

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 VALEUR DE L'APPORT

6 AVRIL 2023

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail 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 valeur de l'Apport prévu par l'article [L. 225-147](#) du Code de commerce.

Notre appréciation de la rémunération de l'Apport¹ fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur 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 fait que la valeur de l'Apport n'est pas surévaluée. 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 apprécier la valeur de l'Apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée, et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la Société Bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

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 et description de l'Apport
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'Apport
3. Synthèse
4. Conclusion

¹ En application de l'ordonnance précitée de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre et de la position-recommandation n°2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) du 29 avril 2021 « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».

1. Présentation de l'opération et description de l'Apport

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 395². Son objet principal est l'acquisition, la gestion et l'exploitation³ 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 FR0013258662⁴.

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).

² Depuis le 19 février 1998.

³ Notamment sous forme de bail, avec ou sans option d'achat, l'activité de vente étant accessoire.

⁴ 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 62635034⁵.

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 vente des véhicules d'occasion.

⁵ 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€⁶ 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'actions⁷.

Le financement de la Partie Numéraire comporte deux volets :

- ALD a d'ores et déjà réalisé une augmentation de capital⁸ avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant total de 1.212.310.920 €⁹ 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 Group¹⁰ (les « Actions Apportées »), soit 65% de son capital (§ 1.2).

⁶ Après cession des activités américaines du Groupe LP Group et hors prise en compte d'ajustements *post closing*.

⁷ Conformément au § 1.5 ci-après.

⁸ Lancée le 29 novembre 2022, l'augmentation de capital a été réalisée le 20 décembre 2022.

⁹ Soit 161.641.456 actions au prix de souscription préférentiel de 7,50 €.

¹⁰ 100.000.001 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 Cadre¹¹.

1.3.1.2. *Opérations préalables*

Les Actions Apportées s'entendent dividendes attachés¹².

Le Contrat Cadre prévoit qu'à la Date de Réalisation l'actif net comptable¹³ (« **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 procèdera 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)¹⁴.

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.

¹¹ Article 8.3 et paragraphe 4 de l'annexe 1 du Contrat Cadre.

¹² À l'exception du droit à la « Pre-Closing Lucca Distribution », tel défini dans le Contrat Cadre, auquel ALD a expressément renoncé.

¹³ Dans les comptes consolidés du Groupe établis selon les normes IFRS et hors instruments de dette subordonnée (AT1).

¹⁴ 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 Réalisation¹⁵.

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'Apport¹⁶.

¹⁵ S'agissant des conditions suspensives visées dans le Contrat Cadre.

¹⁶ Méthodologie 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 actions¹⁷ 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 €¹⁸ 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'Apport¹⁹ (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** »)²⁰. 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. En cas d'exercice de l'ensemble des BSA, sa participation dans le capital d'ALD serait augmentée de 3,12% sur une base entièrement diluée²¹ 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.

¹⁷ BSA attachés.

¹⁸ Valeur nominale unitaire de l'action ALD (§ 1.1.1).

¹⁹ Termes et conditions des bons de souscription d'actions.

²⁰ 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).

²¹ En incluant la dilution résultant de l'exercice des BSA.

2. Diligences et appréciation de la valeur de l'Apport

2.1. 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 valeur de l'Apport.

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, Société Bénéficiaire, 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 ;
- vérifié la réalité et la pleine propriété des Actions Apportées au vu du registre des mouvements de titres de LP Group et de LeasePlan ;
- exploité les informations comptables et financières historiques de LP Group ;
- 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*²² 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 ;
- vérifié que les comptes consolidés des exercices clos le 31 décembre 2021 d'ALD avaient été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;

²² Pour Groupe LP Group et Lincoln.

- 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 du Groupe 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 de LP Group afin d'apprécier la valeur de l'Apport ;
- 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 de l'ensemble résultant du rapprochement entre le Groupe LP Group et ALD.

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.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation de l'Apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du Traité d'Apport, les Parties sont convenues de retenir la valeur réelle des Actions Apportées en tant que valeur d'apport.

Nous observons que l'Apport est réalisé entre entités sous contrôle distinct à l'issue de laquelle la Société Apporteuse perdra le contrôle de LP Group et deviendra actionnaire minoritaire de la Société Bénéficiaire.

