% | 3.50% | 20.00% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% |
| Goederen omzet | 513.7 | 531.7 | 638.0 | 652.4 | 667.0 | 682.1 | 697.4 | 713.1 | 729.1 | 745.5 | 762.3 |
| Groei Y-o-Y | 0.6% | 3.50% | 20.00% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% | 2.25% |
| Bruto marge | 125.7 | 130.1 | 156.1 | 159.6 | 163.2 | 166.9 | 170.6 | 174.5 | 178.4 | 182.4 | 186.5 |
| Als % consumenten omzet | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% | 22.7% |
| Als % goederen omzet | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% | 24.5% |
| Operationele kosten | 98.8 | 101.6 | 115.4 | 117.9 | 120.4 | 123.1 | 125.5 | 128.2 | 131.0 | 134.0 | 137.5 |
| Overige kosten en resultaten | 1.3 | 8.3 | 2.9 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.6 | -0.6 | -0.6 |
| EBITDA | 25.6 | 20.2 | 37.8 | 42.2 | 43.3 | 44.3 | 45.7 | 46.8 | 47.9 | 49.0 | 49.6 |
| Als % consumenten omzet | 4.6% | 3.5% | 5.5% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.1% | 6.1% | 6.1% | 6.1% | 6.0% |
| Als % goederen omzet | 5.0% | 3.8% | 5.9% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.6% | 6.6% | 6.5% |
| Afschrijvingen | 10.6 | 12.2 | 15.1 | 14.1 | 13.7 | 13.9 | 14.5 | 15.0 | 15.4 | 15.6 | 15.6 |
| EBITA | 15.0 | 8.0 | 22.8 | 28.1 | 29.6 | 30.4 | 31.1 | 31.8 | 32.5 | 33.4 | 34.0 |
| Als % consumenten omzet | 2.7% | 1.4% | 3.3% | 4.0% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% |
| Als % goederen omzet | 2.9% | 1.5% | 3.6% | 4.3% | 4.4% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| VRIJE KASSTROOM & DCF WAARDERING | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | |
| | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | forecast | |
| EBITDA | 20.2 | 37.8 | 42.2 | 43.3 | 44.3 | 45.7 | 46.8 | 47.9 | 49.0 | 49.6 | |
| - Belastingen | 2.0 | 5.8 | 7.2 | 7.6 | 7.7 | 7.9 | 8.1 | 8.3 | 8.5 | 8.7 | |
| - Investerings in Netto Werkkapitaal | 8.6 | 1.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | |
| - Investerings in Materiele Vastia Activa | 82.5 | 2.9 | 4.3 | 5.7 | 8.6 | 8.8 | 9.0 | 9.2 | 9.4 | 9.7 | |
| Free Cash Flow | -73.0 | 27.4 | 30.5 | 29.8 | 27.8 | 28.7 | 29.5 | 30.1 | 30.8 | 31.0 | |
| Discount rate | 0.92 | 0.84 | 0.77 | 0.71 | 0.65 | 0.60 | 0.55 | 0.50 | 0.46 | 0.43 | |
| PV of Free Cash Flows | -67.0 | 23.1 | 23.8 | 21.2 | 18.1 | 17.2 | 16.2 | 15.2 | 14.3 | 13.2 | |
| DCF WAARDERING | | | | | | | | | | | |
| Waarde planingsperiode | | | | | | | | | | | 95.0 |
| Waarde na planingsperiode | | | | | | | | | | | 190.2 |
| Operationele waarde | | | | | | | | | | | 285.3 |
| Lange termijn groei | | | | | | | | | | | 2.0% |

