finexsi

ARGAN SA

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 51.533.878 €

21 rue Beffroy

92200 Neuilly-sur-Seine

R.C.S Nanterre n°393 430 608

Rapport du Commissaire à la fusion sur la fusion transfrontalière par absorption d'Argan SA par Warehouses De Pauw NV

Ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal des activités économiques de Nanterre en date du 28 juillet 2026

FINEXSI - EXPERT & CONSEIL FINANCIER
Société de Commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
S.A.S. au capital de 353 654€ - RCS Paris B 415 195 189

Mesdames, Messieurs les actionnaires de la société Argan,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal des activités économiques de Nanterre en date du 28 juillet 2026 concernant la fusion transfrontalière (ci-après la « **Fusion** ») par voie d'absorption de la société de droit français Argan SA (ci-après « **Argan** » ou la « **Société Absorbée** ») par la société de droit belge Warehouses De Pauw NV (ci-après « **WDP** » ou la « **Société Absorbante** »), nous avons établi le présent rapport (« **Rapport du Commissaire à la Fusion** ») portant sur la rémunération des apports conformément à l'article L. 236-10 du Code de commerce.

Notre rapport prévu par la loi française répond aux exigences de celle-ci et est ainsi établi à destination des actionnaires de la société française Argan SA. En revanche, il n'a pas vocation à répondre à celles de la loi ou de la réglementation belges applicables à la société Warehouses De Pauw NV et à ses actionnaires, ou de toute autre réglementation étrangère.

Argan ne procédant à aucune augmentation de capital dans le cadre de la Fusion, et la Société Absorbante étant de droit belge, l'appréciation de la valeur des apports relève du droit belge. Nous ne nous prononçons donc pas sur la valeur de l'apport résultant de la Fusion et aucun rapport de commissaire aux apports ne sera établi à ce titre.

La rémunération des apports ainsi que le prix proposé pour les actionnaires qui voudraient exercer leur droit de retrait, tel que présenté en §1.1, ont été définis dans le projet commun de fusion-absorption transfrontalière signé par les représentants des sociétés concernées en date du 23 juillet 2026 (ci-après le « **Projet de Traité de Fusion** »).

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le Projet de Traité de Fusion.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. À cet effet, nous avons effectué nos diligences conformément à 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, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Il n'est pas stipulé d'avantage particulier dans le cadre de la présente opération.

De plus, conformément à l'article L. 236-37 du Code de commerce, il nous appartient d'examiner le prix proposé aux actionnaires d'Argan qui voteraient contre la Fusion et exerceraient leur droit de retrait (ou droit de sortie). À cet effet, nous avons examiné les modalités de détermination du prix de retrait par les parties à la fusion afin de l'apprécier.

Notre mission prenant fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport 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.

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

1. Présentation de l'opération envisagée et des parties en présence ;
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des Sociétés participant à la Fusion ;
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé ;
4. Appréciation du prix de retrait proposé ;
5. Synthèse – points clés ;
6. Conclusion

1 Présentation de l'opération et des parties en présence

Les modalités de réalisation de la Fusion, qui sont présentées de façon détaillée dans le Projet de Traité de Fusion, auquel il convient de se référer, peuvent se résumer comme suit.

1.1 Contexte général de l'opération

WDP est une société foncière de droit belge, spécialisée dans la détention, le développement et la location d'entrepôts logistiques situés sur les grands axes de transport en Europe de l'Ouest et en Roumanie notamment à destination d'acteurs de l'industrie alimentaire, de l'industrie et de la grande consommation.

Les actions de WDP sont cotées sur Euronext Bruxelles et Euronext Amsterdam sous le code ISIN BE0974349814.

Argan est une société foncière française, spécialisée dans la détention, le développement et la location d'entrepôts logistiques premium en France, destinés principalement à des acteurs de la grande distribution, de l'industrie et de la logistique.

Les actions d'Argan sont cotées sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0010481960.

Par un communiqué commun du 23 juillet 2026 (après clôture), WDP et Argan (ci-après, ensemble les « **Parties** » ou les « **Sociétés** ») ont annoncé avoir conclu une convention de fusion (« **Convention de Fusion** ») en vue du rapprochement des deux groupes.

La Fusion constituera une fusion transfrontalière au sens (i) de la directive (UE) 2019/2121 du 27 novembre 2019 modifiant la directive (UE) 2017/1132 en ce qui concerne les transformations, fusions et scissions transfrontalières, (ii) des articles 12:111 et suivants du Code belge des sociétés et des associations (« **CSA** ») et (iii) des articles L. 236-31 à L. 236-45 et R. 236-20 à R. 236-34 du Code de commerce français relatifs aux fusions transfrontalières. Elle serait réalisée conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique et en France.

Les modalités financières envisagées prévoient un rapport d'échange de 3 actions ordinaires WDP pour une action ordinaire Argan, hors cas d'ajustement évoqué ultérieurement (ci-après le « **Rapport d'Échange** »), après le versement par Argan, préalablement à la réalisation de la Fusion, d'une distribution exceptionnelle de 11,00 € par action Argan (« **Distribution Exceptionnelle** »).

Préalablement à la Fusion, Argan procédera à une réorganisation interne consistant en l'apport de l'ensemble de ses actifs et passifs rattachés à son activité à une société nouvellement constituée (« **New Argan** »), Argan devenant ainsi une société holding (les « **Apports** »). Les Apports seraient réalisés sous la forme d'un apport partiel d'actif soumis au régime juridique simplifié des scissions, sans donner lieu à une mission légale de commissaire à la scission. À l'issue de la Fusion, New Argan deviendra une filiale détenue à 100 % par WDP, permettant ainsi d'assurer la continuité de ses activités et de préserver son portefeuille, la plupart de ses salariés ainsi que sa marque. Il serait ensuite envisagé que New Argan absorbe WDP France, pour regrouper l'ensemble des activités françaises du groupe combiné au sein d'une même entité filiale. Cette opération d'apport partiel d'actif préalable ne modifie pas la substance du patrimoine du groupe Argan et n'a donc pas d'incidence sur notre appréciation de sa valeur.

Afin d'assurer un ancrage sur le marché français, de préserver la visibilité du titre pour les investisseurs d'Argan et de renforcer la dimension franco-belge du groupe combiné, WDP a sollicité l'admission de ses actions aux négociations sur le marché parisien.

Cette Fusion a pour but de former un acteur paneuropéen de premier plan dans le secteur de l'immobilier logistique, représentant plus de 13 Mds € d'actifs. Le groupe combiné bénéficiera de la complémentarité des implantations géographiques des deux sociétés, ainsi que d'une structure financière solide.

Par ailleurs, conformément à l'article L. 236-40 du Code de commerce, les actionnaires d'Argan qui voteraient contre la Fusion, ou dont les droits de vote seraient temporairement suspendus, lors de l'Assemblée Générale Mixte d'Argan appelée à se prononcer sur celle-ci pourraient exercer un droit de retrait (le « **Droit de Retrait** »), leur permettant d'obtenir le rachat de leurs actions à un prix de retrait défini de 71,10 € par action Argan avant prise en compte de la Distribution Exceptionnelle, soit 60,10 € par action une fois la Distribution Exceptionnelle de 11,00 € par action (ci-après le « **Prix de Retrait** ») versée par Argan.

1.2 Présentation des parties en présence

1.2.1 Warehouses De Pauw NV, Société Absorbante

Warehouses De Pauw est une société immobilière réglementée publique sous la forme d'une société anonyme de droit belge dont le siège social est situé au Blakebergen 15, 1861 Meise en Belgique. Elle est inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0417.199.869 (RPR/RPM Bruxelles, division néerlandophone).

Au 23 juillet 2026, son capital social s'élève à 275.593.512,18 € divisé en 240.543.824 actions ordinaires de même catégorie, sans valeur nominale et représentant chacune la même fraction du capital social et entièrement libérées.

Nous précisons que depuis la publication du Projet de Traité de Fusion, WDP a réalisé trois augmentations de capital portant ainsi son capital à 300.826.420,47 € divisé en 262.567.638 actions de même catégorie, sans valeur nominale et représentant chacune la même fraction du capital social et entièrement libérées.

Comme indiqué dans l'article 6.3.1 du Projet de Traité de Fusion, la Société Absorbante pouvait continuer à émettre des actions ou des instruments financiers convertibles, échangeables ou exerçables en actions ou augmenter son capital entre la date du Projet de Traité de Fusion et la date de signature de notre rapport sans que cela affecte le Rapport d'Échange fixé.

Les actions de WDP sont admises à la négociation sur les marchés réglementés d'Euronext Bruxelles et d'Euronext Amsterdam sous le code ISIN BE0974349814 depuis le 28 juin 1999.

Selon ses statuts, WDP a pour objet :
« *(a) de mettre des biens immobiliers à disposition d'utilisateurs, directement ou via une société dans laquelle elle possède une participation, conformément aux dispositions de la Réglementation SIR et aux décisions et règlements pris en exécution de celle-ci ; et*

(b) dans les limites de la Réglementation SIR, de posséder des biens immobiliers, tels que mentionnés à l'article 2, 5°, i à xi de la Loi SIR.

Par biens immobiliers, il faut entendre :

i. les immeubles tels que définis aux articles 517 et suivants du Code civil et les droits réels sur des immeubles, à l'exclusion des biens immobiliers de nature sylvicole, agronomique ou minière ;

ii. les actions ou parts avec droit de vote émises par des sociétés immobilières dont le capital est détenu directement ou indirectement à hauteur de plus de 25 % par la société ;

iii. les droits d'option sur des biens immobiliers ;

iv. les actions de la SIR publique ou institutionnelle, à condition que, dans ce dernier cas, plus de 25 % du capital soit détenu directement ou indirectement par la société ;

v. les droits qui découlent de contrats par lequel un ou plusieurs biens sont donnés en leasing à la société, ou d'autres droits d'usage analogues sont octroyés ;

vi. les parts de sicaf immobilières publiques ou institutionnelles ;

vii. les parts dans des organismes étrangers de placement collectif immobilier qui figurent sur la liste visée à l'article 260 de la loi du 19 avril 2014 ;

viii. les parts dans des organismes de placement collectif immobilier qui sont établis dans un autre Etat membre de l'Espace économique européen et qui ne figurent pas sur la liste visée à l'article 260 de la loi du 19 avril 2014, dans la mesure où ils sont soumis à un contrôle semblable à celui des sicaf immobilières publiques ;

ix. les actions ou parts émises par des sociétés (i) avec la personnalité morale ; (ii) qui relèvent du droit d'un autre Etat membre de l'Espace économique européen ; (iii) dont les actions sont admises ou non sur un marché réglementé et/ou qui font l'objet ou non d'un régime de contrôle prudentiel ; (iv) dont l'activité principale concerne l'acquisition ou la fondation de biens immobiliers en vue de leur mise à disposition à des utilisateurs, ou la possession directe ou indirecte d'actions des sociétés avec une activité similaire ; et (v) qui sont exonérées de l'impôt sur les revenus provenant du bénéfice qui découle de l'activité visée dans la disposition sous (iv) ci-dessus, à condition d'observer certaines obligations légales, et qui sont au moins tenues de redistribuer une partie de leurs revenus à leurs actionnaires (nommées « Real Estate Investment Trusts » (en abrégé « REIT »)) ;

x. les certificats immobiliers tels que visés à l'article 5, §4, de la loi du 16 juin 2006 ;

xi. les parts des FIIS ;

xii. ainsi que tous les autres biens, actions ou droits qui sont définis comme biens immobiliers par la réglementation SIR.

Les biens immobiliers visés aux points (vi), (vii), (viii), (ix) et (xi) qui constituent des parts dans des fonds d'investissement alternatifs au sens de la Directive 2011/61/EU du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les Directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les Règlements (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit et (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission ne peuvent être qualifiés d'actions ou parts avec droit de vote émises par des sociétés immobilières, quel que soit le montant de la participation détenue directement ou indirectement par la Société.

(c) de conclure sur le long terme, le cas échéant aux côtés de tiers, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation conformément aux dispositions de la Réglementation SIR, avec un pouvoir adjudicateur public ou adhérer à un ou plusieurs :

(i) contrats DBF, les contrats dits « Design, Build, Finance » ;

(ii) contrats DB(F)M, les contrats dits « Design, Build, (Finance) and Maintain » ;

(iii) contrats DBF(M)O, les contrats dits « Design, Build, Finance, (Maintain) and Operate » ; et/ou

(iv) contrats pour les concessions de travaux publics relatifs aux bâtiments et/ou autre infrastructure de nature immobilière et aux services relatifs à ceux-ci, et sur base desquels :

(i) la société immobilière réglementée est responsable, de la mise à la disposition, l'entretien et/ou l'exploitation pour une entité publique et/ou les citoyens comme utilisateurs finaux, afin de répondre à un besoin social et/ou de permettre l'offre d'un service public ; et

(ii) la société immobilière réglementée, sans devoir nécessairement disposer des droits réels, peut assumer, complètement ou en partie, les risques de financement, les risques de disponibilité, les risques de demande et/ou les risques d'exploitation, ainsi que le risque de construction ; et

(d) d'assurer à long terme, le cas échéant aux côtés de tiers, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation conformément aux dispositions de la présente loi et des arrêtés et règlements pris pour son exécution, le développement, l'établissement, la gestion, l'exploitation, avec la possibilité de sous-traiter ces activités :

(i) d'installations et facilités de stockage pour le transport, la répartition ou le stockage d'électricité, de gaz, de combustibles fossiles ou non fossiles, et d'énergie en général, en ce compris les biens liés à ces infrastructures ;

(ii) d'installations pour le transport, la répartition, le stockage ou la purification d'eau, en ce compris les biens liés à ces infrastructures ;

(iii) d'installations pour la production, le stockage et le transport d'énergie renouvelable ou non, en ce compris les biens liés à ces infrastructures ; ou

(iv) d'incinérateurs et de déchetteries, en ce compris les biens liés à ces infrastructures.