En application du règlement ANC n°2020-09 et du règlement ANC n°2017-01 modifiant le règlement ANC n°2014-03, titre VII relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, l'évaluation de l'Apport est à réaliser sur la base de sa valeur réelle (§ 1.4).

La valorisation de l'Apport par les Parties en valeur réelle n'appelle donc pas d'observation de notre part.

2.3. Réalité de l'Apport

Nous avons contrôlé la réalité de l'Apport afin de nous assurer de l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause le caractère transférable des Actions Apportées.

Nous nous sommes assurés de la détention des Actions Apportées par l'analyse du registre des mouvements de titres de LP Group et avons vérifié que les titres LP Group figuraient à l'actif du bilan de Lincoln au 31 décembre 2021.

La direction de la Société Apporteuse nous a par ailleurs indiqué que les comptes annuels au 31 décembre 2022 de Lincoln n'étaient pas disponibles, tout en nous confirmant l'absence, d'une part, de modification sur l'exercice 2022 de la valeur nette comptable des Actions Apportées dans ses comptes et, d'autre part, de provision sur les Actions Apportées au 31 décembre 2022.

Il ressort du registre des mouvements de titres :

- de LP Group, que les Actions Apportées sont détenues par la Société Apporteuse ;
- de LeasePlan, que LP Group détient la totalité des titres composant son capital.

Nous constatons toutefois que :

- les actions composant le capital de LP Group sont gagées auprès de la société U.S. Bank Trustees Limited ;
- le Contrat Cadre prévoit l'absence de tout gage, privilège ou nantissement portant sur les Actions Apportées à la Date de Réalisation ;
- l'obtention de la mainlevée du nantissement portant sur l'Apport est une condition suspensive à la réalisation de l'Apport mentionnée dans le Traité d'Apport (§ 1.3.4).

2.4. Appréciation de la valeur individuelle de l'Apport

S'agissant de l'apport d'une seule nature de titres, l'analyse de la valeur individuelle de l'Apport est équivalente à celle de sa valeur globale.

2.5. Appréciation de la valeur globale de l'Apport

Pour apprécier la valeur globale de l'Apport, nous nous sommes référés aux travaux de valorisation du Groupe LP Group effectués par la direction d'ALD et ses conseils qui sont présentés en Annexe 3.2(A) du Traité d'Apport.

Nous considérons que les méthodes d'évaluation retenues sont adaptées à l'activité et aux caractéristiques de la Société (§ 1.4).

L'évaluation multicritère des Actions Apportées a été réalisée par les Parties lors de la signature du Contrat Cadre :

- sur la base des projections 2021-2025 présentées par la direction de LP Group à la Banque Centrale Européenne (BCE) en avril 2021 et revues par la direction d'ALD au quatrième trimestre 2021 ;
- sans prise en compte du bénéfice des synergies attendues de l'Opération par ALD ;
- à partir des comptes consolidés LP Group au 31 décembre 2021 ; et
- en retenant les paramètres boursiers au 27 octobre 2021, veille de l'annonce de l'Opération.

En complément, nous avons mis en œuvre nos propres travaux en procédant à une évaluation multicritère de LP Group (§ 2.5.1 à § 2.5.5).

Nous nous sommes référés à plusieurs scénarii de prévisions (§ 2.5.1) dont ceux :

- établis au moment de l'annonce de l'Opération par LP Group et ALD ;
- actualisés en fonction des réalisations de l'année 2022, qui intègrent les conséquences économiques sur le marché des véhicules neufs et d'occasion de la crise sanitaire provoquée par la pandémie de Covid-19 et du contexte géopolitique marqué notamment par le conflit russo-ukrainien.

2.5.1. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des résultats distribuables (DDM)

La méthode DDM (*Dividend Discount Model*) consiste à déterminer la valeur des fonds propres par l'actualisation des résultats nets distribuables, en considérant notamment des contraintes réglementaires en matière de solvabilité.

La valeur terminale dans cette modélisation est calculée sur la base d'un résultat net distribuable considéré comme 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 la société.

Nous avons mené une analyse critique des agrégats prévisionnels de LP Group ainsi que des hypothèses sous-jacentes retenues pour la détermination des flux futurs de dividendes, lesquels ont été actualisés au coût des fonds propres²³.