Bijlage 5a: Gehanteerde trading multiples per 22 april 2008

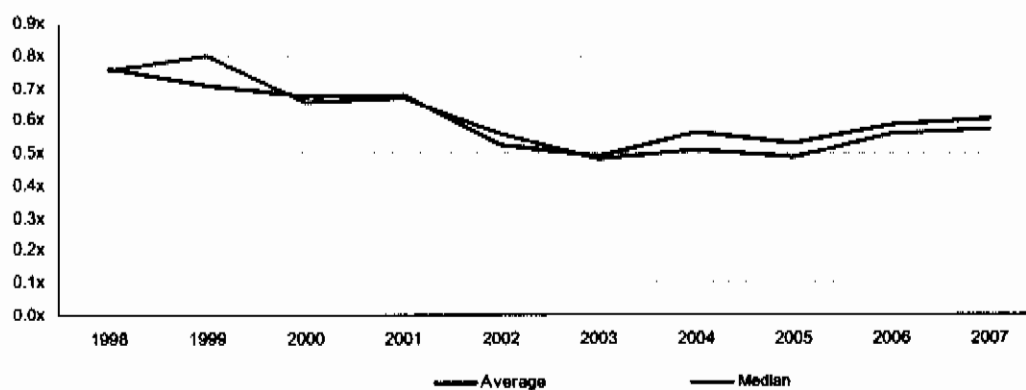
| Company | GENERAL DATA | | | REVENUE MULTIPLE | | | EBITDA MULTIPLE | | | EBITDA MULTIPLE | | | PRICE EARNINGS | | | | | | |
|----------------------|--------------|------------|------------|------------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|--------------|----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Market cap | Market cap | Market cap | 2007A | 2008F | 2010F | 2007A | 2008F | 2010F | 2007A | 2008F | 2010F | 2007A | 2008F | 2010F | | | | |
| XONINKLIJKE AHOLD NV | 9.4 | 1,172 | 11,023 | 13,216 | 0.5x | 0.4x | 0.4x | 6.5x | 6.8x | 6.3x | 6.0x | 9.7x | 11.1x | 10.1x | 9.4x | 17.4x | 13.8x | 12.4x | 11.2x |
| SUPER DE BOER | 4.4 | 115 | 506 | 583 | 0.3x | 0.3x | 0.3x | 12.7x | 11.7x | 9.3x | 7.2x | NM | NM | NM | NM | 49.1x | 44.2x | 19.2x | 11.2x |
| SUGRO FOOD GROUP NV | 25.7 | 43 | 1,109 | 1,360 | 0.7x | 0.6x | 0.6x | 9.3x | 8.7x | 7.7x | 7.1x | 12.0x | 11.9x | 10.2x | 9.5x | 15.0x | 13.3x | 11.6x | 10.3x |
| COLRUYT ETN FR NV | 163.7 | 32 | 5,273 | 4,980 | 0.9x | 0.8x | 0.8x | 10.0x | 9.9x | 9.2x | 8.4x | 12.5x | 12.6x | 11.6x | 10.7x | 18.5x | 18.8x | 17.0x | 15.6x |
| DELHAIZE FRERES | 51.1 | 99 | 5,073 | 7,588 | 0.4x | 0.4x | 0.4x | 5.8x | 5.3x | 5.1x | 4.8x | 8.5x | 8.0x | 7.5x | 7.2x | 12.9x | 10.9x | 10.1x | 9.6x |
| CARRIEFOUR SA | 47.7 | 694 | 33,066 | 42,186 | 0.5x | 0.5x | 0.4x | 8.4x | 7.7x | 7.2x | 6.7x | 12.0x | 11.6x | 10.8x | 9.9x | 17.9x | 16.3x | 14.8x | 13.1x |
| WM MORRISON SUPERMT | 2.8 | 2,695 | 7,552 | 8,206 | 0.6x | 0.6x | 0.6x | 8.7x | 9.3x | 8.5x | 7.5x | 12.5x | 14.4x | 12.7x | 10.8x | 13.5x | 18.3x | 17.0x | 14.0x |
| SAINSBURY J PLC | 3.6 | 1,747 | 6,226 | 7,713 | 0.4x | 0.4x | 0.4x | 7.1x | 7.3x | 6.5x | 6.0x | 12.3x | 14.3x | 12.2x | 10.7x | 18.7x | 18.7x | 15.7x | 13.4x |
| TESCO PLC | 4.0 | 7,863 | 31,421 | 38,157 | 0.8x | 0.8x | 0.7x | 9.7x | 10.0x | 9.1x | 8.2x | 12.3x | 13.8x | 12.5x | 11.1x | 14.8x | 15.9x | 14.2x | 12.8x |
| CASINO GUICHARD PERR | 77.1 | 112 | 8,622 | 14,185 | 0.6x | 0.5x | 0.4x | 7.1x | 7.1x | 6.6x | 6.2x | 10.2x | 10.9x | 10.1x | 9.4x | 13.6x | 15.3x | 13.8x | 12.3x |
| Average | | | | | 0.5x | 0.5x | 0.5x | 8.5x | 8.4x | 7.6x | 6.8x | 11.4x | 12.1x | 10.8x | 9.8x | 18.1x | 18.5x | 14.6x | 12.3x |
| Median | | | | | 0.5x | 0.5x | 0.4x | 8.5x | 8.2x | 7.4x | 6.9x | 12.0x | 11.9x | 10.5x | 9.9x | 16.2x | 16.1x | 14.5x | 12.0x |

Enterprise value based on average stock price 18/04/08 to 22/04/08



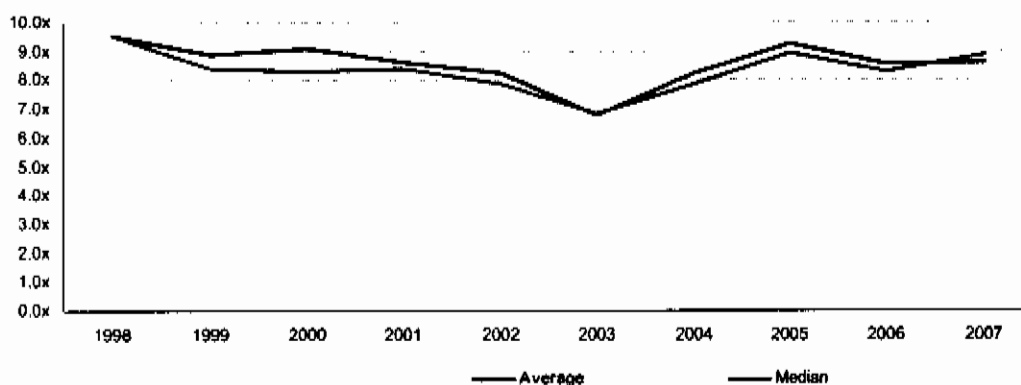
Bijlage 5b: Gerealiseerde multiples 1998-2007 van de peer group