Dans le cadre de la mise à disposition de biens immobiliers, la société peut exercer toutes les activités qui ont trait à la fondation, la construction (sans préjudice de l'interdiction d'agir comme promoteur immobilier, sauf s'il s'agit d'opérations occasionnelles), la transformation, l'aménagement, la rénovation, le développement, l'acquisition, la vente, la mise en location, la mise en sous-location, l'échange, l'apport, la cession, le lotissement, le placement sous le régime de la copropriété ou de l'indivision de biens immobiliers tels que ceux décrits ci-dessus, l'octroi ou l'obtention de droits de superficie, d'usufruit, d'emphytéose ou autres droits réels ou individuels sur des biens immobiliers tels que décrits ci-dessus, la gestion et l'exploitation de biens immobiliers.

Conformément à la Réglementation SIR, la société peut aussi procéder à ce qui suit :

- *la prise de biens immobiliers en location-financement, avec ou sans option d'achat ;*
- *la mise en location-financement de biens immobiliers, avec ou sans option d'achat, étant entendu que la mise en location-financement de biens immobiliers avec une option d'achat peut uniquement être exercée comme activité accessoire ;*
- *à titre accessoire ou temporaire, effectuer des placements en valeurs mobilières ne constituant pas des biens immobiliers dans le sens de la Réglementation SIR. Ces placements seront effectués conformément à la politique de gestion des risques adoptée par la société et ils seront diversifiés, de façon à garantir une diversification des risques adéquate. La société peut également détenir des liquidités non affectées. Les liquidités peuvent être détenues en toutes devises, sous la forme de dépôts à vue, ou à terme ou par tout instrument du marché monétaire susceptible de mobilisation ;*
- *octroyer des hypothèques ou d'autres sûretés ou garanties dans le cadre du financement des activités immobilières de la société ou de son groupe ;*
- *octroyer des crédits ;*
- *effectuer des opérations sur des instruments de couverture autorisés (tels que définis par la Réglementation SIR), pour autant que ces opérations s'inscrivent dans le cadre d'une politique de couverture de risques financiers arrêtée par la société, et à l'exclusion de toute opération de nature spéculative.*

La société peut acquérir, prendre ou donner en location, céder ou échanger tous biens meubles ou immeubles, matériaux et matériels, et en général accomplir toutes les opérations commerciales ou financières qui se trouvent directement ou indirectement en relation avec son objet et l'exploitation de tous droits intellectuels et de propriétés commerciales qui y sont relatifs.

Moyennant le respect de la Réglementation SIR, la société peut prendre part par le truchement d'apports en numéraire ou en nature, de fusion, scission ou une autre restructuration sur base du droit des sociétés, de souscription, de participation, d'intervention financière ou de toute autre manière, à toutes sociétés ou entreprises existantes ou à constituer, en Belgique ou à l'étranger, dont l'objet social est similaire au sien, ou est de nature à promouvoir ou faciliter la réalisation de son objet. »

La date de clôture des comptes de WDP est fixée au 31 décembre de chaque année.

Présentation stratégique et financière de la Société Absorbante

WDP est une foncière de droit belge spécialisée dans les actifs immobiliers logistiques détenant 345 actifs louables à fin 2025, représentant à cette date une juste valeur totale de 8.395 M€ (hors droits et hors panneaux solaires). Son portefeuille est principalement constitué d'entrepôts et de plateformes logistiques, avec une présence concentrée aux Pays-Bas (37 %), en Belgique (31 %), complété par la Roumanie (19 %), la France (8 %), le Luxembourg (3 %) et l'Allemagne (2 %). Le portefeuille est relativement récent, 64 % de sa juste valeur correspondant à des actifs âgés de moins de 10 ans, dont 35 % ont moins de 5 ans.

Au 2 octobre 2026, WDP est détenue à 17,7 % par la famille Jos De Pauw, son actionnaire de référence, le capital restant étant détenu par le flottant.

Au 23 juillet 2026, la société affichait une capitalisation boursière de 5.460 M€

WDP loue ses actifs à une clientèle diversifiée, composée notamment d'acteurs de la distribution, de la logistique et de l'industrie. Cette diversification se traduit par une faible concentration sur un locataire donné, le premier d'entre eux, Ahold Delhaize, représentant 5,5 % des revenus locatifs à fin 2025. En 2025, WDP a généré un revenu locatif net de 450,1 M€ et un résultat EPRA de 352,6 M€. Le revenu locatif net a progressé de 15,4 % par an en moyenne entre 2022 et 2025. En complément de son activité immobilière, WDP développe une activité énergétique reposant notamment sur l'installation de panneaux photovoltaïques sur ses actifs logistiques et la commercialisation de l'électricité produite et de certificats verts. Cette activité a généré 25,5 M€ de revenus en 2025.

Dans le cadre de son plan stratégique #BLEND&EXTEND2030, WDP prévoit de poursuivre le développement de son portefeuille immobilier au travers d'un volume d'investissements d'environ 500 M€ par an, comprenant des développements et des acquisitions sélectives. Le groupe prévoit notamment de renforcer sa présence en France et en Allemagne et d'entrer progressivement sur de nouveaux marchés, notamment en Espagne et en Italie, tout en maintenant un ratio de *Loan-to-Value*[1] proche de 40 % et un ratio dette nette/EBITDA d'environ 8x. WDP prévoit également de poursuivre le développement de ses activités énergétiques, avec un objectif de revenus d'environ 50 M€ à horizon 2030. À cet horizon, le groupe vise une croissance annuelle d'au moins 6 % de son résultat EPRA par action et de son dividende par action, afin d'atteindre respectivement au moins 2,00 € et 1,60 € par action.

WDP bénéficie du régime belge des Sociétés Immobilières Réglementées (SIR), ou BE-REIT, qui lui confère un régime fiscal transparent sous réserve notamment du respect d'obligations réglementaires et de distribution.

Nous précisons que WDP a réalisé trois augmentations de capital depuis le 23 juillet 2026 qui ont donné lieu à la création d'un total de 22.023.814 actions pour un prix moyen pondéré de 19,52 € par action. Les augmentations de capital de 6,4 M€ (05/08/2026) et 23,5 M€ (02/09/2026) ont été réalisées sur la base d'une décote de 1,22 % et de 0,89 % respectivement par rapport au cours de clôture du jour précédent tandis que l'augmentation de capital d'un montant significatif de 400 M€ en date du 29 septembre 2026 a été réalisée sur la base d'une décote de 4,7 % par rapport au dernier cours de bourse.

[1] Indicateur permettant de déterminer le pourcentage de la dette par rapport à la juste valeur du portefeuille. Le Loan-to-Value (« LTV ») est égal à la dette divisée par la juste valeur du portefeuille.

1.2.2 Argan SA, Société Absorbée

Argan est une société anonyme de droit français dont le siège est situé au 21 rue Beffroy à Neuilly-sur-Seine (92200). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nanterre sous le numéro 393 430 608 depuis le 11 décembre 1993.

Au 23 juillet 2026, son capital social s'élève à 51.533.878 € divisé en 25.766.939 actions ordinaires d'une valeur nominale de 2 € chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie. Par ailleurs, à la date du Projet de Traité de Fusion, il n'existe pas de titres ou de droits donnant accès au capital d'Argan autres que 15.435 actions gratuites attribuées en 2026 au titre du plan d'actions gratuites 2025, soumises à une période d'acquisition d'un an, et un maximum de 25.000 actions gratuites susceptibles d'être attribuées en 2027 au titre du plan d'actions gratuites 2026 (les « **Actions Gratuites** »).

Les actions d'Argan sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010481960 depuis le 25 juin 2007. La société a été introduite sur le compartiment C d'Euronext Paris. Elle a ensuite intégré le compartiment B d'Euronext Paris en janvier 2012 puis le compartiment A en janvier 2020 et fait partie depuis 2023 des indices FTSE EPRA Europe et SBF 120.

Selon ses statuts, la Société Absorbée a pour objet « *en France ou à l'étranger* :

- *À titre principal l'acquisition et/ou la construction de tous terrains, immeubles, biens et droits immobiliers en vue de leur location, la gestion, la location, la prise à bail, l'aménagement de tous terrains, biens et droits immobiliers, l'équipement de tous ensembles immobiliers en vue de les louer ; et toutes autres activités connexes ou liées se rattachant à l'activité précitée ; le tout directement ou indirectement, soit seule, soit en association, participation, groupement ou société, avec toutes autres personnes ou sociétés ;*
- *à titre accessoire, les prestations de services en matière immobilière et notamment, la maîtrise d'ouvrage déléguée, l'entretien des immeubles, la gestion locative ;*
- *la participation, par tous moyens, dans toutes opérations pouvant se rapporter à son objet par voie de prise de tous intérêts et participations, par tous moyens et sous quelque forme que ce soit, dans toute société, française ou étrangère, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, de souscriptions ou d'achat de titres ou droits sociaux, d'apports, de fusions, d'alliances, de sociétés en participation, de groupements d'intérêt économique ou autrement ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations ;*
- *et, d'une façon générale, toutes opérations immobilières et financières pouvant se rattacher, directement ou indirectement, à l'objet social ou à tous objets similaires ou connexes susceptibles d'en faciliter la réalisation ou de nature à favoriser son extension ou son développement, en ce compris la possibilité d'arbitrer ses actifs notamment par voie de vente. »*

La date de clôture des comptes d'Argan est fixée au 31 décembre de chaque année.

Présentation stratégique et financière de la Société Absorbée

Argan est une foncière française spécialisée dans les actifs immobiliers logistiques et détenant 105 actifs louables à fin 2025, représentant une juste valeur totale de 4.052 M€ hors droits. L'ensemble de son portefeuille est situé en France. À fin 2025, 43 % des actifs ont une ancienneté inférieure à 10 ans pour un âge moyen des bâtiments de 12,4 ans.

Au 31 décembre 2025, Argan est détenu à 6,1 % par les membres de la famille Le Lan comprenant notamment Jean-Claude Le Lan et Ronan Le Lan. La holding familiale de la famille Le Lan, Kerlan SAS, détenue à 100 % par Jean-Claude Le Lan, ses 5 enfants et Karine Le Lan, détient quant à elle 30,5 % du capital. Crédit Agricole Assurances (Prédica) détient 14,9 % du capital et le capital restant constitue le flottant.

Au 23 juillet 2026, la société affichait une capitalisation boursière de 1.684 M€.

Argan loue ses actifs à une clientèle composée notamment d'acteurs de la distribution, de la logistique et de l'industrie exclusivement en France. Les 12 premiers locataires représentent 69 % des loyers perçus par le groupe, dont 28 % pour Carrefour au 31 décembre 2025. En 2025, Argan a généré un revenu locatif net de 214,8 M€ et un résultat net récurrent EPRA de 154,8 M€. Le revenu locatif net a progressé de 8,7 % par an en moyenne au cours des trois dernières années.

Argan ne communique pas au marché sur une guidance de ses perspectives à moyen terme. La société a indiqué des objectifs 2026 de résultat net récurrent par action d'environ 6,00 €, de LTV de ~42 %, de dette nette / EBITDA de 8,5x et un dividende par action de 3,65 €. Dans le cadre de sa stratégie de développement, Argan prévoit de mettre en œuvre, à compter de 2027, un programme d'investissements d'environ 150 M€ par an.

Nous comprenons qu'il n'est pas prévu que la famille Le Lan détienne un pourcentage minimum de l'ensemble combiné mais que cette dernière bénéficierait d'un siège au conseil d'administration de l'ensemble combiné (pour autant que sa participation demeure inchangée).

Enfin Argan est soumise au régime SIIC (Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées) qui permet aux sociétés immobilières cotées de bénéficier d'une exonération d'impôt sur les sociétés sur leurs revenus locatifs et leurs plus-values immobilières, sous réserve notamment de respecter des obligations de distribution des bénéfices et des plus-values éligibles.

1.2.3 Lien entre les Sociétés

À la date de signature du Projet de Traité de Fusion, il n'existe pas de lien capitalistique entre WDP et Argan.

Les Sociétés Absorbante et Absorbée n'ont aucun mandataire social en commun.

1.3 Modalités générales

1.3.1 Date de réalisation et date d'effet comptable et fiscal

Sous réserve de la réalisation de l'ensemble des Conditions Suspensives (voir §1.4), la Fusion prendra définitivement effet à la date et à l'heure de la passation, par le notaire belge, de l'acte notarié constatant sa réalisation, conformément aux dispositions de l'article 12:118 du CSA. Cette date, actuellement envisagée au cours du premier trimestre 2027, ne pourra en tout état de cause intervenir avant le 1er janvier 2027 (ci-après, la « **Date de Réalisation** »).

Du point de vue comptable et fiscal belge, l'ensemble des opérations réalisées par la Société Absorbée sera considéré comme ayant été effectué pour le compte de la Société Absorbante à compter de la Date de Réalisation. La Fusion n'aura ainsi aucun effet rétroactif sur les plans comptable et fiscal en Belgique.