Les plans d'affaires du Groupe LP Group, qui nous ont permis de déterminer les flux prévisionnels de dividendes sur la période 2022 à 2025, sont les suivants :

- Au moment de l'annonce de l'Opération, et avec les prévisions de la filiale américaine de LP Group :
 - un plan d'affaires en fonctionnement autonome établi par LP Group en novembre 2020²⁴ ;
 - 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 structurants²⁵ ;
 - un plan d'affaires incluant les synergies de fonctionnement attendues du rapprochement avec ALD afin d'apprécier le risque attaché à l'Opération.

²³ *Cost of Equity* (CoE) correspondant au taux d'actualisation retenu à 10,75%, associé à une croissance perpétuelle de 2%.

²⁴ Actualisé en mai 2021.

²⁵ Taille de la flotte de véhicules, niveau de marge par voiture louée, niveau de CET 1 (*Common Equity Tier 1*) requis.

- À la date du présent rapport²⁶ :
 - un plan d'affaires préparé par la direction d'ALD²⁷, à l'appui du budget 2023 de LP Group incluant la cession de la filiale américaine, selon un scénario central et un scénario stressé 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 ;
 - un plan d'affaires intégrant les synergies de fonctionnement attendues de l'Opération.

En considérant que les prévisions anticipant les effets du rapprochement entre LP Group et ALD, *ie* en intégrant les synergies attendues, ne permettaient pas d'appréhender de façon pertinente la valeur de l'Apport, nos analyses ont porté sur les plans d'affaires du Groupe LP Group en configuration dite *stand alone* :

- le plan d'affaires du Groupe LP Group dans sa configuration actuelle hors synergies liées à l'Opération ;
- les références prévisionnelles connues, d'une part, à la conclusion du Contrat Cadre et, d'autre part, à ce jour ;
- deux scénarii de plans d'affaires avec un scénario central et un scénario dit stressé.

Nous précisons que :

- compte tenu de l'exploitation de l'ensemble des plans d'affaires susmentionnés, la valeur de la Société que nous retenons dans notre modélisation DDM repose sur des perspectives d'évolution du Groupe LP Group actualisées entre la signature du Contrat Cadre et le présent rapport ;
- s'agissant de prévisions présentant par nature un caractère incertain, les réalisations sont susceptibles de différer, dans des proportions plus ou moins significatives, des hypothèses retenues.

Nous observons que la valeur de l'Apport :

- reflète bien la configuration actuelle de LP Group, *i.e.* après retraitement des activités américaines du Groupe LP Group cédées en décembre 2022 ;
- est en retrait par rapport aux résultats de l'évaluation DDM de LP Group par référence aux plans d'affaires connus au moment de la signature du Contrat Cadre et actualisés en fonction des dernières données de marché.

²⁶ Début 2023, la BCE a demandé à la Société d'élaborer de nouvelles prévisions sur la période 2023-2025. Ces trajectoires, qui ont été établies dans un contexte particulier et ne constituent 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.

²⁷ Les plans d'affaires ont été élaborés en novembre 2022.

2.5.2. Valorisations analogiques

2.5.2.1. Par les comparables boursiers

Nous avons également eu recours à une méthode d'évaluation analogique consistant à appliquer aux agrégats de résultat net du Groupe LP Group des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant une activité réputée comparable.

L'échantillon de sociétés comparables, 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 sociétés²⁸, dont les multiples moyens de résultat net (PE) sont les suivants, à la signature du Contrat Cadre et à la date de nos travaux.

Multiples de PE des comparables boursiers

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

La valeur des fonds propres a été obtenue par l'application des multiples de résultat net ci-dessus aux agrégats à moyen terme²⁹ du Groupe LP Groupe issus de l'ensemble des plans d'affaires élaborés par les Parties³⁰ (§ 2.5.1).

Cette méthode est retenue à titre secondaire dans la mesure où LP Group et les sociétés comparables dans son secteur d'activité ne sont pas soumises aux mêmes contraintes réglementaires en termes de fonds propres minimum.

2.5.2.2. Par les transactions comparables

Nous avons également réalisé une valorisation analogique à partir des multiples de résultat net³¹ 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 2022³².

Les multiples transactionnels ont été appliqués aux agrégats historiques 2019 et prévisionnels 2025³³ 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.

²⁸ 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.

²⁹ 2023 et 2024.

³⁰ Cas central.

³¹ Ajustés et non ajustés d'une prime de contrôle.

³² 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.

³³ Issus du cas central de l'ensemble des plans d'affaires élaborés par les Parties.