Ondernemingswaarde ten opzichte van omzet



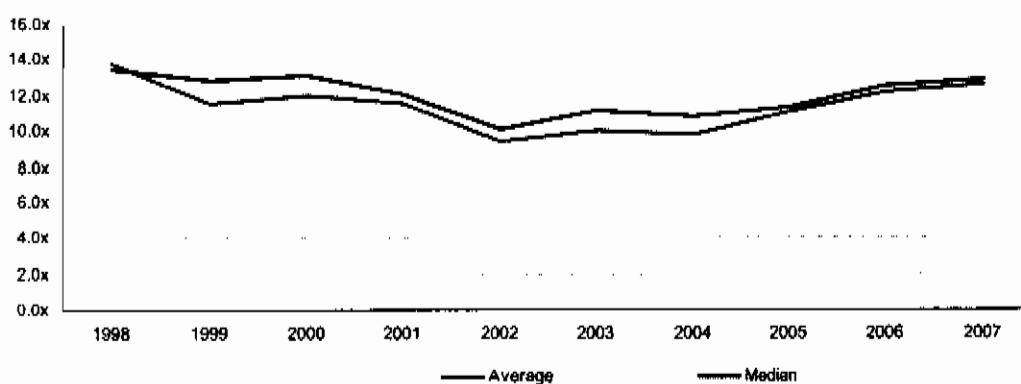
Bron: Datastream en Thomson Financials

Ondernemingswaarde ten opzichte van gerealiseerde EBITDA



Bron: Datastream en Thomson Financials

Ondernemingswaarde ten opzichte van gerealiseerde EBITA



Bron: Datastream en Thomson Financials

Annex 5c: Waardering 57 winkels op basis van multiples

| GENORMALISEERD PRO FORMA EBIT(D)A | | 2009 | 2010 |
|---|--|-------------|-------------|
| | | forecast | forecast |
| Consumenten omzet | | 687.1 | 702.5 |
| Goederen omzet | | 638.0 | 652.4 |
| Reported EBITDA | | 37.8 | 42.2 |
| + Herstructureringskosten | | | |
| + ATK savings full effect | | 1.8 | |
| + Pensioenen | | | |
| + Normalisatie marketingkosten | | 1.7 | |
| Genormaliseerde pro-forma EBITDA | | 41.3 | 42.2 |
| <i>Als % consumentenomzet</i> | | <i>6.0%</i> | <i>6.0%</i> |
| <i>Als % goederenomzet</i> | | <i>6.5%</i> | <i>6.5%</i> |
| - Afschrijvingen store related | | 15.1 | 14.1 |
| + Norm. afs. eenmalige winkel investering | | 1.7 | 1.3 |
| Genormaliseerde pro forma EBITA | | 28.0 | 29.4 |
| <i>Als % consumenten omzet</i> | | <i>4.1%</i> | <i>4.2%</i> |
| <i>Als % goederenomzet</i> | | <i>4.4%</i> | <i>4.5%</i> |

| WAARDERING OP OMZET MULTIPLI F | | 2009 | 2010 | Gem 09-10 |
|--|--|------------|------------|------------|
| Goederen omzet | | 638.0 | 652.4 | |
| Multiple (incl. 20% transactie-premie) | | 0.5x | 0.5x | |
| Waarde winkels (incl. RE) | | 351 | 345 | |
| - Eenmalige WC investering | | 9 | 9 | |
| - Eenmalige winkel investering | | 62 | 62 | |
| Waarde winkels (excl. RE) | | 280 | 274 | 277 |

| WAARDERING OP EBITDA MULTIPLE | | 2009 | 2010 |
|--|--|------------|------------|
| Genormaliseerde EBITDA | | 41.3 | 42.2 |
| Multiple (incl. 20% transactie-premie) | | 8.9x | 8.3x |
| Waarde winkels (incl. RE) | | 369 | 350 |
| - Eenmalige WC investering | | 9 | 9 |
| - Eenmalige winkel investering | | 62 | 62 |
| Waarde winkels (excl. RE) | | 298 | 279 |

| WAARDERING OP EBITA MULTIPLE | | 2009 | 2010 |
|--|--|------------|------------|
| Genormaliseerde EBITA | | 28.0 | 29.4 |
| Multiple (incl. 20% transactie-premie) | | 12.9x | 11.8x |
| Waarde winkels (incl. RE) | | 361 | 348 |
| - Eenmalige WC investering | | 9 | 9 |
| - Eenmalige winkel investering | | 62 | 62 |
| Waarde winkels (excl. RE) | | 290 | 278 |