Du point de vue comptable et fiscal français, et sous réserve de l'obtention du rescrit fiscal visé à l'article 4 du Projet de Traité de Fusion, l'ensemble des opérations réalisées par la Société Absorbée sera considéré comme ayant été effectué pour le compte de la Société Absorbante à compter du 1er janvier 2027, soit immédiatement après la prise d'effet des Apports, effectués par Argan à New Argan préalablement à la fusion, sur les plans comptable et fiscal. La date de prise d'effet comptable et fiscal de la Fusion en France pourra ainsi être antérieure à la Date de Réalisation juridique de la Fusion.

1.3.2 Caractéristiques juridiques

Sur le plan juridique, la Fusion constitue une fusion transfrontalière réalisée conformément aux dispositions de la directive (UE) 2019/2121 du 27 novembre 2019 modifiant la directive (UE) 2017/1132, ainsi qu'aux dispositions applicables des droits français et belge. À ce titre, elle est notamment régie, en droit français, par les articles L. 236-1 et suivants et R. 236-1 et suivants du Code de commerce, et plus particulièrement par les articles L. 236-31 à L. 236-45 et R. 236-20 à R. 236-34 relatifs aux fusions transfrontalières.

En droit belge, la Fusion relève parallèlement des articles 12:111 et suivants du CSA.

1.3.3 Caractéristiques fiscales

La Fusion sera placée sous le régime de faveur prévu aux articles 210 A et suivants du Code général des impôts français (« **CGI** »), applicable aux sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), conformément à l'article 208 C bis du même code.

Ce régime de faveur sera applicable dès lors que WDP dispose d'un établissement stable en France auquel seront rattachés l'ensemble des actifs et passifs transférés dans le cadre de la Fusion pour leur valeur fiscale, conformément à la condition de rattachement prévue à l'article 210 C du CGI.

La Fusion est par ailleurs soumise à une condition suspensive fiscale tenant à la réception d'une décision de rescrit favorable délivrée par l'autorité fiscale compétente (cf. Conditions Suspensives, §1.4).

La Fusion sera neutre en matière de taxe sur la valeur ajoutée, conformément à l'article 257 bis du Code général des impôts.

Elle bénéficiera par ailleurs de l'enregistrement gratuit en application des dispositions de l'article 816 du CGI.

1.3.4 Rapport d'échange et distribution

Le Rapport d'Échange retenu dans le cadre de la Fusion prévoit l'attribution de trois actions nouvelles WDP pour chaque action Argan conservée par son actionnaire et n'ayant pas été cédée dans le cadre de l'exercice du Droit de Retrait.

La rémunération des apports a été fixée par les Parties à partir d'une analyse multicritère des valeurs relatives des sociétés participant à la Fusion sur la base des méthodes décrites au §2.2.2.

Ce rapport a été déterminé en prenant en compte une distribution préalable exceptionnelle de 11 € brut par action Argan, que la Société Absorbée soumettra à l'approbation de son assemblée générale et pour paiement avant la Date de Réalisation de la Fusion. Cette distribution prendra principalement la forme d'un remboursement de primes d'apport et de primes d'émission, c'est-à-dire par prélèvement sur les ressources propres d'Argan.

Le Rapport d'Échange n'a pas vocation à être modifié du seul fait d'opérations sur le capital réalisées par WDP ou Argan entre la date de la Convention de Fusion et la Date de Réalisation, sous réserve du respect des conditions prévues par le Projet de Traité de Fusion.

Ainsi, à la Date de Réalisation, le nombre de nouvelles actions à attribuer à chaque actionnaire d'Argan sera déterminé en multipliant le nombre total d'actions Argan n'ayant pas fait l'objet d'une cession au titre du Droit de Retrait par le Rapport d'Echange. À la Date de Réalisation, les actions Argan cesseront d'exister de plein droit et toute action Argan ayant fait l'objet d'une cession au titre du Droit de Retrait sera annulée.

Nous rappelons que le capital social d'Argan est divisé en 25.766.939 actions à la date du Projet de Traité de Fusion. Conformément à l'article L. 236-3 du Code de commerce, aucune action WDP ne sera émise au titre des actions Argan autodétenues, soit 16.717 actions[2]. Celles-ci seront annulées.

WDP pourra procéder à des augmentations de capital, en nature ou en numéraire, dans les limites de son capital autorisé, sans incidence sur le Rapport d'Échange ni sur le Prix de Retrait. Ces opérations devront être réalisées selon des conditions de prix conformes aux pratiques antérieures de WDP et, hors exceptions prévues, être annoncées avant la signature du Rapport du Commissaire à la Fusion. Leur montant cumulé ne pourra excéder 10 % du capital social de WDP à la date du Projet de Traité de Fusion.

Pendant cette même période, Argan ne pourra procéder à aucune émission d'actions ou de titres donnant accès à son capital, ni augmenter son capital ou participer à une opération de restructuration, à l'exception des opérations résultant de l'acquisition définitive des Actions Gratuites.

Aucune distribution ne pourra intervenir avant la Date de Réalisation, hors versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,00 € et cas prévus par le Projet de Fusion. Si la Distribution Exceptionnelle n'est pas versée, en tout ou partie, le Rapport d'Échange sera ajusté à l'euro l'euro de l'effet de l'absence (totale ou partielle) de distribution (du montant brut) de la Distribution Exceptionnelle sur la valeur des actions de la Société Absorbée sous-tendant le Rapport d'Échange. Ainsi, dans le cas où la Distribution Exceptionnelle n'interviendrait pas, elle ferait l'objet d'une compensation à l'euro l'euro, ce qui permet de ne pas remettre en cause le Rapport d'Echange de 3 actions WDP pour 1 action Argan. De plus, nous relevons que l'approbation par l'Assemblée Générale d'Argan de la Distribution Exceptionnelle constitue une condition suspensive. Dans ces conditions, notre appréciation porte sur le Rapport d'Echange de 3 actions WDP pour 1 action Argan après la Distribution Exceptionnelle par Argan de 11,00 € par action ou compensation équivalente.

Par ailleurs, nous précisons que les actions nouvellement émises au bénéfice des actionnaires d'Argan disposent d'un droit au dividende portant sur le résultat de l'année 2026 sous réserve que la Date de Réalisation soit antérieure à l'affectation du résultat 2026 de WDP et d'Argan[3].

[2] Nombre indicatif à jour à la date de notre rapport et susceptible d'évoluer d'ici à la Date de Réalisation.

[3] Le Projet de Traité de Fusion prévoit que si la Fusion ne peut intervenir avant le 29 mars 2027, chaque Société pourra distribuer un dividende au titre de l'exercice 2026 (jusqu'à 3,87 € par action Argan et 1,29 € par action WDP, c'est-à-dire dans un rapport

Il devrait ainsi résulter du Rapport d'Échange fixé par les Parties, la création potentielle de 77.296.971[4] actions WDP.

WDP a pour objectif de faire en sorte que ces nouvelles actions soient admises à la négociation sur les marchés réglementés d'Euronext Bruxelles, Euronext Amsterdam et Euronext Paris, le deuxième jour de bourse suivant la Date de Réalisation de la Fusion.

Ainsi, en rémunération de la Fusion, WDP procédera à la Date de Réalisation, en application du Rapport d'Échange à une augmentation de capital d'environ 88.560 k€, résultant de l'émission de 77.296.971 actions nouvelles. La valeur de marché de ces actions nouvelles, déterminée sur la base du cours de bourse de WDP au 22 juillet 2026, 22,40 € par action, s'élèverait à environ 1.731.452 k€. La différence entre cette valeur et le montant de l'augmentation de capital, soit environ 1.642.892 k€, sera comptabilisée en prime de fusion au passif du bilan de la Société Absorbante.

Comme indiqué dans le Projet de Traité de Fusion, les chiffres indiqués ci-dessus sont présentés à titre indicatif, selon les données disponibles à la date du présent rapport, et sont susceptibles d'évoluer jusqu'à la Date de Réalisation.

1.3.5 Droit de Retrait

Comme précisé au §1.1, les actionnaires d'Argan qui ne souhaiteraient pas participer à la Fusion pourront demander le rachat de leurs actions contre le versement d'une compensation en espèces. Ce droit pourra être exercé par les actionnaires ayant voté contre la Fusion lors de l'Assemblée Générale Mixte d'Argan, ainsi que par ceux dont les droits de vote auraient été temporairement suspendus, sous réserve qu'ils conservent leurs actions jusqu'à l'exercice de ce droit.

La demande devra être adressée à Argan dans un délai de dix jours suivant l'Assemblée Générale Extraordinaire appelée à approuver la Fusion.

Le montant de la compensation en espèces a été déterminé conformément aux dispositions de l'article R.236-26 du Code de commerce et L.433-4 du Code monétaire et financier. Il sera, le cas échéant, ajusté à la baisse du montant brut de la Distribution Exceptionnelle ainsi que de toute autre distribution dont les actionnaires auraient bénéficié avant la Date de Réalisation. Le montant effectivement versé sera également net des éventuelles retenues à la source et autres prélèvements fiscaux applicables.

Le Prix de Retrait retenu est de 71,1 € par action Argan soit 60,1 € par action après le versement de la Distribution Exceptionnelle préalablement à la réalisation de la Fusion.

---

de 1 à 3 conforme au Rapport d'Echange), sans ajustement du Rapport d'Echange, et les actions WDP nouvelles émises au titre de la Fusion disposeraient alors d'un droit au dividende portant sur le résultat de l'année 2027.

[4] *« Sur une base entièrement diluée, en tenant compte des 25 766 939 Actions Argan existantes, des 15 435 actions gratuites attribuées en 2026 au titre du plan d'attribution d'actions gratuites de 2025, ainsi que des 16 717 actions autodétenues par la Société Absorbée. »*

1.3.6 Droits spéciaux

Actions gratuites

S'agissant des actions gratuites d'Argan soumises à une période d'acquisition à la Date de Réalisation de la Fusion, Argan pourra acquérir préalablement à la Date de Réalisation, un nombre suffisant d'actions Argan afin de respecter ses plans d'Actions Gratuites 2025 et 2026 et, sous réserve que cela soit permis par la loi applicable, les transférer à New Argan dans le cadre de des Apports. À défaut, WDP, avec sa filiale New Argan, devra assumer les obligations d'Argan envers les bénéficiaires d'actions gratuites encore soumises à une période d'acquisition à la Date de Réalisation, conformément à l'article L. 225-197-1, III du Code de commerce français.

Les actions gratuites dont la période d'acquisition serait achevée mais qui resteraient soumises à une période de conservation à la Date de Réalisation continueront, quant à elles, à être soumises à la durée de conservation restant à courir pour chacune des tranches concernées.

Autre

Dans le cadre de la Fusion, il est prévu que Kerlan, holding de la famille Le Lan, actionnaire de contrôle d'Argan, puisse acquérir auprès de New Argan l'immeuble situé au 21, rue Beffroy à Neuilly-sur-Seine grâce à une option d'achat qui serait accordée par New Argan. Kerlan regroupe notamment M. Jean-Claude Le Lan et M. Ronan Le Lan, membres des organes sociaux d'Argan. Le prix de cession de l'immeuble sera fixé sur la base d'une évaluation réalisée par un expert indépendant.

Dans le cas où Kerlan exercerait cette option, l'immeuble fera ensuite l'objet d'un bail conclu avec New Argan à des conditions de marché. Le siège des activités françaises du groupe issu de la Fusion restera ainsi installé dans les locaux du 21, rue Beffroy à Neuilly-sur-Seine pendant la durée de ce bail.

Nous pouvons d'ores et déjà observer que cette opération est non significative à l'échelle d'Argan et au regard des enjeux de la fusion et doit être réalisée à des conditions de marché (i.e. à dire d'expert indépendant) de sorte qu'elle n'entrainera pas d'enrichissement ou d'appauvrissement pour les parties.

1.4 Conditions suspensives

La réalisation de la Fusion est subordonnée à la réalisation de l'intégralité des conditions suspensives (« **Conditions Suspensives** ») prévues à la section 4 du Projet de Traité de Fusion auquel il convient de se référer ou, si la législation applicable l'autorise, la renonciation à certaines de ces conditions, qui devra intervenir au plus tard le 30 juin 2027, à l'exception de la condition relative à l'obtention d'un rescrit fiscal favorable qui devra être réalisée (ou faire l'objet d'une renonciation) au plus tard le 28 mars 2027. Les Conditions Suspensives peuvent se résumer ainsi :

- l'approbation de la modification des statuts de WDP, résultant de la Fusion, par l'Autorité des Services et Marchés Financiers belge (la « **FSMA** ») ;
- le cas échéant, l'obtention auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») *(i)* d'une décision de non-lieu au dépôt d'une offre publique de retrait au titre des Apports et, le cas échéant, de la Fusion, ou (ii) d'une confirmation que ces opérations ne déclenchent aucune obligation de dépôt d'une telle offre par le concert formé par la famille Le Lan ou l'un de ses membres ;

- l'obtention d'un rescrit fiscal favorable confirmant l'application du régime fiscal de faveur à la Fusion prévu aux articles 210 A et suivants, 208 C bis, 816 et 257 bis du CGI et la continuité du régime SIIC ;
- le cas échéant, l'obtention des autorisations requises au titre du contrôle des investissements étrangers ;
- le cas échéant, l'obtention de l'autorisation de la Commission européenne au titre du Règlement sur les subventions étrangères ;
- l'approbation de la Fusion par l'Assemblée Générale de WDP ainsi que de la Fusion et de la Distribution Exceptionnelle par l'Assemblée Générale d'Argan ;
- la délivrance du certificat préalable à la Fusion par le Notaire belge, conformément à l'article 12:117 du CSA, ainsi que du certificat de conformité par le greffe du tribunal des activités économiques de Nanterre, conformément aux articles L. 236-42 et R. 236-29 et suivants du Code de commerce ;
- la réalisation préalable des Apports ;
- l'absence de suspension ou d'arrêt définitif de la négociation des actions WDP sur Euronext Bruxelles et Amsterdam ;
- l'absence de toute décision de justice ou d'une autorité gouvernementale interdisant, empêchant, annulant ou déclarant illicite la Fusion, ou en prononçant la nullité ;
- l'absence de toute procédure de conciliation, de sauvegarde, de redressement judiciaire, de liquidation judiciaire ou de procédure similaire visant WDP et/ou Argan, ainsi que de toute demande d'ouverture d'une telle procédure ;
- l'absence de toute mesure telle que la désignation d'un administrateur provisoire ou d'un séquestre concernant WDP et/ou Argan, ainsi que de tout arrangement relatif à la suspension ou à la remise de leurs obligations de paiement ;
- l'absence de tout manquement de WDP et/ou d'Argan à leurs engagements, déclarations ou obligations au titre de la Convention de Fusion susceptible d'avoir un impact négatif significatif sur WDP ou Argan, la Fusion, le Rapport d'Échange ou sa mise en œuvre.