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.

2.5.2.3. Synthèse des valorisations analogiques

Les résultats des deux valorisations analogiques, par les comparables boursiers et par les transactions comparables, encadrent la valeur de l'Apport.

2.5.3. Valorisation induite par la Partie Numéraire

Concomitamment à l'Apport, Lincoln cédera à ALD des actions représentant 35% du capital de LP Group pour un montant de 1,8 Md€ (§ 1.2).

Cette transaction en numéraire prévue dans le cadre de l'Opération constitue une référence de valeur de transaction de LP Group, qui conforte la valeur de l'Apport³⁴.

2.5.4. Valorisation de marché par la structure capitalistique ex post

À la différence de ceux d'ALD, les titres de la Société ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, et dès lors ne sont pas suivis 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 ainsi appliqué :

- le multiple de P/E³⁵ d'ALD induit par la moyenne 1 mois des cours moyens pondérés par les volumes d'ALD³⁶ ;
- au résultat net de l'année 2025 provenant des différents plans d'affaires (§ 2.5.1).

Les valeurs de marché de la Société ainsi déterminées³⁷ et 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'intégraient 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 et ne constituent, en conséquence, qu'en partie une vision autonome de chacun des deux groupes.

La valeur d'Apport se positionne dans le bas de la fourchette de valeurs ressortant de cette analyse.

³⁴ La valeur de l'Apport, qui porte sur une part majoritaire du capital de LP Group, est en retrait par rapport à la valeur retenue pour la transaction concomitante car cette dernière intègre une prime ayant pour origine les synergies attendues de l'Opération par ALD. La valeur de l'Apport est représentative d'une valeur autonome de LP Group, ce qui exclut la prise en compte des synergies résultant de l'Opération.

³⁵ Price to Earnings Ratio.

³⁶ Au 27 octobre 2021, dernier cours avant les rumeurs, au 22 avril 2022, date de signature du Contrat Cadre et au 10 mars 2023.

³⁷ Les cours cibles ont été analysés à titre informatif dans la mesure où la plupart des analystes financiers considèrent d'ores et déjà l'Opération.

2.5.5. Synthèse des valorisations

À l'issue de nos travaux :

- nous considérons que les méthodes de valorisation retenues pour évaluer l'Apport sont usuelles compte tenu de l'activité de la Société ;
- nous observons que la valeur de l'Apport se situe dans le bas de l'intervalle de valeurs ressortant de l'évaluation multicritère de LP Group.

Nous n'avons pas d'autre observation à formuler sur la valeur de l'Apport.

3. Synthèse

Afin d'apprécier la réalité de l'Apport, nous nous sommes assurés de la détention des Actions Apportées par la Société Apporteuse.

Dans la mesure où l'intégralité des actions LP Group sont nanties, nous ne sommes pas en mesure de confirmer la réalité de l'Apport à la date du présent rapport.

Nous notons que :

- le Contrat Cadre prévoit que ce nantissement sera levé au plus tard avant le transfert des actions de LP Group à ALD, soit à la Date de Réalisation ;
- l'obtention de la mainlevée du nantissement portant sur l'Apport est une condition suspensive à la réalisation de l'Apport mentionné dans le Traité d'Apport.

Le transfert des Actions Apportées, libres de tout nantissement, justifie la valeur de l'Apport qui s'élève à 2.720.000.000 €.

Dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Apport, nous avons examiné la valeur de la Société à partir d'une évaluation multicritère du Groupe LP Group en examinant plusieurs scénarii de plans d'affaires prévisionnels. Les hypothèses et les prévisions utilisées pour notre analyse ont été établies dans un contexte de marché impacté par les effets de la crise sanitaire et du contexte géopolitique. Ces observations ne remettent pas en cause notre appréciation de la valeur de l'Apport, mais en font partie intégrante.

À l'issue de nos travaux, nous constatons que la valeur de l'Apport telle que retenue dans le Traité d'Apport est cohérente avec la fourchette de valorisation de LP Group ressortant de l'application des méthodes décrites dans le présent rapport ainsi que dans notre rapport distinct relatif à la rémunération de l'Apport.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'Apport, s'élevant à un montant de 2.720.000.000 €, n'est pas surévaluée, et en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire majorée de la prime d'apport.

Paris, le 6 avril 2023

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:

65099843B4B945F...

Agnès PINIOT
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris