

# Ledouble

ALD

Corosa

1-3 rue Eugène et Armand Peugeot  
92500 Rueil-Malmaison

APPORT DES TITRES DE LA SOCIÉTÉ LP GROUP B.V.  
PAR LA SOCIÉTÉ LINCOLN FINANCING HOLDINGS  
AU PROFIT DE LA SOCIÉTÉ ALD

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS  
SUR LA RÉMUNÉRATION DE L'APPORT

6 AVRIL 2023

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris  
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €  
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Aux actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 5 mai 2022, concernant l'apport des titres (l'« **Apport** ») de la société LP Group B.V. (« **LP Group** » ou la « **Société** »), détenus par la société Lincoln Financing Holdings PTE. Limited (« **Lincoln** » ou la « **Société Apporteuse** »), au profit de la société ALD (« **ALD** » ou la « **Société Bénéficiaire** »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'Apport conformément à la position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers n°2020-06 du 29 avril 2021<sup>1</sup>.

Notre appréciation de la valeur de l'Apport<sup>2</sup> fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'Apport a été arrêtée dans le traité d'apport signé par Lincoln et ALD en date du 5 avril 2023 (le « **Traité d'Apport** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération proposée. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à vérifier, d'une part, que les valeurs relatives attribuées aux actions de la Société dont les titres sont apportés et aux actions de la Société Bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

À aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi française.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'Opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'Opération
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion

---

<sup>1</sup> « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».

<sup>2</sup> En application de l'ordonnance précitée de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre et de l'article [L. 225-147](#) du Code de commerce.

## 1. Présentation de l'Opération

### 1.1. Présentation des parties concernées par l'Apport

#### 1.1.1. ALD, Société Bénéficiaire

ALD est une société anonyme sise Corosa, 1-3 rue Eugène et Armand Peugeot, 92500 Rueil-Malmaison ; elle est inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 417 689 395<sup>3</sup>. Son objet principal est l'acquisition, la gestion et l'exploitation<sup>4</sup> de biens d'équipement et de véhicules.

Le capital social d'ALD, d'un montant de 848.617.644 €, est divisé en 565.745.096 actions d'une valeur nominale de 1,50 € chacune, intégralement libérées et toutes de même catégorie ; il n'existe pas de valeurs mobilières y donnant accès.

Les actions ALD sont admises aux négociations sur le marché Euronext à Paris, sous le code ISIN FR0013258662<sup>5</sup>.

Avec la détention d'un parc d'environ 1,5 million de véhicules, ALD fournit une gamme complète de services autour de la location de véhicules et la gestion de flotte (« Car-as-a-service »), et propose des solutions pour accompagner la mobilité de ses clients, par des formules innovantes :

- location longue durée ou leasing de véhicules thermiques ou électriques ;
- location longue durée de vélos ;
- autopartage.

Bien que son activité soit tournée vers l'Europe, des alliances mondiales lui permettent de fournir des solutions de mobilité à l'échelle mondiale dans 55 pays.

ALD clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année.

#### 1.1.2. Lincoln, Société Apporteuse

Lincoln est une société à responsabilité limitée (*private limited company*) de droit singapourien, sise 10 Changi Business Park Central 2 #05-01 Hansapoint@CBP, à Singapour 486030 ; elle est immatriculée auprès de l'*Accounting and Corporate Regulatory Authority* de Singapour sous le numéro 201505585M.

Le capital social de Lincoln, d'un montant de 2.058.973.503 €, est divisé en 2.058.973.503 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 €.

La Société Apporteuse est une société holding qui détient l'intégralité des actions composant le capital de LP Group, dont les titres sont apportés (§ 1.1.3).

---

<sup>3</sup> Depuis le 19 février 1998.

<sup>4</sup> Notamment sous forme de bail, avec ou sans option d'achat, l'activité de vente étant accessoire.

<sup>5</sup> Mnémonique ALD.

### 1.1.3. LP Group, Société dont les titres sont apportés

#### 1.1.3.1. LP Group

LP Group est une société à responsabilité limitée de droit néerlandais (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) sise Gustav Mahlerlaan 360, 1082 ME Amsterdam (Pays-Bas) ; elle est immatriculée au registre du commerce néerlandais sous le numéro 62635034<sup>6</sup>.

Le capital social de LP Group, d'un montant de 100.000.001 €, est :

- divisé en 100.000.001 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 €, intégralement libérées ; et
- détenu en totalité par Lincoln (§ 1.1.2).

LP Group est une société holding, dont la seule activité est la détention de la totalité du capital de LeasePlan, et l'animation de l'ensemble constitué de LP Group, LeasePlan et ses filiales, formant le « Groupe LP Group » (§ 1.1.3.2).

LP Group clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année. Ses comptes consolidés sont établis selon le référentiel IFRS.

#### 1.1.3.2. LeasePlan

LeasePlan Corporation N.V (« LeasePlan ») est une société à responsabilité limitée de droit néerlandais (*naamloze vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*), sise Gustav Mahlerlaan 360, 1082 ME Amsterdam (Pays-Bas) ; elle est immatriculée au registre du commerce néerlandais sous le numéro 39037076, et dispose d'une licence d'établissement de crédit aux Pays-Bas.

Le capital social de LeasePlan, d'un montant de 71.585.660 €, est divisé en 71.585.660 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 €.

Fondée en 1963 et leader mondial du *Car-as-a-Service* couvrant une trentaine de pays, LeasePlan, dont la flotte compte 1,6 million de véhicules, offre une gamme complète de services de gestion de flotte et de location longue durée de véhicules à destination des professionnels et des particuliers. LeasePlan propose des solutions de mobilité durable, sa stratégie de développement reposant sur les véhicules électriques et hybrides. Son activité est majoritairement tournée vers le marché européen (Pays-Bas, Allemagne, France, Royaume-Uni, Espagne et Italie).

Les revenus de LeasePlan comprennent :

- la location des véhicules sous différentes formes de contrats et d'options ;
- les services incluant la gestion de la maintenance et l'assistance en cas de panne ;
- la revente des véhicules d'occasion.

---

<sup>6</sup> Depuis le 10 février 2015.

#### 1.1.4. Liens entre les sociétés concernées

Lincoln détient la totalité du capital de LP Group, unique actionnaire de LeasePlan (§ 1.1.3.1 et § 1.1.3.2).

Avant la réalisation de l'Apport, la Société Apporteuse et la Société Bénéficiaire n'ont aucun lien capitalistique ni de dirigeants communs.

### 1.2. Contexte de l'Opération

Le 6 janvier 2022, un protocole d'accord a été signé entre ALD et les actionnaires de LeasePlan en vue de l'acquisition par ALD de la totalité du capital de LP Group, le regroupement d'ALD et de LP Group visant à créer un acteur mondial de la mobilité cumulant une flotte de 3,5 millions de véhicules.

Le 22 avril 2022, Lincoln et ALD (les « Parties »), ainsi que LP Group et LeasePlan ont signé un *framework agreement* (tel qu'amendé le cas échéant, le « Contrat Cadre ») prévoyant les termes et conditions de leur accord (l'« Opération ») :

- la cession par la Société Apporteuse à la Société Bénéficiaire d'un nombre d'actions représentant 35% du capital de LP Group pour un prix d'environ 1,8 Md€<sup>7</sup> en numéraire (la « Partie Numéraire ») ; et
- l'apport en nature par la Société Apporteuse à la Société Bénéficiaire du solde des actions composant le capital de LP Group, représentant 65% de son capital, contre la remise d'actions ordinaires nouvelles ALD et d'actions nouvelles ALD auxquelles seront attachés des bons de souscription d'action<sup>8</sup>.

Le financement de la Partie Numéraire comporte deux volets :

- ALD a d'ores et déjà réalisé une augmentation de capital<sup>9</sup> avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant total de 1.212.310.920 €<sup>10</sup> au terme de laquelle Société Générale, actionnaire majoritaire, détient 75,94% du capital d'ALD ; et
- ALD procèdera à des opérations de financement conformément aux termes et conditions du Contrat Cadre, qui seront intégralement souscrites par Société Générale ou bénéficiera d'une avance de la part de Société Générale.

### 1.3. Description de l'Apport

#### 1.3.1. Caractéristiques de l'Apport

Les modalités de réalisation de l'Opération sont présentées de façon détaillée dans le Traité d'Apport.

L'Apport réalisé par Lincoln au profit d'ALD porte sur la pleine propriété de 65.000.001 actions LP Group<sup>11</sup> (les « Actions Apportées »), soit 65% de son capital (§ 1.2).

<sup>7</sup> Après cession des activités américaines du Groupe LP Group et hors prise en compte d'ajustements *post closing*.

<sup>8</sup> Conformément au § 1.5 ci-après.

<sup>9</sup> Lancée le 29 novembre 2022, l'augmentation de capital a été réalisée le 20 décembre 2022.

<sup>10</sup> Soit 161.641.456 actions au prix de souscription préférentiel de 7,50 €.

<sup>11</sup> 100.000.001 actions (§ 1.1.3.1) x 65% ; l'Apport ne peut être réalisé si un nombre inférieur d'actions de la Société est apporté au titre du Traité d'Apport.

### 1.3.1.1. *Date de réalisation*

L'Apport ainsi que l'augmentation de capital d'ALD consécutive à l'Apport seront réalisés de manière définitive et concomitante à la date de réalisation (la « **Date de Réalisation** ») qui sera la date de la levée de la dernière des conditions suspensives (§ 1.3.4).

La date d'effet comptable et fiscal de l'Apport est également fixée à la Date de Réalisation.

Les Actions Apportées seront transférées à la Société Bénéficiaire conformément aux stipulations du Contrat Cadre<sup>12</sup>.

### 1.3.1.2. *Opérations préalables*

Les Actions Apportées s'entendent dividendes attachés<sup>13</sup>.

Le Contrat Cadre prévoit qu'à la Date de Réalisation l'actif net comptable<sup>14</sup> (« **NAV** ») du Groupe LP Group soit supérieur ou égal à un minimum de référence convenu entre les Parties. La NAV du Groupe LP Group au 31 décembre 2022 étant supérieure à ce seuil, la Société procédera à une distribution de dividendes ou à une réduction de capital au bénéfice de Lincoln avant l'Apport.

Un avenant au Contrat Cadre signé le 28 mars 2023 (l'« **Avenant** ») prévoit :

- une augmentation de 235 M€ de la NAV de référence de la Société à la Date de Réalisation afin de couvrir une éventuelle augmentation des contraintes des fonds propres prudentiels requise par les autorités de contrôle ;
- une restitution de la NAV en numéraire d'un montant maximum de 235 M€ sera payée par ALD à Lincoln en fonction de l'adoption de mesures permettant de réduire les contraintes de fonds propres prudentiels de LP Group d'ici le 31 décembre 2024 (le « **Complément de Prix** »).

Au même titre que la Partie Numéraire, le Complément de Prix n'entre pas dans notre appréciation de la valeur de l'Apport et de sa rémunération.

### 1.3.1.3. *Nantissement portant sur l'Apport*

La mainlevée du nantissement consenti par Lincoln au bénéfice de la société U.S. Bank Trustees Limited par acte notarié en date du 2 avril 2019, portant sur l'intégralité des 100.000.001 actions ordinaires composant le capital de LP Group, dont celles concernées par l'Apport constitue une condition suspensive à l'Apport (§ 1.3.4)<sup>15</sup>.

## 1.3.2. *Régime juridique*

L'Apport est soumis au régime des apports en nature prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

---

<sup>12</sup> Article 8.3 et paragraphe 4 de l'annexe 1 du Contrat Cadre.

<sup>13</sup> À l'exception du droit à la « Pre-Closing Lucca Distribution », tel défini dans le Contrat Cadre, auquel ALD a expressément renoncé.

<sup>14</sup> Dans les comptes consolidés du Groupe établis selon les normes IFRS et hors instruments de dette subordonnée (AT1).

<sup>15</sup> Ladite mainlevée constitue une *closing delivery* devant être remise à la Date de Réalisation par la Société Apporteuse au titre du Contrat Cadre.

### 1.3.3. Régime fiscal

En application de l'article 810-I du code général des impôts, l'Apport sera enregistré sans frais.

### 1.3.4. Conditions suspensives

L'Apport et l'augmentation de capital consécutive d'ALD sont soumis aux conditions suspensives mentionnées à l'article 4.1 du Contrat Cadre et à l'article 5.1 du Traité d'Apport.

ALD nous a confirmé que seules les conditions suspensives suivantes restaient à lever :

- au titre de l'article 4.1 du Contrat Cadre :
  - l'approbation de l'Opération par les autorités de la concurrence ;
  - l'approbation des autorités de supervision de Lincoln et LP Group ;
  - la mise à disposition du document d'exemption aux actionnaires d'ALD, tel que défini dans le Contrat Cadre ;
  - la réalisation de la distribution de dividendes relative à la participation de LP Group dans la société Constellation Automotive Group ;
  - le respect des montants minimums fixés dans le Contrat Cadre pour les NAV d'ALD et de LP Group ;
  - la condition selon laquelle, si la valeur estimée de la NAV de LP Group avant distribution de dividendes s'avère supérieure au montant de référence fixé dans le Contrat Cadre et son Avenant, LP Group versera à Lincoln un dividende correspondant à la différence entre ces deux valeurs, sous réserve de l'approbation des autorités compétentes ;
- au titre de l'article 5.1 du Traité d'Apport, la mainlevée du nantissement portant sur l'intégralité des 100.000.001 actions ordinaires composant le capital de LP Group (§ 1.3.1.3).

Conformément aux stipulations du Contrat Cadre, les conditions suspensives devront être accomplies à la Date de Réalisation<sup>16</sup>.

## 1.4. Évaluation de l'Apport

Conformément au règlement n°2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des Normes Comptables (ANC) tel que modifié par les règlements n°2017-01 du 5 mai 2017 et n°2019-06 du 8 novembre 2019, s'agissant d'un apport de titres représentant la majorité du capital de la Société entre entités sous contrôle distinct avec changement de contrôle, l'Apport a été évalué à la valeur réelle.

La valeur réelle de l'Apport a été fixée à un montant de 2.720.000.000 € en fonction des résultats des travaux de valorisation exposés en Annexe 3.2(A) du Traité d'Apport<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> S'agissant des conditions suspensives visées dans le Contrat Cadre.

<sup>17</sup> Méthodologie d'évaluation des Actions Apportées.

Elle est fondée sur les méthodes suivantes :

- une évaluation intrinsèque par actualisation des flux de dividendes théoriques futurs (*Dividend Discount Model* ou « **DDM** ») ;
- une évaluation analogique par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant des activités comparables et aux objectifs de cours des analystes financiers suivant ALD ;
- la valeur des actions<sup>18</sup> ALD émises en rémunération de l'Apport.

### 1.5. Rémunération de l'Apport

Pour fixer les conditions de la rémunération de l'Apport, les signataires du Traité d'Apport ont retenu les valeurs réelles respectives des Actions Apportées et d'ALD.

En rémunération de l'Apport, ALD émettra au profit de Lincoln, en échange des Actions Apportées :

- 224.905.293 actions ordinaires nouvelles d'une valeur nominale de 1,50 €<sup>19</sup> chacune, entièrement libérées (les « **Actions Sèches** ») ;
- 26.310.039 nouvelles actions ordinaires ALD d'une valeur nominale de 1,50 € chacune, entièrement libérées, auxquelles sera attaché un bon de souscription d'action ALD (« **BSA** ») dont les termes et conditions sont précisés à l'Annexe 4 du Traité d'Apport<sup>20</sup> (les « **ABSA** »). Les BSA seront exerçables en fonction de la performance boursière d'ALD postérieurement à la Date de Réalisation.

Il s'ensuit un rapport d'échange de 65.000.001 Actions Apportées pour 224.905.293 Actions Sèches et 26.310.039 ABSA (le « **Rapport d'Échange** »).

En conséquence, 251.215.332 actions nouvelles seront émises en rémunération de l'Apport (les « **Actions Nouvelles** »)<sup>21</sup>. ALD procédera ainsi à une augmentation de capital à hauteur de 376.822.998 €.

À l'issue de l'Apport, la Société Apporteuse devrait détenir 30,75% du capital d'ALD hors exercice des BSA. En cas d'exercice de l'ensemble des BSA<sup>22</sup>, sa participation dans le capital d'ALD serait augmentée de 3,12% sur une base entièrement diluée<sup>23</sup> portant à 32,91% la participation de la Société Apporteuse au capital d'ALD.

La différence entre la valeur de l'Apport, soit 2.720.000.000 € (§ 1.4), et le montant de l'augmentation de capital, soit 376.822.998 €, constituera une prime d'apport d'un montant de 2.343.177.002 €, sur laquelle porteront les droits des actionnaires de la Société Bénéficiaire, et qui sera inscrite au passif de son bilan.

<sup>18</sup> BSA attachés.

<sup>19</sup> Valeur nominale unitaire de l'action ALD (§ 1.1.1).

<sup>20</sup> Termes et conditions des bons de souscription d'actions.

<sup>21</sup> Dès la Date de Réalisation, les Actions Nouvelles jouiront des mêmes droits que les actions existantes composant le capital d'ALD, à l'exception du droit au dividende prélevé sur le bénéfice distribuable de la Société d'un montant de 1.06 euros par action, et seront soumises à toutes les stipulations statutaires d'ALD ; en conséquence, la Société Apporteuse ne bénéficiera pas de la distribution de dividendes qui interviendra à l'Assemblée générale annuelle d'ALD appelée à se réunir en mai 2023. En outre, les Actions Nouvelles seront négociables dès leur émission et feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris, de sorte qu'elles soient admises à la cotation sur une seconde ligne de cotation jusqu'à la mise en paiement du dividende au titre de l'exercice 2022, puis seront, à compter de cette mise en paiement, assimilables aux actions existantes et admises aux négociations sur la même ligne de cotation que les actions existantes (§ 1.1.1).

<sup>22</sup> Exerçables dans l'hypothèse d'un cours de l'action ALD de 13,94 € au minimum.

<sup>23</sup> En incluant la dilution résultant de l'exercice des BSA.



## 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'Opération

### 2.1. Présentation des valeurs relatives retenues par les Parties

Le Contrat Cadre, issu des négociations entre les Parties et qui détermine le nombre d'actions à émettre par la Société Bénéficiaire en rémunération de l'Apport, permet à la Société Apporteuse de détenir 30,75% du nouvel ensemble<sup>24</sup> (§ 1.5).

Afin de conforter la parité implicite du Contrat Cadre, les Parties ont mis en œuvre une valorisation multicritère de LP Group et de la Société Bénéficiaire. La description des méthodes d'évaluation et des critères opérationnels retenus pour déterminer le Rapport d'Échange figure en Annexes 3.2 A et 3.2 B du Traité d'Apport.

S'agissant de LP Group et de la Société Bénéficiaire, les Parties ont privilégié les méthodes de valorisation pouvant être mises en œuvre de manière homogène entre LP Group et ALD au moment de la finalisation des accords entre les Parties<sup>25</sup> :

- l'actualisation des flux de dividendes DDM ;
- l'application des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant des activités comparables ;
- la référence au multiple ressortant des objectifs de cours des analystes financiers suivant ALD.

Ces travaux de valorisation ont été complétés par des parités déterminées par comparaison d'agrégats de résultats nets historiques et prospectifs de LP Group et d'ALD, les deux groupes intervenant dans le même secteur.

L'évaluation des BSA a été établie<sup>26</sup> par les Parties en appliquant un modèle Monte-Carlo dont les caractéristiques sont présentées en Annexe 4 du Traité d'Apport :

- un cours de l'action ALD de 12,12 € et un cours sous-jacent théorique pro-forma de l'augmentation de capital de 10,70 € au 27 octobre 2021 ;
- un prix d'exercice de 2,00 € ;
- une barrière du cours de l'action ALD à 13,94 € (30,28% de prime par rapport à l'hypothèse de TERP<sup>27</sup>) ;
- une volatilité du cours de l'action ALD de 30% ;
- une période d'exercice de 1 à 3 ans ;
- un taux de swap EUR à 3 ans ;
- un dividende par action de 0,86 € par an ;
- les BSA pouvant être exercés à tout moment jusqu'au jour de leur expiration.

<sup>24</sup> Majoré de 3,12% en cas d'exercice des BSA.

<sup>25</sup> Par la signature du Contrat Cadre.

<sup>26</sup> Fin 2021.

<sup>27</sup> *Theoretical Ex-Rights Price* ou cours théorique ex-droit.

## 2.2. Diligences effectuées par le commissaire aux apports

Notre mission ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect des droits des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la rémunération de l'Apport et notamment :

- la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'Opération et les parités induites ; et
- le positionnement du Rapport d'Échange par rapport à ces valeurs relatives jugées pertinentes.

Au même titre que la Partie Numéraire, le Complément de Prix n'entre pas dans notre appréciation de la valeur de l'Apport et de sa rémunération.

Par ailleurs, nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, fiscal, juridique ou comptable de quelque nature que ce soit sur l'Opération qui est soumise à votre approbation.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui acte la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date de notre rapport et la date de l'Assemblée générale d'ALD amenée à se prononcer sur l'Apport.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte de l'Opération et examiné l'ensemble de son corpus juridique ;
- mené des entretiens avec les représentants de LP Group et d'ALD ainsi que les conseils financiers et juridiques des Parties afin de comprendre les modalités financières, comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- pris connaissance du Traité d'Apport et de ses annexes ;
- examiné le Contrat Cadre et son Avenant signé le 28 mars 2023 ;
- exploité les informations comptables et financières historiques de LP Group, de LeasePlan et d'ALD ;
- pris connaissance des travaux de *due diligence* de nature financière, juridique, sociale et fiscale diligentés par ALD sur le Groupe LP Group et eu accès aux sources documentaires de la *data room*<sup>28</sup> ouverte à cet effet ;
- vérifié que les comptes consolidés des exercices clos le 31 décembre 2021 et le 31 décembre 2022 de LP Group avaient été certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes ;

---

<sup>28</sup> Pour Groupe LP Group et Lincoln.

- vérifié que les comptes consolidés des exercices clos le 31 décembre 2021 d'ALD avaient été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- examiné les comptes consolidés d'ALD arrêtés par le conseil d'administration du 7 février 2023, mais non encore audités, au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022 ;
- collecté des données de marché concernant les activités des sociétés prenant part à l'Opération, et analysé, au regard de ces informations de source externe, les hypothèses sous-tendant les plans d'affaires de LP Group établis sous la supervision de Lincoln, d'une part, et d'ALD, d'autre part ;
- examiné l'ensemble des travaux d'évaluation menés par la direction d'ALD et ses conseils ;
- mis en œuvre notre propre évaluation multicritère d'ALD et de LP Group afin d'apprécier le Rapport d'Échange ;
- examiné les caractéristiques des BSA, modélisé leur valeur optionnelle en fonction des conditions de leur exercice, et analysé leur incidence sur la rémunération de l'Apport ;
- pris connaissance des modalités de détermination de la rémunération de l'Apport et de la valorisation du groupe résultant du rapprochement entre ALD et le Groupe LP Group.

Conformément aux normes professionnelles, afin d'éviter tout risque d'omission d'informations importantes et de confirmer certaines déclarations que nous avons recueillies, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de LP Group et de Lincoln ainsi que d'ALD confirmant les éléments significatifs exploités dans le cadre de notre mission.

### 2.3. Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'Opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'Opération appelle de notre part les observations suivantes.

- Les travaux d'évaluation ont été menés par les Parties sur des prévisions en excluant :
  - le bénéfice des synergies attendues de l'Opération pour refléter un fonctionnement autonome en continuité d'exploitation respectivement du Groupe LP Group et d'ALD ;
  - la contribution de la filiale américaine de LP Group qui a été cédée en décembre 2022.
- Les méthodes et les critères de valorisation employés par les Parties, rappelés ci-avant (§ 2.1), sont usuels et adaptés à l'activité et aux caractéristiques respectives des groupes LP Group et ALD<sup>29</sup>.
- Les hypothèses et les paramètres clés d'évaluation ont été définis par les Parties de manière pertinente, la mise en œuvre des méthodes d'évaluation étant par ailleurs conforme à la pratique professionnelle.
- La détermination du Rapport d'Échange par comparaison des agrégats historiques et prévisionnels nous paraît adaptée, dans la mesure où le Groupe LP Group et ALD sont parfaitement comparables tant en termes d'activité que de *business model*.

<sup>29</sup> Notamment compte tenu des contraintes réglementaires en termes de fonds propres minimum.

- L'évaluation des BSA par le modèle Monte-Carlo est conforme à la pratique professionnelle pour l'évaluation de ce type d'options<sup>30</sup>.
- Les valeurs mentionnées ci-après, sauf mention contraire, n'intègrent pas les effets du Complément de Prix.

Afin de corroborer les analyses menées par les Parties, nous avons :

- reconduit les méthodes d'évaluation exposées dans le Traité d'Apport avec nos propres paramètres et en examinant l'ensemble des plans d'affaires qui nous ont été transmis par LP Group et ALD, en ce compris les plus récents ;
- déterminé le Rapport d'Échange en comparant les indicateurs opérationnels historiques et prévisionnels de LP Group et d'ALD ;
- procédé à des analyses de sensibilité ;
- corroboré l'évaluation des BSA par un modèle binomial.

### 2.3.1.Plans d'affaires

Nous avons mis en œuvre nos propres travaux en procédant à une évaluation multicritère de LP Group et d'ALD à partir de plusieurs scénarii de plans d'affaires prévisionnels couvrant la période 2022 à 2025, dont :

- ceux établis au moment de l'annonce de l'Opération par LP Group et ALD (§ 2.3.1.1) ;
- ceux actualisés en fonction des réalisations de l'année 2022 intégrant les conséquences économiques de la crise sanitaire et géopolitiques sur le marché des véhicules neufs et d'occasion (§ 2.3.1.2).

Les prévisions de la filiale américaine de Lease Plan cédée ont été exclues de l'ensemble des plans d'affaires.

#### 2.3.1.1. *Au moment de l'annonce de l'Opération*<sup>31</sup>

Les plans d'affaires disponibles au moment de l'annonce de l'Opération, qui nous ont permis de déterminer les flux prévisionnels de dividendes sur la période 2022 à 2025, sont les suivants :

- pour LP Group :
  - un plan d'affaires en fonctionnement autonome établi par LP Group en novembre 2020<sup>32</sup> ;
  - un plan d'affaires tablant sur un fonctionnement autonome de LP Group élaboré par ALD, qui a été complété par plusieurs scénarii reflétant la sensibilité à une variation des paramètres structurants<sup>33</sup> ;

<sup>30</sup> Options américaines *i.e.* exerçables en continu.

<sup>31</sup> Les hypothèses sous-tendant les plans d'affaires disponibles à ce stade intégraient les prévisions de la filiale américaine.

<sup>32</sup> Actualisé en mai 2021.

<sup>33</sup> Taille de la flotte de véhicules, niveau de marge par voiture louée, niveau de CET 1 (*Common Equity Tier 1*) requis.

- pour ALD :
  - un plan d'affaires élaboré par ALD, qui a été complété par plusieurs scénarii reflétant la sensibilité à une variation des paramètres opérationnels structurants<sup>34</sup> ;
- pour le nouvel ensemble :
  - un plan d'affaires basé sur les hypothèses opérationnelles des plans d'affaires de LP Group et d'ALD, complétées des synergies propres aux contraintes réglementaires et des coûts de réorganisation estimés par la direction d'ALD ;
  - un plan d'affaires résultant de la somme des plans d'affaires en fonctionnement autonome de LP Group et d'ALD, incluant les synergies attendues de l'Opération nettes de ses effets défavorables.

### 2.3.1.2. À date du présent rapport<sup>35</sup>

À la date du présent rapport, nous avons retenu :

- pour LP Group<sup>36</sup> :
  - un plan d'affaires préparé par la direction d'ALD, à l'appui du budget 2023 de LP Group et avec la cession de la filiale américaine, selon un scénario central (Base Case) et un scénario impacté par une dégradation cumulée de la flotte de véhicules, des marges de service, du niveau des frais généraux, du coût du risque et des contraintes réglementaires (Stress Case) ;
- pour ALD :
  - un plan d'affaires intégrant un scénario central (Base Case) et un scénario impacté principalement par les variables de flotte de véhicules, de marge de service, de frais généraux, de coût du risque et de contraintes réglementaires (Stress Case) ;
- pour le nouvel ensemble :
  - un plan d'affaires basé sur les hypothèses opérationnelles de LP Group et d'ALD, complétées des synergies propres aux contraintes réglementaires et des coûts de réorganisation estimés par la direction d'ALD ;
  - un plan d'affaires résultant de la somme des plans d'affaires en fonctionnement autonome de LP Group et d'ALD majorée des synergies attendues de l'Opération nettes de ses effets défavorables.

---

<sup>34</sup> Taille de la flotte de véhicules, niveau de marge par voiture louée, niveau de CET 1 (*Common Equity Tier 1*) requis.

<sup>35</sup> Les plans d'affaires ont été élaborés en novembre 2022.

<sup>36</sup> Début 2023, la BCE a demandé à la Société d'élaborer de nouvelles prévisions sur la période 2023-2025. Ces trajectoires, établies dans un contexte particulier et ne constituant pas un plan d'affaires stratégique à moyen terme, n'ont pas fait l'objet d'une approbation par les organes de direction de LP Group. À titre complémentaire, nous avons néanmoins, à partir de ces trajectoires, valorisé LP Group par la méthode DDM, dont les résultats confortent la valeur de l'Apport.

### 2.3.2. Référence à l'Opération

Le Contrat Cadre prévoit :

- la cession de la Partie en Numéraire d'actions représentant 35% du capital de LP Group pour un prix de 1,8 Md€, après cession par LP Group de son activité américaine ;
- la rémunération en actions ALD de l'Apport correspondant à 65% du capital de LP Group.

La Société Apporteuse détiendra, à l'issue de l'Apport, 30,75% du capital du nouvel ensemble, hors exercice des BSA (§ 1.5 et § 2.1).

Sur cette base, les valorisations implicites de LP Group et d'ALD seraient les suivantes :

#### Valeur ALD retenue

M€	Contrat Cadre	Contrat Cadre hors filiale am.	Date de l'augmentation de capital	Date de l'évaluation
Nombre d'actions ALD	403	403	404	565
Capitalisation boursière 1 mois	12,12 €	12,12 €	11,00 €	12,60 €
Augmentation de capital pour le financement				(1 212)
<b>Valeur ALD retenue [A]</b>	<b>4 885</b>	<b>4 885</b>	<b>4 445</b>	<b>5 901</b>

#### Structure de l'Opération

%	Contrat Cadre	Contrat Cadre hors filiale am.	Date de l'augmentation de capital	Date de l'évaluation
Part de LP Group en numéraire [B]	35%	35%	35%	35%
Part de LP Group en action [C]	65%	65%	65%	65%
Détention dans le nouvel ensemble [D]	30,75%	30,75%	30,75%	30,75%
Potentiel BSA [E]	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%

#### Détail du prix payé

M€	Contrat Cadre	Contrat Cadre hors filiale am.	Date de l'augmentation de capital	Date de l'évaluation
Valeur implicite de LP Group	4 386	4 386	3 991	5 298
<b>[F] = ([D] * [A]) / ([C] - [D])</b>				
Dont Apport				
<b>[G] = [F] * [C]</b>	2 851	2 851	2 594	3 444

### 2.3.3. Valorisation intrinsèque fondée sur une évaluation DDM

La méthode DDM consiste à déterminer la valeur des fonds propres par l'actualisation des résultats nets distribuables, en considération notamment des contraintes réglementaires en matière de solvabilité.

La valeur terminale dans cette modélisation est calculée sur la base d'un résultat net distribuable réputé normatif, actualisé à l'infini par la formule de Gordon-Shapiro. Le taux d'actualisation est déterminé en fonction des données de marché actuelles, notamment en matière de taux d'intérêt et de prime de risque de marché, en tenant compte des caractéristiques propres à LP Group et ALD.

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels de LP Group et d'ALD ainsi que des hypothèses sous-jacentes retenues pour la détermination des flux futurs de dividendes, lesquels ont été actualisés au coût des fonds propres<sup>37</sup>.

Le Groupe LP Group et ALD exerçant la même activité, nos travaux ont été réalisés sur la base de paramètres financiers communs et se basent sur :

- les plans d'affaires, présentés ci-avant (§ 2.3.1), en ce compris leurs différents scénarii ;
- un taux de CET 1<sup>38</sup> cible de 12% commun à LP Group et ALD, en ligne avec les derniers objectifs d'ALD, contre 13% initialement retenu par les Parties ;
- la distribution, à la Date de Réalisation, de l'excédent de NAV du Groupe LP Group par rapport à un minimum de référence convenu entre les Parties<sup>39</sup> ;
- la distribution par ALD d'un dividende représentant 50% du résultat de l'exercice 2022, dont ne bénéficie pas la Société Apporteuse.

Cette méthode, retenue à titre principal, nous paraît la plus pertinente, car elle intègre sur des bases homogènes non seulement les perspectives opérationnelles de développement et de rentabilité de LP Group et d'ALD mais également leurs contraintes de niveau de fonds propres réglementaires.

Sur la base de nos travaux, le pourcentage de détention implicite dans le nouvel ensemble de la Société Apporteuse serait compris dans une fourchette comprise entre **26,7%** et **28,0%**.

## 2.3.4. Valorisation analogique

### 2.3.4.1. Par les comparables boursiers

Nous avons également eu recours à une méthode d'évaluation analogique consistant à appliquer aux agrégats de résultat net consolidés de LP Group et d'ALD des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant une activité similaire.

L'échantillon de comparables boursiers, qui a été ciblé sur des sociétés internationales cotées spécialisées dans le secteur de la location longue durée et de la gestion de flotte de véhicules, se compose de quatre sociétés<sup>40</sup>, dont les multiples moyens de résultat net (PE) sont les suivants, à la signature du Contrat Cadre et à la date de nos travaux :

	Contrat Cadre			mars-23		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
ALD	5,2x	6,4x	6,6x	n.a.	n.a.	n.a.
Element fleet management	14,1x	12,8x	11,2x	18,2x	16,1x	14,0x
Eclix group	6,7x	8,7x	10,2x	5,7x	7,6x	9,3x
SG fleet group	10,3x	9,5x	8,5x	11,3x	8,3x	8,3x
<b>Moyenne</b>	<b>9,1x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,1x</b>	<b>11,8x</b>	<b>10,7x</b>	<b>10,5x</b>
<b>Médiane</b>	<b>8,5x</b>	<b>9,1x</b>	<b>9,4x</b>	<b>11,3x</b>	<b>8,3x</b>	<b>9,3x</b>

<sup>37</sup> Cost of Equity (CoE) correspondant au taux d'actualisation retenu à 10,75% associé à une croissance perpétuelle de 2% pour les deux groupes.

<sup>38</sup> Ratio de solvabilité Common Equity Tier 1 (« CET 1 »).

<sup>39</sup> La NAV du Groupe LP Group au 31 décembre 2022 étant supérieure à ce seuil, la Société procèdera à une distribution de dividende ou une réduction de capital au bénéfice de Lincoln avant l'Apport (§ 1.3.1.2).

<sup>40</sup> Pour nos travaux réalisés en date du 10 mars 2023, ALD a été écartée de notre échantillon, dans la mesure où l'Opération est d'ores et déjà intégrée dans les prévisions des analystes.

La valeur des fonds propres a été obtenue par l'application des multiples de résultat net ci-dessus aux agrégats consolidés à moyen terme<sup>41</sup> de LP Group et d'ALD de l'ensemble des plans d'affaires élaborés par les Parties<sup>42</sup> (§ 2.3.1).

Cette méthode est retenue à titre secondaire, dans la mesure où les sociétés incluses dans le panel de comparables boursiers ne sont pas soumises aux mêmes contraintes réglementaires que LP Group et ALD en termes de fonds propres minimum.

Sur la base de nos travaux, le pourcentage de détention implicite dans le nouvel ensemble de la Société Apporteuse serait compris dans une fourchette de **28,9% à 29,8%**.

#### **2.3.4.2. Par les comparables transactionnels**

Nous avons également procédé à une valorisation analogique à partir des multiples de résultat net de transactions récentes observées dans le secteur de la location longue durée et de la gestion de flotte de véhicules. Quatre transactions externes intervenues dans ce secteur ont été recensées entre 2019 et 2022<sup>43</sup>.

Les multiples transactionnels de résultat net<sup>44</sup>, qui ressortent entre 10,6x et 14,5x, ont été appliqués aux agrégats historiques 2019 et prévisionnels 2025<sup>45</sup> pour les raisons suivantes :

- l'année 2019 constitue une référence pour les agrégats historiques ;
- les années 2020 à 2022 sont impactées par les effets de la crise sanitaire et de la situation atypique du marché des véhicules d'occasion ;
- les années 2023 et 2024 anticipent un retour progressif à la normale, pour aboutir en 2025 à des agrégats normalisés.

Les multiples observés sur la cession des six filiales étrangères intervenue en mars 2023 au titre des engagements pris par ALD dans le cadre de l'autorisation par la Commission Européenne de l'acquisition de LeasePlan par ALD ne remettent pas en cause notre appréciation.

Sur la base de nos travaux, le pourcentage de détention implicite dans le nouvel ensemble de la Société Apporteuse serait compris dans une fourchette de **26,7% à 28,4%**.

---

<sup>41</sup> 2023 et 2024.

<sup>42</sup> Cas central.

<sup>43</sup> LeasePlan US, LeasePlan Australia Limited/LeasePlan New Zealand Limited, Sixt Leasing SE et SG Finans AS. La transaction de LeasePlan US intervenue en décembre 2022 n'a été retenue que dans nos travaux de valorisation réalisés en mars 2023.

<sup>44</sup> Ajustés et non ajustés d'une prime de contrôle.

<sup>45</sup> Issus du cas central de l'ensemble des plans d'affaires élaborés par les Parties.



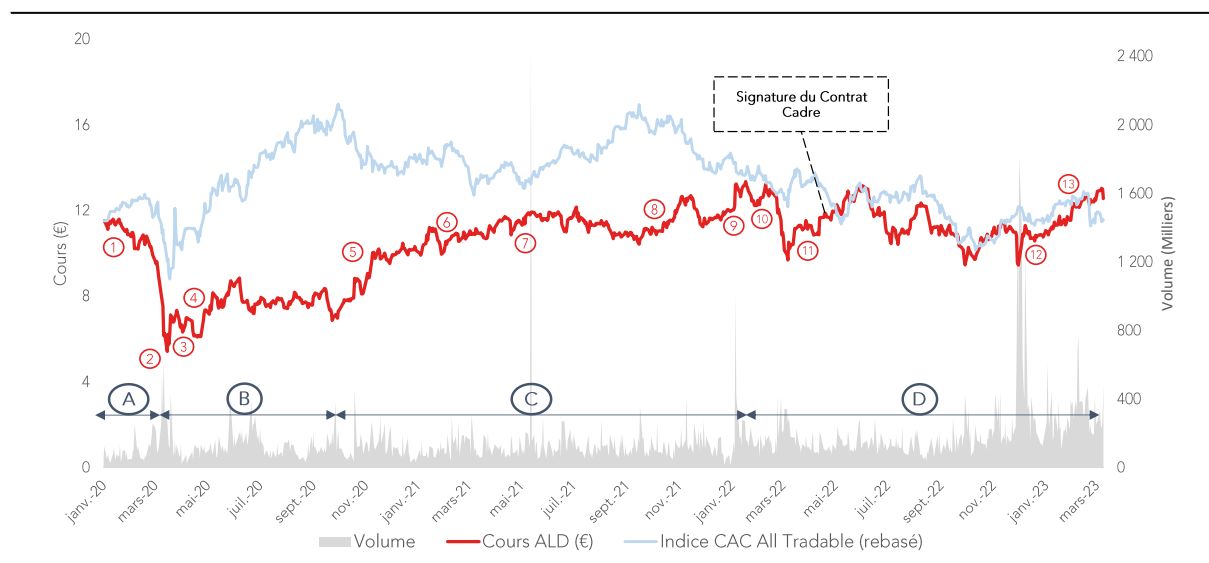
## 2.3.5. Valorisation de marché et valorisation de marché induite

### 2.3.5.1. ALD

La valeur boursière de l'action ALD est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

Depuis début 2020, le cours de l'action ALD a évolué comme suit comparativement à l'indice CAC All Tradable :

Analyse du cours de bourse sur la période 2020 à 2023\*



Source : Bloomberg

\* Ajusté de l'augmentation de capital réalisée au 4ème trimestre 2022

Les principaux événements intervenus au sein d'ALD en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'action pendant cette période d'observation sont recensés ci-après :

#### Événements marquants

N°	Date	Commentaires
①	6-févr.-20	Publication des résultats annuels 2019 : RN +1,5% en 2019. Tim Albertsen devient Directeur général d'ALD.
②	17-mars-20	Premier confinement de la population en France.
③	23-mars-20	Annonce d'une <i>joint-venture</i> avec Mitsubishi en Malaisie.
④	6-mai-20	Publication du 1er trimestre 2020 : RN (3,7%).
⑤	12-nov.-20	Présentation du plan stratégique "MOVE 2025" qui prévoit l'expansion du parc automobile électrique (+30% d'ici 2025).
⑥	11-févr.-21	Publication des résultats annuels 2020 : RN (9,6%).
⑦	27-avr.-21	Rumeurs de rapprochement avec LeasePlan.
⑧	27-oct.-21	Annonce par Société Générale de discussions sur un rapprochement entre ALD et LeasePlan.
⑨	6-janv.-22	Annonce par ALD de son intention d'acquérir LeasePlan pour 4,9 Mds€ financés en titres et en numéraire.
⑩	10-févr.-22	Publication des résultats annuels 2021 : RN + 71%.
⑪	11-avr.-22	Fin des relations commerciales d'ALD en Russie et Bélorussie.
⑫	13-déc.-22	Finalisation de l'augmentation de capital d'ALD destinée à l'acquisition de LeasePlan.
⑬	8-févr.-23	Publication des résultats annuels 2022 : RN + 38%.

Les principales évolutions du cours de bourse de l'action ALD durant cette période d'observation se caractérisent par :

- (A) : une érosion du cours entre janvier et mi-mars 2020 avant la survenance de la pandémie ;
- (B) : une sous-performance du titre par rapport à l'indice de référence entre mars 2020 et octobre 2020 en raison du manque de visibilité et des tensions sur l'approvisionnement de véhicules ;
- (C) : une hausse significative du cours entre octobre 2020 et janvier 2021 sous l'effet cumulatif de la présentation du plan « Move 2025 », de résultats supérieurs aux prévisions et des premières rumeurs de rapprochement entre ALD et LeasePlan ;
- (D) : une évolution contrastée du cours jusqu'en mars 2023 sur fond de rapprochement entre ALD et LP Group et dans le contexte d'un secteur automobile sous tension à l'origine de résultats historiquement élevés.

Le cours de l'action ALD a évolué dans une fourchette<sup>46</sup> de 10,5 € à 14,4 € durant les douze mois précédant la signature du Contrat Cadre et de 8,6 € à 13,0 € durant les douze mois précédant la date du présent rapport.

#### Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (€) et des capitalisations boursières (M€)

	Avant rumeurs au 27 octobre 2021*		A la signature du Contrat Cadre*		A la date de l'évaluation	
	€	M€	€	M€	€	M€
Spot	12,6	5 087	12,7	5 103	12,6	7 091
20 séances	12,1	4 892	12,2	4 930	12,1	6 821
1 mois	12,1	4 883	12,2	4 929	12,6	7 120
30 séances	12,0	4 830	12,0	4 844	11,8	6 664
60 séances	11,9	4 803	12,4	5 004	11,1	6 243
90 séances	12,1	4 880	12,9	5 194	10,8	6 114
120 séances	12,4	5 018	12,9	5 203	10,8	6 096
180 séances	12,5	5 043	12,7	5 104	10,8	6 125
360 séances	11,2	4 533	12,6	5 075	11,1	6 274
<b>Min 12 mois</b>	<b>9,2</b>	<b>3 712</b>	<b>10,5</b>	<b>4 225</b>	<b>8,6</b>	<b>4 873</b>
<b>Max 12 mois</b>	<b>13,6</b>	<b>5 466</b>	<b>14,4</b>	<b>5 821</b>	<b>13,0</b>	<b>7 362</b>

Source : Bloomberg

\* Non ajustés de l'augmentation de capital réalisée au 4ème trimestre 2022

ALD fait l'objet d'un suivi régulier par les analystes financiers, dont les derniers objectifs de cours et recommandations formulés sont présentés ci-après :

<sup>46</sup> Cours moyens pondérés par les volumes non ajustés.

Cours cibles des analystes

Analyste	A la signature du Contrat Cadre		A la date de l'évaluation	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
Citi	n.d.	n.d.	23/02/23	17,0 €
Oddo BHF	11/04/22	15,5 €	13/02/23	17,0 €
HSBC	18/02/22	16,4 €	09/02/23	18,0 €
Deutsche Bank	15/03/22	14,6 €	09/02/23	16,0 €
Mediobanca	n.d.	n.d.	21/12/22	19,0 €
Stifel	n.d.	n.d.	05/12/22	21,0 €
ING Bank	11/04/22	20,1 €	30/09/22	22,0 €
BNP Paribas Exane	12/11/21	14,1 €	03/08/22	17,0 €
Bank of America	n.d.	n.d.	22/06/22	16,0 €
<b>Moyenne</b>		<b>16,1 €</b>		<b>18,1 €</b>
<b>Médiane</b>		<b>15,5 €</b>		<b>17,0 €</b>

Sources : Notes d'analystes, Bloomberg

Au cours des douze derniers mois, les analystes financiers ont revu progressivement à la hausse leurs objectifs de cours :

- préalablement à la signature du Contrat Cadre, ils oscillaient entre 14,1 € et 20,1 € ;
- à la date de l'évaluation, ils sont compris entre 16,0 € et 22,0 €.

### 2.3.5.2. LP Group

Contrairement à celles d'ALD, les actions de LP Group ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, et ne font donc pas l'objet d'un suivi par les analystes financiers.

À partir du pourcentage de détention de la Société Apporteuse dans le capital d'ALD à l'issue de l'Opération (§1.5), nous avons calculé la valeur implicite de LP Group.

À cet effet, nous avons :

- appliqué le multiple de P/E<sup>47</sup> d'ALD induit par la moyenne 1 mois des cours moyens pondérés par les volumes d'ALD<sup>48</sup> ;
- au résultat net de l'année 2025 de la Société issu des différents plans d'affaires (§ 2.3.1).

Les valeurs de marché de LP Group ainsi déterminées<sup>49</sup>, qui constituent des références de valorisation pertinentes, ont été retenues à la date d'annonce de l'Opération, à la signature du Contrat Cadre et à une date proche du présent rapport :

- en octobre 2021 et avril 2022, les prévisions n'anticipaient qu'en partie les surperformances de 2022 liées au marché des voitures d'occasion ; et
- à date du présent rapport, les valeurs de marché intègrent mécaniquement les perspectives de l'Opération ; elles reflètent donc imparfaitement une vision autonome de chacun des deux groupes.

Sur la base de nos travaux, le pourcentage de détention implicite dans le nouvel ensemble de la Société Apporteuse se situerait entre **29,7%** et **30,6%**.

<sup>47</sup> Price to Earnings Ratio.

<sup>48</sup> Au 27 octobre 2021 (dernier cours avant rumeurs), au 22 avril 2022 (signature du Contrat Cadre) et au 10 mars 2023.

<sup>49</sup> Les cours cibles ont été analysés à titre informatif car la plupart des analystes financiers considèrent d'ores et déjà l'Opération réalisée.

### 2.3.6. Parité fondée sur les agrégats et les indicateurs opérationnels

LeasePlan et ALD présentent des caractéristiques similaires tant en taille qu'en activité.

Dès lors, en sus des parités issues des valorisations, détaillées ci-avant (§ 2.3.3 à § 2.3.5), nous avons déterminé le Rapport d'Échange induit par une comparaison directe de la flotte de véhicules<sup>50</sup> et des résultats nets.

%	Parité		Part de la Société dans le nouvel ensemble
	ALD	LP Group	
<b>Flotte</b>			
2021	53%	47%	30,5%
2022	51%	49%	31,5%
2024	52%	48%	31,1%
2025	52%	48%	31,1%
<b>Résultat net distribuable - ALD + LP Group vision ALD</b>			
2021	47%	53%	34,7%
2022	39%	61%	39,7%
2024	56%	44%	28,9%
2025	54%	46%	29,8%
<b>Résultat net distribuable - ALD + LP Group vision LP Group</b>			
2021	47%	53%	34,7%
2022	39%	61%	39,7%
2024	53%	47%	30,8%
2025	51%	49%	31,8%

Source : Analyses Ledouble

Sur la base de nos travaux, le pourcentage de détention implicite dans le nouvel ensemble de la Société Apporteuse serait compris dans une fourchette de **28,9% à 39,7%**.

### 2.3.7. Valorisation des BSA

Le Traité d'Apport prévoit dans la rémunération de l'Apport l'émission de BSA qui deviendront exerçables en fonction de la performance boursière du titre ALD postérieurement à la Date de Réalisation. Cette dernière devrait refléter la réussite de l'Opération avec la réalisation des synergies.

À l'issue de l'Apport, la Société Apporteuse devrait détenir 30,75% du capital d'ALD hors exercice des BSA. L'exercice de l'ensemble des BSA lui donnerait droit de souscrire à 3,12% du capital social<sup>51</sup> d'ALD sur une base entièrement diluée<sup>52</sup> ; la participation de la Société Apporteuse serait ainsi portée à 32,91% (§ 1.5).

<sup>50</sup> À partir des prévisions de la période comprise entre 2021 et 2025 du scénario Base Case.

<sup>51</sup> Et des droits de vote

<sup>52</sup> En incluant la dilution résultant de l'exercice des BSA.

Afin de valoriser les BSA, dont les caractéristiques sont présentées en Annexe 4 du Traité d'Apport et ci-avant (§ 2.1), nous nous sommes basés sur les paramètres ci-dessous :

- > un cours de l'action d'ALD de 12,12 € comme retenu par les Parties et de 11,1 € au 18 janvier 2023 ;
- > un cours sous-jacent théorique pro forma de l'augmentation de capital de 10,70 € au 27 octobre 2021 ;
- > un prix d'exercice de 2,00 € ;
- > une volatilité du cours de l'action ALD comprise entre 25% et 30% ;
- > un taux sans risque en ligne avec celui retenu pour la détermination du coût des fonds propres ;
- > un dividende par action de 0,86 € par an et par action ALD ;
- > les BSA pouvant être exercés à tout moment jusqu'au jour de l'expiration, et ce dès que le cours franchirait le prix barrière de 13,94 €.

La valorisation des BSA, selon le modèle Monte-Carlo, ressortirait entre 92 M€ et 130 M€.

Nous avons également mis en œuvre une valorisation des BSA par un modèle binomial, dont les résultats sont proches de ceux issus du modèle Monte-Carlo.

À partir des valorisations implicites de LP Group et d'ALD<sup>53</sup> (§ 2.3.2) et de la structure du capital post Apport, l'exercice de l'ensemble BSA, dont le nombre s'élèverait à 26.310.039, permettrait à la Société Apporteuse d'accroître sa participation de 2,16%<sup>54</sup> dans le capital d'ALD :

#### Structure du capital post Apport

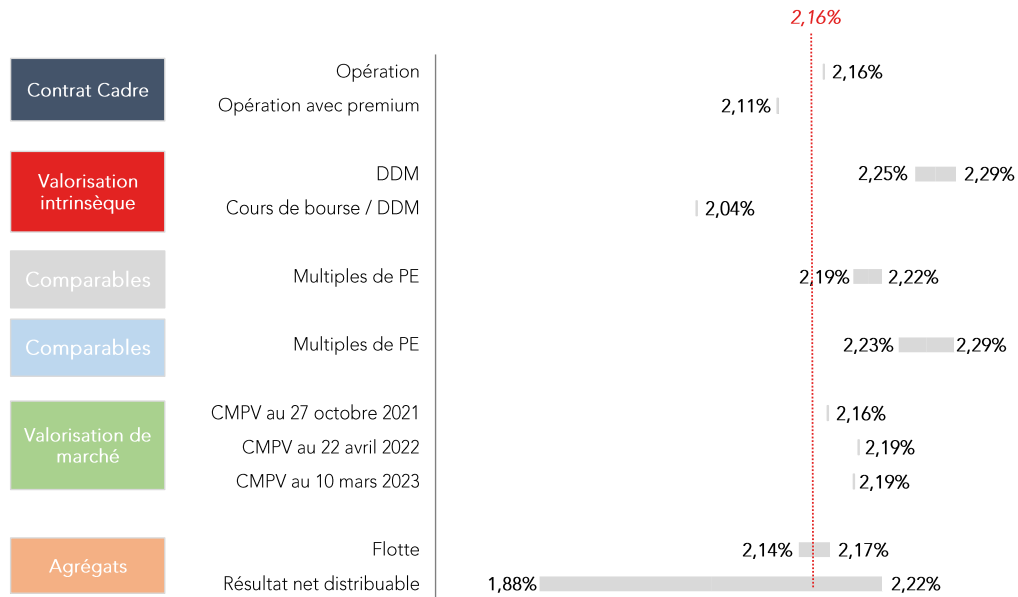
M actions	Hors exercice des BSA	Exercice des BSA	Avec l'exercice des BSA	Évolution du % détention
Société Générale	430	-	430	
% détention	52,59%		50,95%	(1,64%)
Actions propres	1	-	1	
% détention	0,14%		0,14%	(0,00%)
Flottant	135	-	135	
% détention	16,52%		16,00%	(0,52%)
Lincoln	251	26	278	
% détention	30,75%	3,12%	32,91%	2,16%
<b>Total</b>	<b>817</b>	<b>26</b>	<b>843</b>	

Ainsi, l'émission des ABSA permet de renforcer l'alignement d'intérêts entre les actionnaires de Lincoln et ceux d'ALD et de favoriser l'intégration de LP Group au sein d'ALD. Ce constat économique, qui résulterait de la réalisation des synergies liées à l'Opération, conduirait à revoir à la hausse le Rapport d'Échange (§ 3.3).

<sup>53</sup> Les valorisations implicites de LP Group et d'ALD ressortent respectivement à 4.386 M€ et 4.885 M€.

<sup>54</sup> 3,12% sur une base entièrement diluée.

Selon les résultats issus de notre évaluation multicritère de LP Group et d'ALD, la participation complémentaire de la Société Apporteuse dans le capital d'ALD se présenterait comme suit :



La participation de la Société Apporteuse dans le capital d'ALD pourrait ainsi être augmentée jusqu'à concurrence de **1,88% à 2,29%**.

### 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

#### 3.1. Rapport d'Échange proposé par les Parties

La description des méthodes d'évaluation utilisées et des critères retenus pour évaluer LP Group et ALD figure en Annexes 3.2(A) et 3.2(B) du Traité d'Apport.

La rémunération de l'Apport est issue des négociations retranscrites dans le Contrat Cadre. Elle permettra à la Société Apporteuse de détenir 30,75%<sup>55</sup> du nouvel ensemble *post* Opération.

Le Rapport d'Échange est de 65.000.001 Actions Apportées en contrepartie de 251.215.331 actions nouvelles ALD réparties entre 224.905.293 Actions Sèches et 26.310.039 ABSA (§ 1.5).

<sup>55</sup> 32,9% en cas d'exercice des BSA.

### 3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits se rapportant à LP Group et ALD pour :

- vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les Parties à chacune des sociétés participant à l'Opération ;
- étendre les critères de détermination de ces valeurs relatives.

Sur cette base, nous avons :

- analysé le positionnement du Rapport d'Échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes déterminées par référence à une évaluation multicritère (§ 3.3) ;
- apprécié les synergies envisagées de l'Opération (§ 3.4) ;
- appréhendé l'incidence du Rapport d'Échange sur la situation future des actionnaires de la Société Bénéficiaire (§ 3.5).

### 3.3. Positionnement et appréciation du caractère équitable du Rapport d'Échange proposé

La rémunération de l'Apport a été déterminée par négociation entre les Parties en considérant les méthodes suivantes :

- une valorisation par la méthode DDM ;
- une valorisation par référence aux multiples boursiers observés sur les sociétés cotées comparables ;
- une valorisation induite par le cours cible des analystes suivant le titre ALD ;
- une comparaison des agrégats historiques et prévisionnels de LP Group et d'ALD.

La rémunération de l'Apport résulte donc de la comparaison de valeurs relatives qui, résultant d'approches homogènes entre les deux groupes et adaptées aux spécificités de l'activité, n'appellent pas d'observation particulière de notre part. Dans le cadre de nos analyses, nous les avons reconduites et complétées. Nous avons notamment intégré les plans prévisionnels les plus récents et des paramètres d'évaluation actualisés à ce jour.

Afin d'apprécier le positionnement du Rapport d'Échange et son caractère équitable, nous avons :

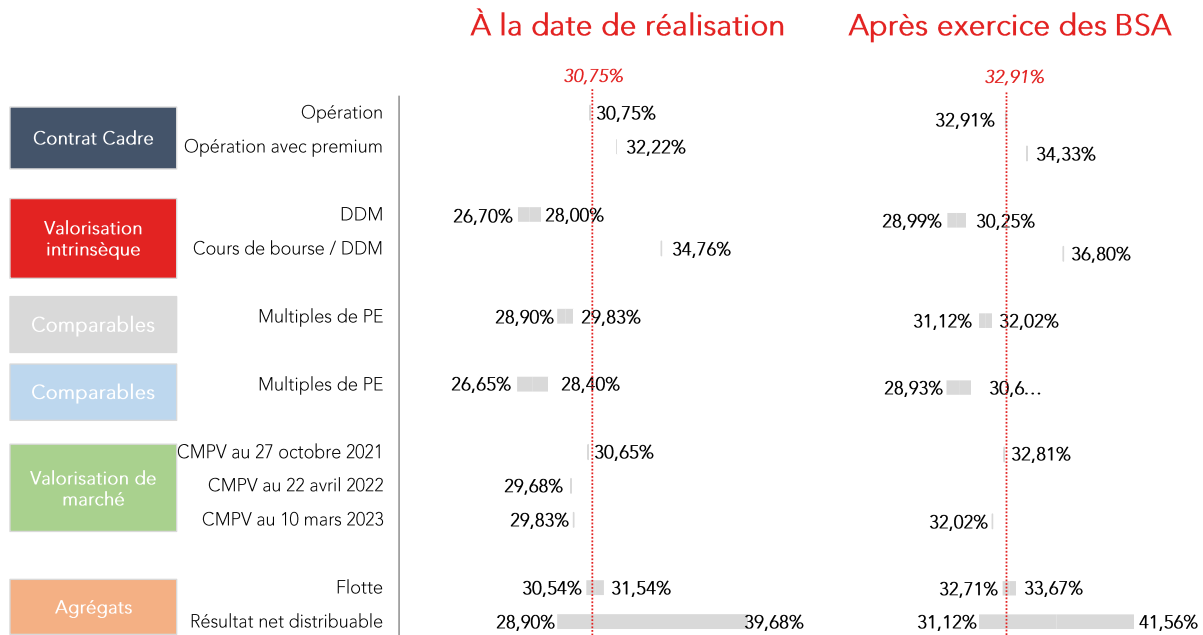
- effectué des tests de sensibilité<sup>56</sup> ; et
- mis en œuvre des approches alternatives tant en ce qui concerne les méthodes et références de valorisation que la comparaison d'agrégats et de critères opérationnels.

Les synergies attendues de l'Opération ne sont pas intégrées dans les fourchettes de Rapport d'Échange présentées qui incluent une vision autonome de LP Group et d'ALD.

---

<sup>56</sup> Basés sur différents scénarii pour les méthodes d'évaluation intrinsèque.

Les résultats, en termes de pourcentage implicite de détention de la Société Apporteuse du fait de l'Apport dans le nouvel ensemble, sont présentés ci-dessous.



À ce stade de nos travaux, nous observons que la rémunération proposée :

- est encadrée par les résultats de nos analyses et privilégie la comparaison directe des agrégats<sup>57</sup> des deux groupes ;
- intègre une prime si on se réfère aux évaluations intrinsèque et analogique.

Afin d'apprécier le positionnement du Rapport d'Échange retenu par les Parties permettant à la Société Apporteuse de détenir 30,75% d'ALD *post* Apport et 32,91% du capital d'ALD en cas d'exercice de la totalité des BSA (§ 1.5), nous avons examiné les synergies attendues de l'Opération.

### 3.4. Appréciation des synergies envisagées

L'appréciation des synergies attendues par ALD de l'Opération (les « Synergies ») repose sur une étude réalisée par les conseils d'ALD dont les conclusions ont été partagées avec l'ensemble des Parties.

Elles se déclinent comme suit :

- Les synergies opérationnelles (les « Synergies Opérationnelles »), estimées à 440 M€<sup>58</sup> par an à partir de 2025 concernent :
  - les frais généraux comprenant des mutualisations entre les deux groupes ;
  - l'immobilier, incluant la centralisation des sièges sociaux et des centres logistiques ;
  - l'informatique avec une réduction attendue des charges IT ; et
  - la gestion des relations avec les fournisseurs en lien avec l'accroissement des volumes d'achats.

<sup>57</sup> Parcs de véhicules et résultats nets.

<sup>58</sup> Avant impôts.

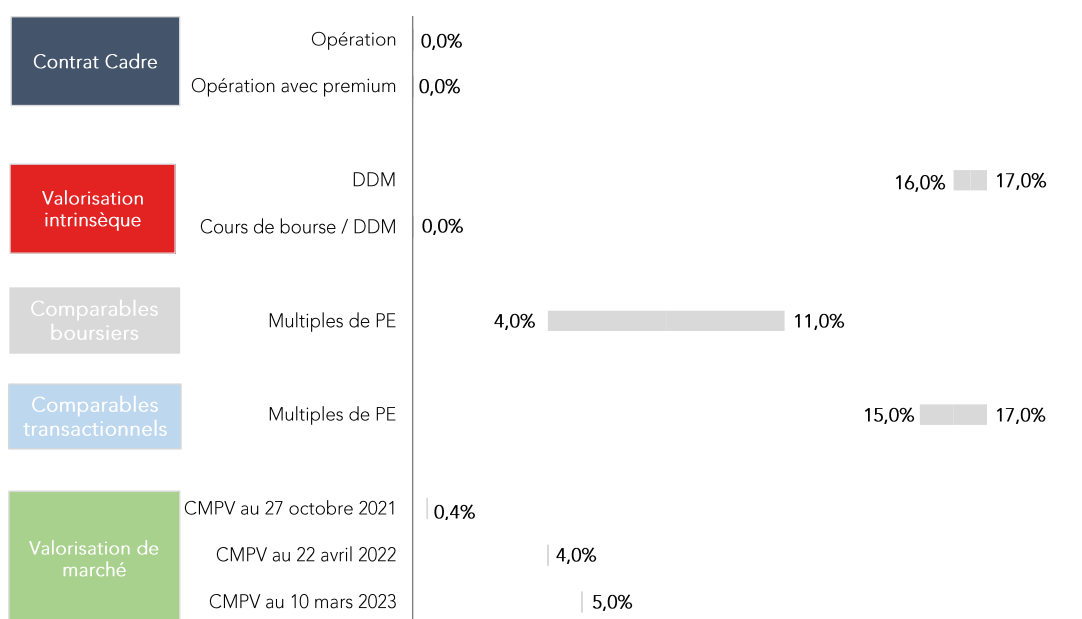


- Les disynergies (les « **Disynergies** »), qui incluent :
  - le coût des licences bancaires ;
  - le coût des émissions d'instruments de dette subordonnée (§ 1.2) ;
  - le coût de financement de l'Opération ;
  - les pertes liées à la présence de clients communs et à la concentration du marché sur certaines zones géographiques ; et
  - les coûts de restructuration.

Nous précisons par ailleurs que, selon la direction d'ALD :

- la réduction de la flotte liée aux cessions de certains pays est compensée par le prix de cession de ces dernières ;
- le *goodwill* résultant de l'Opération obère<sup>59</sup> mécaniquement la capacité de distribution des Synergies aux actionnaires.

Nous présentons, ci-après, un tableau récapitulant le pourcentage des Synergies allouées à la Société Apporteuse du fait de l'Apport qui s'obtient par comparaison entre les résultats de nos évaluations des deux groupes et le positionnement du Rapport d'Échange<sup>60</sup> retenu par les Parties :



<sup>59</sup> Dans la mesure où le *Goodwill* vient en déduction du CET 1.

<sup>60</sup> Rapport d'Échange de 30,75% du nouvel ensemble résultant de l'Apport.

Au regard du niveau des Synergies attendues de l'Opération, nous estimons que la prime accordée à la Société Apporteuse est raisonnable dans la mesure où :

- la prime accordée pour les Actions Apportées est inférieure à 17%<sup>61</sup> ;
- l'augmentation de capital réalisée par ALD en décembre 2022, qui permet d'assurer une partie du financement de l'Opération, a été réalisée avec un prix d'émission présentant une décote de 25% par rapport aux dernières références boursières. Cette décote n'est pas appliquée dans le Rapport d'Échange.

### 3.5. Conséquences de l'Opération pour les actionnaires de la Société Bénéficiaire

Afin d'apprécier les conséquences de l'Opération pour les actionnaires minoritaires de la Société Bénéficiaire, nous avons comparé, sur la base de nos valorisations intrinsèques et d'un multiple de marché issu du cours de bourse d'ALD<sup>62</sup> :

- la valeur globale du flottant avant l'Opération<sup>63</sup> ;
- la valeur globale du flottant, ayant subi une dilution, dans le nouvel ensemble intégrant les Synergies anticipées par les Parties.

Nous présentons, ci-après, l'impact de la dilution résultant de l'Apport sur le résultat net par action ALD de l'exercice 2022<sup>64</sup>.

#### Impact de la dilution sur le résultat net 2022

M€ / millions d'actions	ALD	LP Group	Nouvel ensemble	Synergies <sup>(1)</sup>	Nouvel ensemble avec Synergies
Résultat net 2022	1 203	1 886	3 089	224	3 313
Nombre d'actions au 31 déc. 2022	403 <sup>(2)</sup>		843 <sup>(3)</sup>		843 <sup>(3)</sup>
<b>Résultat net par action (€/action)</b>	<b>3,0</b>		<b>3,7</b>		<b>3,9</b>

<sup>(1)</sup> Après impôt en année normative

<sup>(2)</sup> Retraité de 161 641 456 actions émises lors de l'augmentation de capital (§ 2.3.2)

<sup>(3)</sup> Post Apport et incluant l'exercice des BSA (§ 2.3.7)

Le résultat net par action ALD de l'exercice 2022<sup>65</sup> devrait s'accroître en dépit de la dilution inhérente à l'Apport<sup>66</sup>.

Ainsi, sur la base du Rapport d'Échange proposé, l'Apport serait relatif pour les actionnaires actuels d'ALD.

<sup>61</sup> Soit une prime inférieure à la prime observée sur la Partie Numéraire pour une cession de 35% du capital de LP Group.

<sup>62</sup> Au 27 octobre 2021 avant les premières rumeurs.

<sup>63</sup> Et avant l'augmentation de capital réalisée au dernier trimestre 2022.

<sup>64</sup> Le tableau n'intègre pas le montant de souscription des actionnaires minoritaires dans l'augmentation de capital du 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 (§ 1.2).

<sup>65</sup> En fonction du nombre d'actions ALD en circulation au 31 décembre 2022 retraits de l'augmentation de capital portant sur 161.641.456 actions.

<sup>66</sup> La présente analyse n'intègre pas les effets de la Partie Numéraire qui n'est pas l'objet de notre mission.

## 4. Synthèse

À ce stade de nos travaux, nous observons que la rémunération de l'Apport proposée :

- est encadrée par les résultats de nos analyses et privilégie la comparaison directe des agrégats opérationnels de LP Group et ALD ;
- intègre une prime si l'on se réfère aux évaluations intrinsèque et analogique.

La prime au bénéfice de Lincoln doit s'apprécier dans un contexte où :

- l'Apport permet à ALD de prendre le contrôle de LP Group ;
- les primes observées dans nos analyses représentent au maximum 17% de la valeur des synergies attendues du rapprochement entre LP Group et ALD ;
- l'Apport est réalisé dans des conditions plus favorables pour les actionnaires d'ALD que la Partie Numéraire pour laquelle la prime accordée à Lincoln est majorée ;
- l'augmentation de capital pour financer la Partie Numéraire a été réalisée avec une décote par rapport au cours de l'action ALD ;
- l'Apport est relatif pour les actionnaires d'ALD.

À l'issue de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément de nature à remettre en cause le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé.

## 5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération de l'Apport visant à émettre 224.905.293 actions et 26.310.039 ABSA de la Société Bénéficiaire pour l'Apport de 65.000.001 actions LP Group est équitable.

Paris, le 6 avril 2023

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:  
  
65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Commissaire aux comptes  
Membre de la Compagnie Régionale de Paris