1.5 Description des apports

À la Date de Réalisation, l'ensemble des biens, droits, obligations, actifs et passifs d'Argan seront transférés à WDP dans le cadre de la Fusion, indirectement par le transfert des actions de New Argan à la suite des Apports. Les éléments apportés sont constitués de l'ensemble de l'actif et du passif de la Société Absorbée, qui feront l'objet d'une transmission universelle de patrimoine.

Tableau 1 - Bilan économique simplifié de la Société Absorbée au 31 décembre 2025, et au 30 juin 2026 et bilan économique simplifié projeté de la Société Absorbée au 1er janvier 2027

En k€	31/12/2025	30/06/2026	01/01/2027
Total actifs non courants	4 261 336	4 468 450	4 518 561
Total actifs courants	101 866	418 412	78 108
Total Actif	**4 363 202**	**4 886 862**	**4 596 669**
Total passifs non courants	1 129 456	1 435 192	1 816 192
Total passifs courants	784 238	934 845	184 552
Total Passif	**1 913 694**	**2 370 037**	**2 000 744**
Actif Net Apporté	**2 449 508**	**2 516 826**	**2 595 925**

Source : Projet de Traité de Fusion

L'évaluation des actifs et passifs d'Argan qui seront transférés à WDP dans le cadre de la Fusion a été réalisée à la valeur comptable telle qu'elle ressort des comptes consolidés d'Argan au 31 décembre 2025. À cette date, l'actif net d'Argan ressort à 2.449.508 k€.

Compte tenu d'une date d'effet comptable postérieure à la date de signature du Projet de Traité de Fusion, la Société Absorbée a établi une situation comptable provisoire au 1er janvier 2027. La valeur définitive de l'actif net juridiquement transféré à la Société Absorbante sera déterminée sur la base des comptes définitifs d'Argan à la Date de Réalisation.

Sur la base des projections comptables réalisées par la Société Absorbée, l'Actif Net Apporté provisoire au 1er janvier 2027 est estimé à 2.595.925 k€. Ces projections prennent en considération une valeur provisoire des intérêts minoritaires d'Argan qui s'établissent à 42.216 k€ et qui seront transférés à la Société Absorbante.

À la Date de Réalisation, la Société Absorbante comptabilisera à leur juste valeur les actifs identifiables acquis ainsi que les passifs repris. L'écart entre la juste valeur des actifs nets acquis et celle de la contrepartie transférée sera comptabilisé, selon le cas, en goodwill ou en gain résultant d'une acquisition à des conditions avantageuses.

Il convient de noter que toute divergence entre la valeur provisoire présentée ci-dessus et la valeur définitive de l'actif de la Société Absorbée transféré à la Société Absorbante n'entraînera aucun ajustement du Rapport d'Echange.

2 Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à la Fusion

2.1 Diligences mises en œuvre

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires d'Argan sur les valeurs relatives retenues par les parties afin de déterminer le Rapport d'Échange et d'en apprécier le caractère équitable. En conséquence, elle ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité au sens des normes professionnelles. 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 un tel 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 pour apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions de la Société Absorbée et de la Société Absorbante.

D'une manière générale, outre la collecte des informations sur les aspects financiers, juridiques et fiscaux, nous avons :

- examiné la situation et les perspectives des Sociétés, nous permettant d'affiner notre compréhension de la Fusion, du contexte dans lequel elle s'inscrit et de ses objectifs et conséquences ;
- pris connaissance des différents documents juridiques encadrant la Fusion entre les sociétés Argan et WDP, et notamment la Convention de Fusion établie le 23 juillet 2026, le Projet de Traité de Fusion en découlant avec ses annexes, ainsi que le projet de traité d'apport relatif aux Apports ;
- pris connaissance des processus initiés par les Parties ayant conduit au projet de fusion, en particulier pour ce qui concerne les démarches entreprises par Argan.

Les diligences ont été mises en œuvre afin d'apprécier les valeurs relatives attribuées à chacune des deux Sociétés et d'examiner le positionnement du Rapport d'Échange par rapport à ces valeurs relatives standalone.

En particulier, nos travaux ont consisté notamment en :

- la revue de la documentation publique des Sociétés, notamment de leur document d'enregistrement universel/rapport financier annuel 2025 qui intègre les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2025, ainsi que de leurs rapports semestriels au 30 juin 2026. Dans le cadre de cette revue, nous avons examiné également l'homogénéité des règles et méthodes comptables appliquées par chacune d'elles ;
- la revue des rapports des experts immobiliers sous-tendant la détermination périodique de l'ANR des Sociétés, qui a été complétée par des entretiens avec ces experts[5] ainsi qu'avec les équipes en charge du suivi de chacun des portefeuilles d'entrepôts logistiques ;

[5] CBRE Valuation pour Argan et Stadim, Jones Lang LaSalle Belgium, Jones Lang LaSalle Netherlands, Jones Lang LaSalle Luxembourg, CBRE The Netherlands, CBRE Romania, Jones Lang LaSalle France, CBRE Germany et BNP Paribas Real Estate pour WDP

- la prise de connaissance des règles et méthodes comptables des deux groupes afin de nous assurer de leur homogénéité ;
- l'examen des éventuels événements significatifs intervenus depuis la date des derniers comptes, ou à intervenir, susceptibles d'avoir une incidence sur les valeurs standalone. Ces travaux ont en particulier concerné l'évolution du portefeuille d'entrepôts (acquisitions ou cessions notables) et de la dette (refinancements notamment) ;
- la revue critique des plans d'affaires standalone de chacun des deux groupes, tenant compte de l'évolution des principaux agrégats macroéconomiques, de l'impact du contexte économique actuel sur les activités et les perspectives, ainsi que de leur cohérence avec les rapports d'expertise immobilière et les capacités de financement de chacun des deux groupes ;
- l'organisation de réunions de travail avec les auteurs des plans d'affaires au sein de chacun des groupes, afin de procéder à leur revue critique ;
- un entretien avec le *management* d'Argan et son conseil concernant le processus de sélection suivi par le groupe pour la recherche d'un partenaire stratégique ;
- la revue du rapport d'évaluation et des analyses établis par les conseils financiers de WDP dans le cadre de la Fusion, complétée par des échanges avec ceux-ci ;
- la vérification de la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation et des calculs de valorisation qui en résultent ;
- l'appréciation de la pertinence des critères d'évaluation mis en œuvre ;
- la mise en œuvre de notre propre évaluation multicritère pour chacune des deux sociétés ;
- la revue du rapport du commissaire aux comptes de WDP (KPMG) chargé de donner son avis sur le caractère pertinent et raisonnable du Rapport d'Échange conformément au droit belge.

Nous présentons successivement dans cette partie les valeurs déterminées par les parties (§2.2) puis celles calculées par nos soins (§2.3).

2.2 Méthode d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés Argan et WDP

2.2.1 Processus ayant conduit à la définition du rapport d'échange retenu par les Parties

Selon les informations portées à notre connaissance, le présent rapprochement entre Argan et WDP résulte d'un processus compétitif initié par Argan au cours duquel de multiples contacts ciblés ont été initiés conduisant in fine à l'examen de 2 projets de rapprochement concrets soumis au Directoire.

Au-delà des considérations financières sur lesquelles nous reviendrons, Argan et sa famille fondatrice recherchaient une société qui partage une vision stratégique commune avec la volonté de poursuivre le développement d'Argan en France.

WDP, en tant que foncière spécialisée dans les actifs logistiques, comme Argan, est apparu comme une solution naturelle, et la plus viable d'un point de vue stratégique. Les deux structures partagent en effet un modèle d'affaires commun. Ces dernières ont fait le choix d'assurer l'auto-développement de leurs portefeuilles sans intervenir au stade de la promotion immobilière des projets avec une gestion immobilière internalisée afin d'assurer directement la relation commerciale qui les unit avec leurs clients.

Dans la recherche d'une continuité du développement d'Argan, la capacité financière et le plus faible coût du capital pour WDP ont également fait de cette dernière un partenaire privilégié pour poursuivre le développement du portefeuille Argan et contribuer à valoriser ses actifs.

Par ailleurs, dans le cadre du projet de développement d'une plateforme européenne de WDP, qui a commencé à étendre son activité en Italie et en Espagne, Argan offre un portefeuille d'actifs doté d'une forte complémentarité géographique en raison de leurs implantations qui s'inscrit pleinement dans le plan stratégique de développement de WDP.

L'offre de WDP permet à la famille Le Lan, actionnaire historique d'Argan, d'obtenir un siège au Conseil d'Administration de WDP[6].

Ainsi, un rapprochement avec WDP remplissait tous les prérequis, d'un point de vue stratégique.

Au plan financier, les conditions de la fusion ont fait l'objet d'une négociation entre deux parties indépendantes, les représentants des sociétés WDP et Argan.

Il résulte de ces négociations le Rapport d'Échange de 3 actions WDP pour 1 action Argan, après le versement, préalablement à la réalisation de la Fusion, de la Distribution Exceptionnelle de 11,00 € par action Argan, prélevée principalement sur les primes.

En support, les Parties ont mis en œuvre une approche de valorisation multicritère pour chacune des Sociétés sur des bases homogènes telle que détaillée ci-après.

À titre informatif et au 23 juillet 2026, en tenant compte du versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,00 € pour chaque action Argan détenue, ce Rapport d'Échange correspond à une valorisation implicite de 79,22 € par action Argan, sur la base du cours de clôture de l'action WDP au 23 juillet 2026, date de l'annonce de la Fusion (après clôture), soit une prime de 21,1 % par rapport au dernier cours avant l'annonce.

Nous précisons que WDP a réalisé trois augmentations de capital depuis le 23 juillet 2026 qui ont donné lieu à la création d'un total de 22.023.814 actions à un prix moyen pondéré de 19,52 € par action. Nous rappelons que le traité de fusion prévoyait la possibilité pour WDP de réaliser ces augmentations de capital tel que nous l'avons indiqué précédemment (cf. §1.2.1).

Les augmentations de capital de 6,4 M€ (05/08/2026) et 23,5 M€ (02/09/2026) ont été réalisées sur la base d'une décote faible tandis que l'augmentation de capital d'un montant significatif de 400 M€ en date du 29 septembre 2026 a été réalisée sur la base d'une décote de 4,7 % par rapport au dernier cours de bourse.

[6] Sous réserve de l'abaissement du seuil statutaire, au-delà duquel un actionnaire peut désigner un administrateur, de 10% à 7,5%, et du maintien de sa participation au-delà de ce seuil de 7,5%.

Les approches multicritères ayant été mises en œuvre avant ces augmentations de capital, elles n'en tiennent pas compte. Il faut toutefois relever que le plan d'affaires de WDP intégrait déjà des augmentations de capital dans lesquelles peuvent s'inscrire les augmentations et en particulier celle réalisée le 29 septembre 2026. Dans ces conditions, WDP n'a pas actualisé son plan d'affaires et a confirmé ses guidances à l'horizon 2030 en suite de la dernière augmentation de capital.

Elles s'inscrivent donc dans le plan stratégique #BLEND&EXTEND2030 de WDP pour atteindre la guidance communiquée. Comme nous y reviendrons, nous avons mené des analyses spécifiques sur l'incidence de ces augmentations de capital afin de nous assurer qu'elles ne sont pas susceptibles de modifier nos constats et conclusions.

2.2.2 Valorisation des actions Argan et WDP

Afin de déterminer le rapport d'échange, les Parties ont mis en œuvre une approche de valorisation multicritère reposant sur les approches et références d'évaluation suivantes :

- Une approche patrimoniale par référence à l'actif net réévalué (ci-après « **ANR** ») fondée sur l'ANR NTA EPRA d'Argan et de WDP ;
- La référence au cours de bourse d'Argan et de WDP sur la base des cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») sur les différentes périodes précédant l'annonce de la Fusion, au cours spot au 23 juillet 2026 et au plus haut cours sur un an ;
- La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers d'Argan et de WDP ;
- Une approche analogique fondée sur la comparaison des résultats nets récurrents (FFO[7]) 2026 et 2027 et des dividendes attendus 2026 et 2027 ;
- Une approche analogique basée sur les primes observées dans le cadre d'offres réalisées sur des foncières en Europe par rapport aux cours de bourse avant annonce ;
- Une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

Ces différents critères font l'objet d'une présentation plus détaillée et d'une appréciation dans le cadre de la mise en œuvre de nos propres évaluations qui figurent au §2.3.

Nous présentons ci-après les parités induites par les travaux des conseillers financiers des Parties et reprises dans le rapport du directoire d'Argan à l'Assemblée Générale Mixte sur les résolutions à titre ordinaire et extraordinaire (destiné aux actionnaires) et le rapport du conseil d'administration de WDP sur la Fusion :

[7] Résultat Net Récurrent

Tableau 2 - Extrait de la présentation au conseil d'administration de WDP

Méthode d'évaluation	Argan (avant versement de la Distribution Exceptionnelle)	Argan (après versement de la Distribution Exceptionnelle)	WDP	Parité induite (après versement de la Distribution Exceptionnelle)
NAV				
NAV - EPRA NTA (30 juin 2026)	93,8	82,8	21,4	3,9x
Références de marché				
Cours spot (23 juillet 2026)	65,4	54,4	22,7	2,4x
CMPV 1 mois	61,8	50,8	22,1	2,3x
CMPV 3 mois	60,9	49,9	22,2	2,2x
CMPV 6 mois	62,7	51,7	23,1	2,2x
Maximum sur les 52 dernières semaines	71,1	60,1	26,0	2,3x
Moyenne des prix cibles des analystes	75,7	64,7	26,1	2,5x
Rendement des bénefices				
Parité FFO - 2026e	84,0	73,0	22,7	3,2x
Parité FFO - 2027e	80,7	69,7	22,7	3,1x
Rendement du dividende				
Parité du dividende - 2026e	63,4	52,4	22,7	2,3x
Parité du dividende - 2027e	61,3	50,3	22,7	2,2x
Transactions de marché comparables				
Transactions précédentes	84,4	73,4	22,7	3,2x
DCF				
DCF	63,5	52,5	23,7	2,2x

Source : Projet de rapport du conseil d'administration de WDP

2.2.3 Observations sur les valeurs relatives déterminées par les Parties

L'appréciation des valeurs relatives retenues par les Parties appelle de notre part les observations suivantes :

- Les Parties ont apprécié le rapport d'échange au regard d'approches d'évaluation usuelles et adaptées aux activités et caractéristiques des Sociétés concernées et pertinentes comme base de comparaison en particulier la référence à l'ANR, la référence au cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes, que nous avons également examinés :

  Concernant les résultats nets récurrents (ou FFO), les Parties ont procédé à une comparaison directe. Comme cela est présenté au §2.3.2.4, nous avons retenu des multiples de marché ajustés de la croissance du FFO pour tenir compte des différences de profil en la matière.

  Comme cela est exposé supra, nous avons considéré pour notre part que les approches de parité du dividende et des primes observées sur des transactions comparables passées présentaient une moindre pertinence et ne les avons pas retenues dans notre approche multicritère. Cela ne remet toutefois pas en cause le résultat global de l'approche multicritère puisque les résultats extériorisés par ces approches s'inscrivent dans la fourchette de valeurs des autres critères ;

- Lors des négociations, les conseils financiers de WDP n'avaient pas accès au plan d'affaires du *management* d'Argan et ont donc eu recours à un plan d'affaires issu du consensus FactSet afin de valoriser les actions Argan dans le cadre de la méthode DCF. Cette limitation doit néanmoins être relativisée dans la mesure où nos travaux ont permis de vérifier qu'il n'existait pas de distorsion significative entre ces deux sources. De plus, et comme nous y reviendrons, nous avons mis en œuvre l'approche DCF sur la base de nos propres hypothèses et analyses de sensibilité en complément.
- Les calculs des valeurs relatives visent la détermination de valeurs *standalone* avant les effets du rapprochement. Ils n'intègrent donc pas les synergies et dissynergies attendues de l'opération. L'examen des synergies et dissynergies fait l'objet d'une analyse spécifique de notre part aux §3.2.2.2 et §3.2.2.3 dans le cadre de la revue des conséquences de l'opération pour les différents groupes d'actionnaires.
- Les évaluations ont été déterminées à la date de l'annonce de la Fusion sans mise à jour ultérieure par les Parties. Compte tenu des évolutions de marché subséquentes, et en particulier du contexte de hausse des taux observée depuis, nous avons complété les évaluations par des analyses de sensibilité à ce paramètre (cf. §3.2.2.4).
- Le Rapport d'Échange retenu par les Parties se trouve encadré par le résultat de leur approche multicritère.

La mise en œuvre de l'approche multicritère par les Parties n'appelle pas d'autre remarque notable de notre part et conduit à déterminer des valeurs relatives pertinentes issues de critères appropriés qui encadrent le rapport d'échange retenu.

2.3 Approche multicritère mise en œuvre par le commissaire à la fusion

En complément des évaluations réalisées par les Parties, nous avons mis en œuvre notre propre approche multicritère et procédé à des analyses de sensibilité.

Nous avons ainsi déterminé les rapports d'échange en comparant la valeur par action Argan et la valeur par action WDP, toutes deux issues d'une approche multicritère (§2.3.2) incluant :

Critères retenus à titre principal :

- Une approche patrimoniale par référence aux ANR EPRA NTA[8] et NDV[9] d'Argan et de WDP au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026 ;
- La référence au cours de bourse des Sociétés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur les différentes périodes précédant l'annonce de la Fusion, soit le 23 juillet 2026 ;
- La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers de chacune des Sociétés au 23 juillet 2026.

Critères retenus à titre secondaire :

[8] L'EPRA Net Tangible Assets (« NTA ») est l'actif net réévalué, retraité pour inclure les immeubles et les autres investissements en juste valeur et exclure certains éléments peu susceptibles d'être inclus durablement dans un modèle d'exploitation d'immeubles de placement à long terme.

[9] L'EPRA Net Disposal Value (« NDV ») fournit au lecteur un scénario de cession des actifs de l'entreprise entraînant le règlement d'impôts différés et la liquidation de la dette et des instruments financiers.

- L'approche analogique par référence à un échantillon de sociétés comparables cotées et fondée sur les multiples ajustés de xP/FFO 2026 et 2027 ; et

Critères retenus à titre indicatif :

- L'approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de chacune des Sociétés sur la base des plans d'affaires des *managements* respectifs et de nos propres paramètres d'évaluation.

2.3.1 Critères écartés

2.3.1.1 Approche analogique par référence au rendement du dividende

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables aux agrégats jugés pertinents. Au cas d'espèce, cette approche consiste à appliquer un taux de rendement du dividende moyen observé sur l'échantillon retenu aux dividendes projetés des sociétés évaluées.

Cette approche n'apparait toutefois pas pertinente dans la mesure où les niveaux de rendement du dividende observés au sein de l'échantillon reflètent notamment des politiques de distribution propres à chaque société, elles-mêmes fonction de leurs besoins d'investissement, de leur capacité d'autofinancement et de leurs choix en matière de structure financière. Ces différences limitent ainsi la comparabilité des rendements observés entre les sociétés de l'échantillon.

En conséquence, cette approche n'a pas été retenue dans le cadre de nos évaluations.

2.3.1.2 Approche analogique par référence aux primes observées dans le cadre d'opérations publiques dans le secteur immobilier

La méthode des transactions comparables consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples extériorisés lors d'opérations de rachat total ou partiel d'entreprises cotées ou non, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Au cas d'espèce, la méthode consiste à appliquer au dernier cours de bourse avant l'annonce la moyenne des primes observées sur des transactions comparables.

En l'occurrence, malgré un nombre conséquent de transactions portant sur des foncières, nous n'avons pas identifié un échantillon qui permette de tenir compte des principales caractéristiques des deux sociétés soit une activité à presque 100 % en logistique, portant sur des sociétés de taille comparable et présentant une empreinte géographique comparable.

2.3.1.3 Méthode de multiple d'ANR (prime / décote de marché sur l'ANR)

La méthode du multiple d'ANR consiste à appliquer à l'Actif Net Réévalué (ANR) de la société une prime ou une décote observée sur le marché boursier, correspondant au rapport entre la capitalisation boursière et l'ANR de sociétés comparables. Cette approche vise à tenir compte de la perception du marché quant à la qualité du portefeuille immobilier, aux perspectives de croissance, à la structure financière et à la capacité de création de valeur de la société. La valeur des capitaux propres est ainsi déterminée en appliquant le multiple de marché observé à l'ANR de la société évaluée.

Cette méthode n'a toutefois pas été retenue dans le cadre de notre analyse, dans la mesure où le niveau de prime ou de décote observé sur l'ANR dépend de facteurs propres à chaque société, notamment sa taille, sa liquidité boursière, ses perspectives de croissance et sa politique financière, limitant ainsi la comparabilité des multiples observés. En outre, les primes et décotes de marché peuvent refléter des conditions boursières conjoncturelles, susceptibles de ne pas traduire fidèlement la valeur intrinsèque des actifs immobiliers.

2.3.2 Critères retenus

2.3.2.1 Référence à l'actif net réévalué publié : l'ANR EPRA

Le critère de l'ANR EPRA constitue une référence dans l'évaluation des sociétés foncières, sur laquelle celles-ci communiquent régulièrement auprès du marché. Cette approche assimile la valeur d'une société foncière à la somme des valeurs d'expertise des actifs détenus (i.e. le patrimoine immobilier) sous déduction des passifs (i.e. les dettes). L'approche par l'ANR apparaît adaptée à la comparaison de deux sociétés patrimoniales détenant des actifs de même nature. Pour cette raison nous retenons cette méthode à titre principal.

En effet, les patrimoines d'Argan et de WDP sont constitués d'actifs de même nature, principalement des entrepôts logistiques situés en Europe, présentant des caractéristiques et des positionnements de marché comparables (*Prime*).

Argan et WDP sont deux sociétés européennes cotées, elles établissent leurs comptes conformément aux normes IFRS et appliquent ainsi des principes comptables homogènes, notamment en matière d'évaluation de leurs actifs immobiliers. Elles sont également membres de l'EPRA (*European Public Real Estate Association*), une association européenne regroupant les principales sociétés immobilières cotées dont les travaux portent notamment sur la définition et l'harmonisation d'indicateurs de performance financiers utilisés dans le secteur de l'immobilier coté.

L'EPRA distingue trois indicateurs d'ANR : l'ANR NTA, l'ANR NDV, dont les définitions sont présentées au §2.3, et l'ANR NRV[10]. Dans le cadre de nos travaux, nous avons privilégié les ANR NTA et NDV, qui constituent respectivement des références en matière de valeur de continuation et de valeur intégrant une logique de liquidation. L'ANR NRV, en tant qu'ANR de reconstitution du patrimoine immobilier, ne nous est pas apparu pertinent, au regard du contexte de la Fusion.

L'ANR NTA neutralise notamment l'incidence de certains impôts différés liés à la réévaluation des immeubles de placement et de la juste valeur des instruments financiers, tandis que l'ANR NDV intègre notamment la juste valeur des dettes financières à taux fixe. Concernant l'ANR NRV, ce dernier tient compte des éléments évoqués ci-avant pour l'ANR NTA mais tient également compte des droits de mutation, élément qui explique la quasi-totalité de l'écart observé entre l'ANR NRV et les autres ANR EPRA.

L'ANR NTA représente ainsi la valeur nette du patrimoine dans une logique de continuité des activités, scénario qui apparaît être particulièrement adapté au cas d'espèce. L'ANR NDV (anciennement ANR Triple net EPRA) représente la valeur nette du parc d'actifs qui reviendrait aux actionnaires en cas de cession et dont l'application apparaît être un bon indicateur pour conforter la valeur extériorisée par l'ANR NTA.

En revanche, l'ANR NRV qui correspond au coût qui serait nécessaire pour reconstituer la plateforme apparaît moins adapté, la valeur des droits de mutation n'ayant pas vocation à se matérialiser dans cette transaction.

Les valeurs issues des ANR NTA et NDV reposent sur la réévaluation, au 30 juin 2026, des actifs immobiliers détenus par Argan et WDP, sur la base des valeurs déterminées par les experts immobiliers précités.

---

[10] L'EPRA Net Reinstatement Value (« NRV ») a pour objectif de refléter ce qui serait nécessaire pour reconstituer l'entreprise à travers les marchés d'investissement en fonction de sa structure actuelle de capital et de financement, y compris les droits de mutation immobilière.

Sur la base des ANR EPRA NTA et NDV au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026, les valeurs par action ressortent :

- Entre 80,5 € et 83,8 € pour Argan, après prise en compte du versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € ;
- Entre 21,3 € et 21,9 € pour WDP.

Après prise en compte du versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € par action Argan, ces valeurs conduisent à un rapport d'échange compris entre 3,7x et 3,9x, sur la base des ANR NTA et NDV publiés au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026.

Par ailleurs, il ressort des réunions de travail avec les experts immobiliers des deux groupes que le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt peut s'accompagner d'une augmentation des taux de capitalisation utilisés pour déterminer la valeur des actifs du portefeuille contributive à l'ANR des Sociétés. Si la mise à jour des valeurs d'expertise n'est pas disponible à la date du présent rapport, nous comprenons des échanges avec les experts immobiliers que la hausse de taux pourrait être moins importante pour les actifs *prime* détenus par les Parties que pour d'autres classes d'actif et que celle-ci ne serait pas uniforme selon les géographies (plus importante en France et moindre en Roumanie, sous réserve de confirmation à la clôture). Dans ces conditions, et sans présumer de la situation à la clôture, nous présentons une analyse de sensibilité combinée du Rapport d'Échange en fonction d'un relèvement des taux de capitalisation moyens en France et sur les autres géographies où opère WDP.

Tableau 3 - Analyse de sensibilité des ANR NTA à la hausse des taux de capitalisation

		en France				
		-	0,13%	0,25%	0,38%	0,50%
hors France	*0,00%*	3,9x	3,7x	3,5x	3,3x	3,2x
	0,13%	4,0x	3,8x	3,6x	3,5x	3,3x
	0,25%	4,2x	4,0x	3,8x	3,6x	3,4x
	0,38%	4,4x	4,1x	3,9x	3,8x	3,6x
	0,50%	4,5x	4,3x	4,1x	3,9x	3,7x

Source : Analyse Finexsi

L'analyse de sensibilité montre qu'une hausse des taux de capitalisation aurait une incidence sur les ANR NTA des deux groupes ainsi que sur le Rapport d'Échange qui en résulte.

Nous relevons que, dans l'hypothèse d'une hausse plus marquée des taux de capitalisation en France, c'est-à-dire la zone d'implantation du patrimoine d'Argan, que dans les autres géographies où WDP est implanté, le Rapport d'Échange induit diminuerait. Dans l'ensemble des sensibilités présentées, celui-ci demeure toutefois réellement supérieur au Rapport d'Echange retenu de 3 actions WDP pour 1 action Argan.

Nous précisons que nous avons également réalisé une analyse de sensibilité sur l'impact de l'augmentation de capital du 29 septembre 2026 dont le résultat n'est pas de nature à remettre en cause les rapports d'échange que nous avons calculés (impact inférieur à 0,03x pour l'approche par ANR au 30 juin 2026).

Ainsi, les ANR NTA et NDV au 30 juin 2026 conduisent à des rapports d'échange supérieurs à la Parité retenue.

Les résultats de nos travaux et des analyses de sensibilité mises en œuvre, notamment au titre de l'évolution des taux de capitalisation et de l'augmentation de capital de WDP du 29 septembre 2026, font ressortir une incidence limitée sur les parités induites par les ANR. Ils demeurent ainsi cohérents avec ceux des Parties au titre de cette approche et ne remettent pas en cause les conclusions qu'elles en ont tirées dans le cadre de la détermination de la Parité d'Échange.

La comparaison des ANR doit être complétée par d'autres critères d'évaluation, en particulier dans un contexte où il existe des décotes et primes de marché sur ANR disparates entre Argan et WDP, ce dont l'analyse doit tenir compte dans l'appréciation du Rapport d'Échange.

2.3.2.2 Références aux cours de bourse d'Argan et WDP

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié. Il constitue une référence pertinente dès lors que les niveaux de flottant et de liquidité sont jugés suffisants.

La part du capital flottant d'Argan et de WDP ressort respectivement à 49 % et 81 % et la rotation de leur flottant sur 12 mois à respectivement 37,8 % et 75,6 % au 23 juillet 2026. Ces niveaux traduisent des volumes d'échanges significatifs.

Au regard de ces éléments et notamment dans la mesure où les deux Sociétés affichent des niveaux de capital flottant et une rotation de leur capital suffisant et font l'objet d'une couverture régulière par des analystes financiers (cf.§2.3.2.3)**,** les cours de bourse des sociétés constituent donc des références pertinentes pour apprécier les valeurs relatives. Nous retenons en conséquence ces références à titre principal dans le cadre de nos travaux.

La référence repose sur l'observation des cours de bourse d'Argan et de WDP avant l'annonce de l'opération, intervenue le 23 juillet 2026. Nous avons retenu les cours observés sur des périodes allant de 1 mois à 24 mois précédant cette date, ainsi que le cours le plus élevé atteint par chacune des Sociétés sur les 12 derniers mois au 23 juillet 2026, c'est-à-dire avant que les cours soient impactés par la Fusion.

Nous avons analysé l'évolution des cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) des deux Sociétés et la parité induite par ces derniers sur plusieurs périodes.

Sur la base de nos travaux, les CMPV de WDP se situent entre 21,9 € et 23,1 € tandis que le cours le plus élevé atteint par l'action WDP sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de la Fusion est égal à 26,0 €, le 27 février 2026.

Les CMPV d'Argan se situent, quant à elles, dans une fourchette comprise entre 61,0 € et 64,3 €. Le cours de bourse maximum atteint sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de la Fusion est égal à 71,1 €, le 27 février 2026.

À partir de ces CMPV, les parités induites, après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 €, sont les suivantes :

Tableau 4 - CMPV d'Argan et de WDP sur différentes périodes entre le 24 juillet 2024 et le 23 juillet 2026 et parités d'échange induites par ces CMPV

Cours moyens pondérés par les volumes	WDP [A]	Argan (avant versement de la Distribution Exceptionnelle)	Argan (après versement de la Distribution Exceptionnelle) [B]	Parité (après versement de la Distribution Exceptionnelle) [C]=[B]/[A]
Spot (23/7/2026)	22,7€	65,4€	54,4€	2,4x
CMPV 1 mois	22,2€	62,2€	51,2€	2,3x
CMPV 60 jours	22,1€	61,0€	50,0€	2,3x
CMPV 3 mois	22,2€	61,0€	50,0€	2,2x
CMPV 6 mois	23,1€	62,7€	51,7€	2,2x
CMPV 12 mois	22,5€	64,0€	53,0€	2,4x
CMPV 24 mois	21,9€	64,3€	53,3€	2,4x
Cours le plus haut sur les 12 derniers mois au 23/07/2026	26,0€	71,1€	60,1€	2,3x

Sources : CIQ au 23/07/2026 et analyses Finexsi

Sur la base des données constatées au 23 juillet 2026 sur des périodes allant de 1 mois à 24 mois ainsi que sur le cours de bourse le plus élevé de chacune des Sociétés sur les douze derniers mois au 23 juillet 2026, les valeurs par action retenues ressortent :

- entre 50,0 € et 60,1 € pour Argan, après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € ;
- entre 21,9 € et 26,0 € pour WDP.

Ces valeurs conduisent à un rapport d'échange compris entre 2,2x et 2,4x.

Ainsi, nous constatons que si la comparaison des ANR fait ressortir un rapport d'échange supérieur à 3 actions WDP pour 1 action Argan, la référence aux cours de bourse conduit à un rapport d'échange inférieur à ce niveau.

Cette situation s'explique notamment par les niveaux de prime et de décote très différents auxquels les deux Sociétés se négocient par rapport à leurs ANR NTA respectifs.

Tableau 5 – Prime/(Décote) sur les ANR NTA et NDV d'Argan et WDP au 30 juin 2026

En €	Argan		WDP	
	ANR NTA	ANR NDV	ANR NTA	ANR NDV
ANR par action au 30/06/2026	93,8	94,8	21,4	21,3
Cours de clôture au 23/07/2026	65,4	65,4	22,7	22,7
(Décote) / Prime ANR	**(30,3%)**	**(31,0%)**	**6,3%**	**6,8%**

Sources : Comptes semestriels 2026 Argan et WDP

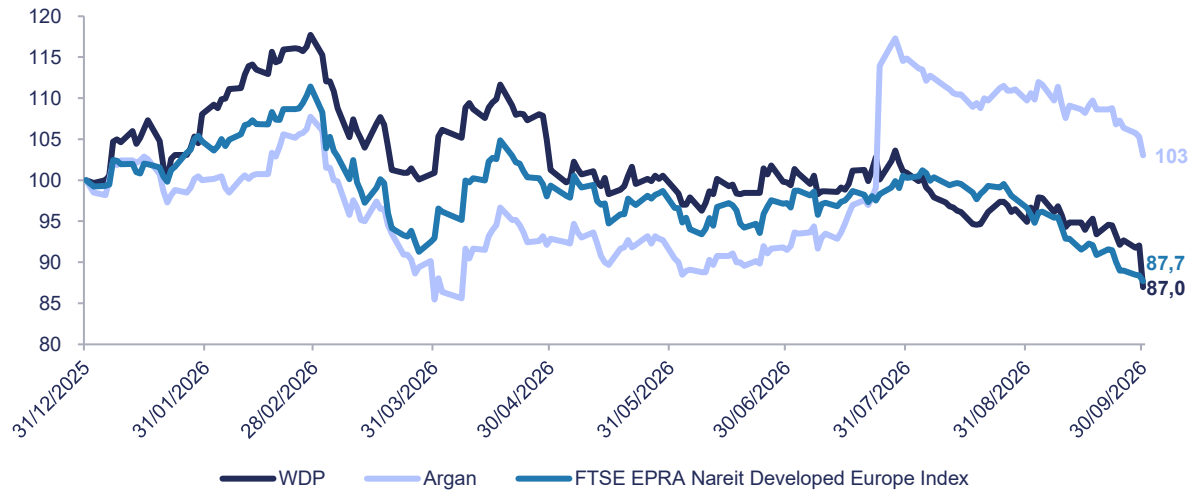
Comme le montre le tableau 5 présenté ci-dessus au 30 juin 2026, Argan présente une décote d'environ 30 % entre son cours de bourse au 23 juillet 2026 et son ANR NTA au 30 juin 2026 tandis que WDP affiche une prime d'environ 6 % par rapport à son ANR NTA sur la même base.

Cet écart peut notamment être mis en regard d'un profil de croissance et d'investissement plus soutenu pour WDP, associé à un taux de distribution plus élevé et à une diversification géographique et locative plus importante. Argan présente, pour sa part, un profil plus concentré, notamment en termes d'exposition géographique et locative. Les cours de bourse intègrent ainsi des éléments qui ne sont pas directement reflétés dans la seule valeur du patrimoine immobilier à date telle qu'appréhendée par l'ANR.

Évolution subséquente des cours de bourse

Nous présentons ci-après l'évolution des cours de bourse d'Argan, WDP et de l'indice FTSE EPRA Nareit Developed Europe Index depuis le 31 décembre 2025 en base 100 :

Figure 1 - Évolution du cours de bourse d'Argan, WDP et de l'indice FTSE EPRA Nareit Developed Europe Index depuis le 31 décembre 2025 en base 100



Source : Capital IQ au 30 septembre 2026

À la suite de l'annonce de la Fusion, le cours de WDP a connu une évolution limitée dans les premiers jours, tandis que celui d'Argan s'est ajusté afin de refléter les termes financiers de l'opération, conduisant la parité induite par les cours des deux Sociétés à converger vers le Rapport d'Échange de 3x.

Le cours d'Argan est ainsi passé de 64,6 € la veille de l'annonce à 68,3 € le 6 octobre 2026, soit une progression de 5,7 %.

Les baisses observées ensuite doivent être appréciées dans un contexte sectoriel marqué par la remontée des taux d'intérêt. La baisse du cours de WDP apparaît ainsi s'inscrire dans l'évolution plus générale du marché des sociétés foncières européennes sur la période. Compte tenu du Rapport d'Échange annoncé, l'évolution du cours d'Argan est, pour sa part, devenue corrélée à celle de WDP.

Dans ce contexte, l'évolution des cours depuis l'annonce ne fait pas apparaître d'élément de marché de nature à remettre en cause les termes financiers annoncés de la Fusion au regard de la convergence des cours des deux Sociétés.

Enfin, les analyses complémentaires que nous avons mises en œuvre confortent les résultats obtenus par les Parties et nos travaux confirment que les références boursières conduisent à des parités inférieures au Rapport d'Échange retenu par les Parties.

2.3.2.3 Références aux cours cibles des analystes suivant les titres Argan et WDP

Cette référence consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Les titres Argan et WDP étant liquides et suivis par un nombre important d'analystes publiant des objectifs de cours de bourse, nous avons pu mettre en œuvre cette référence.

Dans la mesure où les Sociétés font l'objet d'un suivi important de la part des analystes (8 analystes côté Argan et 16 analystes côté WDP) avec des publications régulières, il nous apparait pertinent de retenir cette référence à titre principal.

Tableau 6 - Objectif de cours des analystes suivant les titres Argan et WDP et les parités d'échange induites

	Prix cible (avant versement de la Distribution Exceptionnelle)		Distribution Exceptionnelle	Prix cible (après versement de la Distribution Exceptionnelle)		Parité (après versement de la Distribution Exceptionnelle)
	Argan	WDP		Argan	WDP	
Moyenne	75,6€	26,1€	11,0€	64,6€	26,1€	2,5x
Min	66,0€	19,0€	11,0€	55,0€	19,0€	2,9x
Max	90,0€	32,0€	11,0€	79,0€	32,0€	2,5x
Q1	72,5€	25,0€	11,0€	61,5€	25,0€	2,5x
Q3	77,0€	27,6€	11,0€	66,0€	27,6€	2,4x

Sources : Notes des analystes et analyses Finexsi

Sur la base des premier et troisième quartiles et de la moyenne des objectifs de cours issus des dernières notes d'analystes publiées au 23 juillet 2026, les objectifs de cours par action ressortent :

- entre 61,5 € et 66,0 €, avec une moyenne égale à 64,6 € pour Argan, après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € ;
- entre 25,0 € et 27,6 € pour WDP, avec une moyenne égale à 26,1 €.

Ces objectifs de cours conduisent à un rapport d'échange compris entre 2,4x et 2,5x.

Par ailleurs, et à titre informatif, nous avons analysé les rapports d'échange extériorisés par chacun des analystes qui suivent les deux sociétés que nous présentons ci-après :

Tableau 7 - Parité induite par les objectifs de cours de chaque analyste

	Prix cible (avant versement de la Distribution Exceptionnelle)		Distribution Exceptionnelle	Prix cible (après versement de la Distribution Exceptionnelle)		Parité (après versement de la Distribution Exceptionnelle)
	Argan	WDP		Argan	WDP	
Barclays	71,0€	25,0€	11,0€	60,0€	25,0€	2,4x
Berenberg	76,0€	28,0€	11,0€	65,0€	28,0€	2,3x
Degroof Petercam	75,0€	27,0€	11,0€	64,0€	27,0€	2,4x
Jefferies	80,0€	23,0€	11,0€	69,0€	23,0€	3,0x
KBC Securities	90,0€	32,0€	11,0€	79,0€	32,0€	2,5x
Kepler Cheuvreux	66,0€	25,0€	11,0€	55,0€	25,0€	2,2x
Oddo BHF	74,0€	26,0€	11,0€	63,0€	26,0€	2,4x
Kempen	73,0€	26,0€	11,0€	62,0€	26,0€	2,4x
Moyenne						**2,4x**

Sources : Analystes, analyses Finexsi

Nous observons que les rapports d'échanges calculés sur la base des derniers objectifs de cours publiés par chaque analyste extériorisent des parités comprises entre 2,2x (Kepler Cheuvreux) et 3,0x (Jefferies) avec une moyenne de 2,4x.

Enfin, nous relevons également que l'ensemble des analystes apparaît favorable à la réalisation de cette Fusion, Jefferies émettant des réserves sur les niveaux de relutions communiqués.

2.3.2.4 Références aux multiples des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités des Sociétés, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui leur soient pleinement comparables, en raison notamment de leurs implantations géographiques, des caractéristiques de leurs portefeuilles, de leurs perspectives de croissance, et de leurs tailles. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Afin de mettre en œuvre cette méthode, nous avons identifié 4 sociétés foncières européennes spécialisées dans la détention d'actifs logistiques et implantées en Europe continentale.

L'échantillon ainsi sélectionné est composé des sociétés suivantes :

- Montea est une foncière belge spécialisée dans la détention, le développement d'actifs logistiques notamment en Belgique (43 % de la valeur du portefeuille à fin 2025), aux Pays-Bas (40 %), en France (14 %) et en Allemagne (3 %). Montea a réalisé, en 2025, un résultat net EPRA de 112,8 M€ et distribué un dividende égal à 3,93 € par action, soit un rendement du dividende de 5,5 %[11] ;
- AB Sagax est une foncière suédoise spécialisée dans la détention et la gestion d'entrepôts et d'immobilier industriel léger, avec une présence notamment en Finlande (27 % de la valeur du portefeuille à fin 2025), en Suède (22 %), en France (22 %), au Benelux (15 %) et en Espagne (10 %) à fin 2025. La société a distribué un dividende de 3,70 SEK par action de classes A et B et de 2,00 SEK par action de classe D en 2025, soit un rendement du dividende de 2,0 % ;

[11] Le rendement du dividende a été déterminé sur la base des derniers dividendes annuels versés aux actionnaires de chaque société et le CMPV 3 mois des comparables au 31/12/2025.

- VGP est une foncière belge spécialisée dans le développement et la détention d'actifs logistiques en Europe. Elle est principalement implantée en Allemagne (50 % de la valeur du portefeuille à fin 2025), en République Tchèque (11 %), en Espagne (8 %) et en Roumanie (4 %). VGP a réalisé un résultat net EPRA égal à 62,5 M€ et distribué un dividende de 3,40 € par action, soit un rendement du dividende de 3,3 % ;
- CTP est une foncière néerlandaise spécialisée dans le développement et la détention d'actifs logistiques en Europe. La société est principalement implantée en République Tchèque (41 % de la valeur du portefeuille à fin 2025), en Roumanie (16 %), en Allemagne (11 %) et en Hongrie (8 %). CTP a réalisé un résultat net EPRA égal à 336,6 M€ en 2025 et distribué un dividende s'établissant à 0,63 € par action, soit un rendement du dividende de 3,4 %.

Ces comparables ont également été identifiés par les Parties dans leur approche par les comparables boursiers, pour être finalement écartée.

Dans le cadre de l'évaluation d'une société foncière, l'un des multiples spécifiques à la valorisation de ces sociétés est le multiple du prix par action rapporté au résultat net récurrent (ou FFO[12]) par action (xP/FFO).

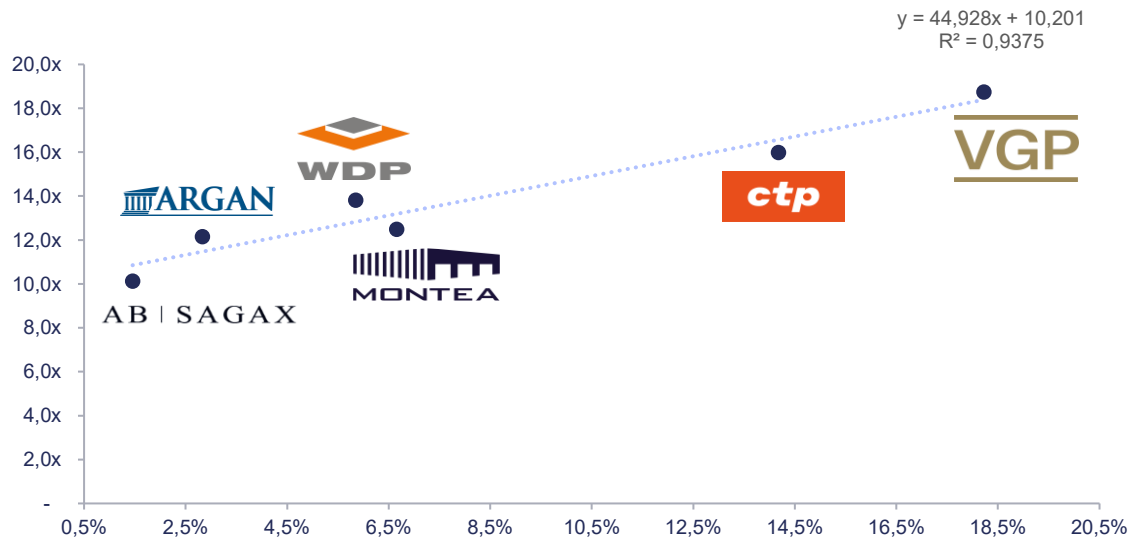
Afin de déterminer les multiples applicables à la comparaison Argan et WDP nous avons retenu un seul et unique échantillon. Compte tenu des différences de perspectives de croissance du FFO entre les sociétés de l'échantillon, nous avons privilégié une approche par régression plutôt que l'application d'un multiple moyen ou médian, afin de déterminer un multiple tenant compte du profil de croissance propre à chacune des Sociétés.

Des régressions linéaires ont ainsi été réalisées entre la croissance moyenne du FFO sur la période 2025-2027 et les multiples P/FFO 2026 et 2027. Ces régressions présentent des coefficients de détermination supérieurs à 90 % qui valident la pertinence de l'approche par régression et permettent d'estimer un multiple spécifique pour Argan et WDP en fonction de leur croissance respective. Sur la base des équations issues de ces régressions, nous avons appliqué les taux de croissance respectifs d'Argan et de WDP au coefficient directeur et l'ordonnée à l'origine de la formule de régression, afin de déterminer un multiple spécifique à chacune des Sociétés.

Nous présentons ci-après les résultats de notre régression linéaire et le calcul des multiples d'Argan et WDP sur la base des données disponibles au 23 juillet 2026.

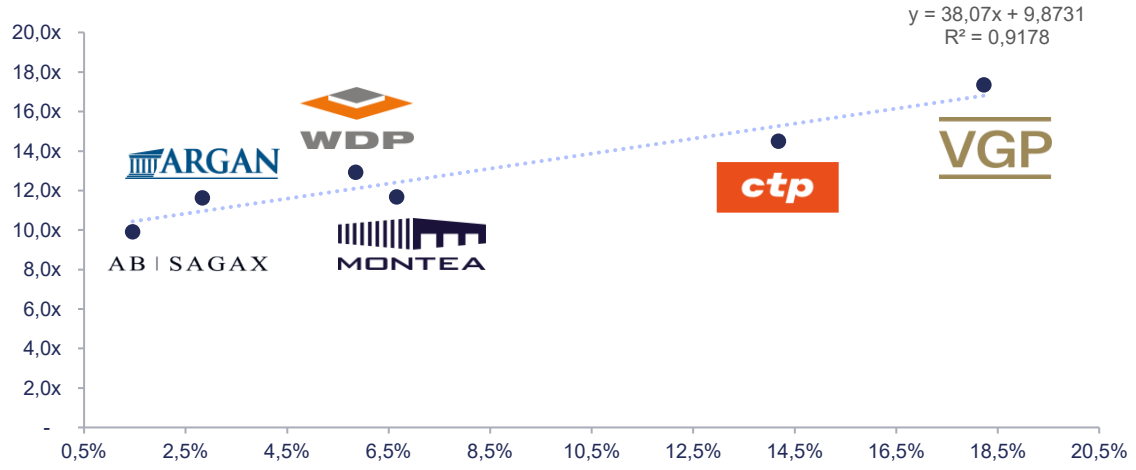
[12] Funds From Operations

Figure 2 - Régression linéaire entre la croissance moyenne du FFO 2025-2027 et le xP/FFO 2026



Sources : Capital IQ au 23 juillet 2026 et analyses Finexsi

Figure 3 - Régression linéaire entre la croissance moyenne du FFO 2025-2027 et le xP/FFO 2027



Sources : Capital IQ au 23 juillet 2026 et analyses Finexsi

Sur cette base, les multiples ajustés de P/FFO ressortent à 10,9x pour Argan et 12,8x pour WDP en 2026, et à respectivement 10,4x et 12,1x en 2027.

Ces multiples ont été appliqués aux FFO issus des plans d'affaires respectifs des managements pour les exercices 2026 et 2027.

L'application de cette approche conduit, après prise en compte du versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € par action Argan, à un rapport d'échange compris entre 2,4x et 2,6x.

Nous relevons que les Parties ont mis en œuvre une approche par comparaison directe des FFO, ce qui revient à appliquer un même multiple de valorisation pour chacune des sociétés.

Cette approche ne permet pas d'appréhender les conditions de valorisation en fonction de leur situation standalone, et tend notamment à neutraliser les différences de croissance attendue de leur FFO, étant d'ores et déjà précisé que ces éléments seront appréhendés dans le cadre de nos analyses de dilution et de relution présentées ci-après.

Dans ces conditions, la prise en compte, au travers de la régression, des différences de perspectives de croissance du FFO conduit à des multiples distincts pour les deux Sociétés. L'approche par les comparables boursiers que nous avons mise en œuvre conduit ainsi à des rapports d'échange compris entre 2,4x et 2,6x, inférieurs au Rapport d'Échange retenu de 3x, à comparer aux parités induites comprises entre 3,1x et 3,2x calculées par les Parties (résultant de la parité de FFO 2026e/2027e).

2.3.2.5 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Dans la mesure où cette méthode se révèle particulièrement sensible aux hypothèses retenues, notamment en matière de taux d'actualisation, de croissance des loyers et de valeur terminale alors même que la valeur d'une foncière repose principalement sur la valeur attribuable à chacun de ses actifs et le rendement offert à ses actionnaires, nous retenons cette méthode à titre indicatif.

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes fondés, pour WDP, sur le plan d'affaires établi dans le cadre de sa stratégie #BLEND&EXTEND2030 et, pour Argan, sur son plan d'affaires, qui a fait l'objet d'un travail d'homogénéisation avec celui de WDP, notamment s'agissant des hypothèses de marché. Ces ajustements d'homogénéisation n'ont pas modifié les trajectoires du plan d'affaires initial d'Argan.

Au-delà de l'horizon explicite de ces plans, leurs flux ont été extrapolés afin de déterminer une valeur terminale fondée sur un flux normatif. Le taux de croissance à l'infini retenu de 1,8 % pour Argan et 2 % pour WDP a été déterminé notamment au regard des perspectives d'inflation de long terme applicables aux marchés d'Argan et de WDP, en tenant compte de leur exposition géographique respective.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital. Les taux d'actualisation des deux sociétés soit 7 % pour Argan et 6,8 % pour WDP ont été déterminés de manière homogène en fonction des caractéristiques de chacune d'elles. Les taux d'actualisation retenus sont cohérents avec les taux mentionnés dans les notes d'analystes d'Argan et de WDP qui ont été portées à notre connaissance.

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des comptes au 30 juin 2026 et ajustés de certains éléments non reflétés dans les flux des plans d'affaires, notamment les éléments de BFR, la variation de juste valeur des instruments financiers, le goodwill, les intérêts minoritaires et les impôts différés, selon la situation propre à chacune des Sociétés.

S'agissant du nombre d'actions totalement dilué, celui-ci a été déterminé sur la base des derniers comptes publiés par les sociétés concernées. Au 30 juin 2026, WDP ne présente ni instrument dilutif ni action autodétenue. Pour Argan, le nombre d'actions a été ajusté des actions autodétenues et des actions attribuées dans le cadre du plan d'AGA 2025.

Cette approche fait ressortir des valeurs relatives par action comprises entre :

- 49,5 € et 63,3 € avec une valeur centrale égale à 56,1 € pour Argan (après versement de la Distribution Exceptionnelle) ;
- 20,7 € et 25,2 € avec une valeur centrale égale à 22,8 € pour WDP.

Après prise en compte du versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € par action Argan, ces valeurs conduisent à un rapport d'échange compris entre 2,4x et 2,5x.

Enfin, il convient de rappeler que WDP a procédé à une augmentation de capital significative de 400 M€ le 29 septembre 2026. Celle-ci s'inscrit dans sa stratégie de développement #BLEND&EXTEND2030, dont les objectifs à horizon 2030 nous ont été confirmés. Nous avons procédé à des analyses de sensibilité en modélisant selon différents scénarios les conséquences de cette augmentation de capital sur les valeurs relatives des deux sociétés. Le résultat de ces analyses de sensibilité ne remet pas en cause le rapport d'échange calculé entre 2,4x et 2,5x.

Les conséquences de cette augmentation de capital sont par ailleurs examinées de manière plus détaillée dans le cadre de nos analyses de dilution et de relution présentées ci-après.

2.3.3 Synthèse des valeurs relatives

Les Parties ont mis en œuvre des méthodes d'évaluation adaptées pour Argan et WDP de manière homogène.

Les valeurs relatives obtenues à partir de nos travaux d'évaluation selon une approche multicritère sont globalement cohérentes avec celles déterminées par les Parties et les différences méthodologiques que nous avons relevées ainsi que les analyses complémentaires et de sensibilité que nous avons mises en œuvre ne remettent pas en cause les parités induites ressortant des travaux des Parties.

Nous rappelons que nos travaux ont été principalement réalisés sur la base des informations disponibles à la date d'annonce de la Fusion et ne tiennent pas compte des augmentations de capital réalisées postérieurement à l'annonce de la Fusion par la Société Absorbante. Les impacts potentiels de ces opérations sur le rapport d'échange ont été appréciés au travers d'analyses complémentaires et de sensibilité et leur prise en compte n'est pas de nature à modifier significativement les principaux agrégats ni les parités induites ressortant de nos travaux.

Les résultats de l'analyse multicritère font apparaître deux ensembles d'approches conduisant à des indications de parité différentes comme présentées ci-après :

Tableau 8 - Synthèse des valeurs relatives et des rapports d'échange induits

Méthode d'évaluation	Argan (avant versement de la Distribution Exceptionnelle)	Argan (après versement de la Distribution Exceptionnelle)	WDP	Parité induite (après versement de la Distribution Exceptionnelle)
Approche patrimoniale				
NAV - EPRA NTA (31 décembre 2025 - 30 juin 2026)	91,5 - 93,8	80,5 - 82,8	21,4 - 21,9	3,7x - 3,9x
NAV - EPRA NDV (31 décembre 2025 - 30 juin 2026)	92,7 - 94,8	81,7 - 83,8	21,3 - 21,8	3,7x - 3,9x
Références de marché				
Cours spot (23 juillet 2026)	65,4	54,4	22,7	2,4x
CMPV 1 mois	62,2	51,2	22,2	2,3x
CMPV 60 jours	61,0	50,0	22,1	2,3x
CMPV 3 mois	61,0	50,0	22,2	2,2x
CMPV 6 mois	62,7	51,7	23,1	2,2x
CMPV 12 mois	64,0	53,0	22,5	2,4x
CMPV 24 mois	64,3	53,3	21,9	2,4x
Maximum sur les 12 derniers mois au 23/07/2026	71,1	60,1	26,0	2,3x
Objectif de cours des analystes	72,5 - 77,3	61,5 - 66,0	25,0 - 27,6	2,4x - 2,5x
Méthode analogique				
Multiples ajustés xP/FFO 2026e - 2027e	60,7 - 64,8	49,7 - 53,8	20,5 - 20,6	2,4x - 2,6x
DCF				
DCF	60,5 - 74,3	49,5 - 63,3	20,7 - 25,2	2,4x - 2,5x

Source : Analyses Finexsi

Celles-ci doivent être appréciées au regard de la nature des agrégats sur lesquels elles reposent.

3 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.1 Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable du rapport d'échange

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 au §2, visant à vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions de la Société Absorbée et aux actions de la Société Absorbante.

Dans ce contexte, nous avons :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes, déterminées par référence à une approche multicritère ;
- appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés, à partir notamment :
  - de la revue du plan d'affaires combiné post-fusion établi conjointement par les Sociétés en ce compris :
    - l'analyse détaillée des synergies/dissynergies attendues du rapprochement et de leur chiffrage, incluant l'analyse de l'incidence de l'opération sur les financements de chacun des deux périmètres avec le management des deux groupes ;
    - l'analyse des effets de dilution/relution sur les indicateurs clés de performance par action futurs pour chaque groupe d'actionnaires (EPRA EPS, ANR, dividende et LTV) sur ces bases ;
  - de la prise de connaissance du processus d'identification des clauses d'agrément opérationnelles et financières et des obligations d'information dans le cadre de la Fusion et leur suivi, intégrant l'analyse avec le management des conséquences d'éventuels refus d'agrément de la part des contreparties ; et
  - d'un entretien spécifique avec le management de WDP concernant l'impact de la Fusion sur les conditions de financement du groupe et ses perspectives.

Sur ces bases, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée.

3.2 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange

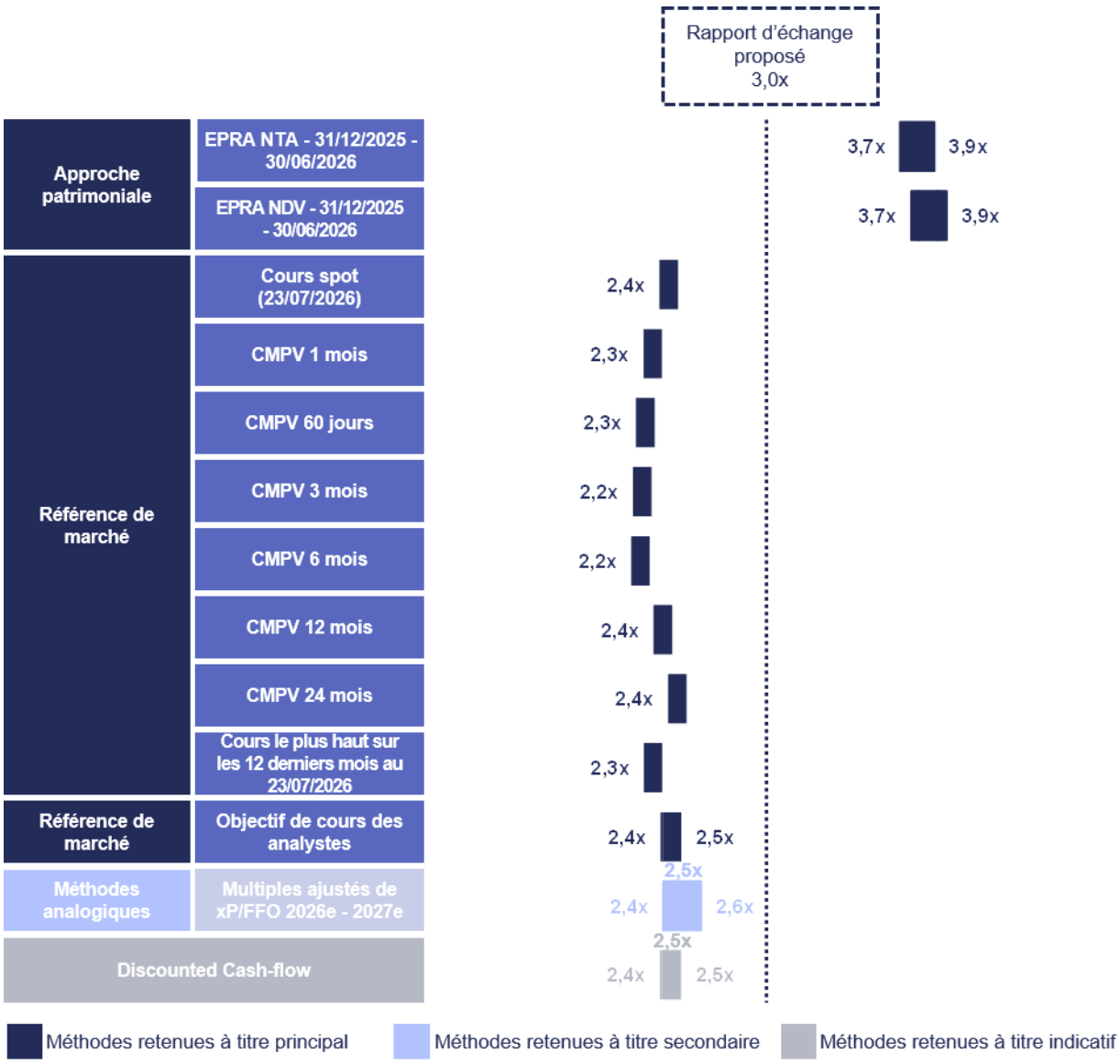
3.2.1 Positionnement du rapport d'échange

Afin d'apprécier la parité retenue par les Parties, nous avons déterminé les valeurs relatives d'Argan et WDP en considérant différents critères d'évaluation adaptés à l'évaluation des sociétés en présence dans le contexte de leur fusion.

En conclusion des analyses présentées en partie 2 du présent rapport, les différents critères mis en œuvre reflètent selon nous une approche multicritère pertinente pour déterminer les valeurs relatives au cas d'espèce.

Nous présentons ci-après les fourchettes de rapport d'échange résultant de nos travaux :

Figure 4 – Positionnement du Rapport d'échange après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11 €



Sources : analyses Finexsi

Dans le cadre de notre appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée, nous notons que le rapport d'échange retenu par les parties est encadré par le résultat des approches retenues à titre principal.

La rémunération proposée se situe à un niveau intermédiaire entre les parités induites par les approches patrimoniales fondées sur les ANR d'une part et par les critères de marché (cours de bourse, objectifs de cours des analystes et multiple d'ANR), corroborés par le DCF, qui tiennent compte des perspectives de croissance d'autre part.

Le rapport d'échange proposé correspond ainsi à l'annulation d'une partie significative de la décote sur ANR observée au niveau du cours de bourse d'Argan.

On doit également relever que les parités présentées supposent le versement, préalablement à la réalisation de Fusion, de la Distribution Exceptionnelle de 11 € par action. Sans cette Distribution Exceptionnelle, la parité résultant de la comparaison des ANR s'établirait dans une fourchette comprise entre 4,2x et 4,5x.

Dès lors que le rapport d'échange retenu est encadré par les valeurs relatives jugées pertinentes, il peut être considéré comme équitable de ce point de vue, étant de plus rappelé qu'il résulte d'une libre négociation entre parties indépendantes.

Pour autant, au-delà de la seule comparaison des valeurs relatives pertinentes, l'appréciation de l'équité implique d'examiner les conséquences de l'opération pour chacun des groupes d'actionnaires à travers notamment l'analyse de l'incidence de la Fusion sur les indicateurs financiers clés.

3.2.2 Analyses des conséquences de la Fusion pour les actionnaires

3.2.2.1 Construction du plan d'affaires combiné

Nous avons analysé l'impact de la Fusion pour les deux groupes d'actionnaires par comparaison entre leur situation résultant des plans d'affaires standalone d'Argan et de WDP avec celle résultant du plan d'affaires de l'ensemble fusionné.

Le plan d'affaires combiné a été préparé conjointement par les Parties, sur la base de la combinaison des deux plans standalone, ajustée afin de tenir compte des principales conséquences financières attendues de la Fusion.

Il intègre notamment le refinancement de certaines dettes d'Argan arrivant à échéance à court terme ainsi que la cession annoncée de 250 M€ d'actifs de WDP considérés comme non stratégiques.

Le plan d'affaires combiné est construit en considérant le modèle de développement de WDP. En complément du recours à la dette, cette dernière procède de manière régulière à des augmentations de capital pour financer son développement, qu'elles soient réalisées en numéraire ou par apport en nature, ou au titre d'option de paiement du dividende en action. Le plan d'affaires du groupe combiné retient par conséquent une structure de financement comparable à la structure actuelle de WDP.

3.2.2.2 Synergies

Les Parties ont par ailleurs annoncé que le rapprochement devrait générer 10 M€ de synergies sur un horizon de 12 mois suivant la réalisation de l'opération, principalement grâce à une optimisation du coût de la dette d'Argan et, dans une moindre mesure, à des gains d'efficacité opérationnelle, notamment liés à la disparition de certains coûts de cotation d'Argan.

Ces synergies financières résultent principalement du bénéfice du meilleur profil de crédit de WDP et de l'accès du groupe combiné à des sources de financement diversifiées. WDP bénéficie en effet actuellement d'une notation A3 chez Moody's ainsi que d'une notation émetteur BBB+ et instrument A- chez Fitch, avec une perspective stable pour les deux agences alors que la notation d'Argan est BBB- chez S&P Global Ratings. Par ailleurs, l'augmentation de capital de 400 M€ réalisée par WDP, le 29 septembre 2026, s'inscrit dans une logique de renforcement de la structure bilantielle[13], ce qui devrait également bénéficier au futur groupe fusionné, en améliorant son profil de crédit pour défendre ses conditions de financement.

[13] Ratio du LTV réduit à 37,1 % et de la nette dette / EBITDA à 6,8x

Au-delà de ces 10 M€ de synergies identifiées, les Parties mettent également en avant plusieurs leviers de développement pour le groupe combiné, notamment une accélération de l'activité de développement dans un contexte où il existe une demande croissante de solutions logistiques intégrées à l'échelle européenne, des opportunités accrues de ventes croisées auprès de leurs clients respectifs ainsi que le déploiement de solutions énergétiques, qui n'ont pas fait l'objet de chiffrage.

Formellement, le plan d'affaires combiné transmis par le management n'intégrait pas les synergies potentielles résultant de la Fusion qui ont fait l'objet d'une évaluation séparée dans un second temps. Celles-ci ont néanmoins bien été prises en compte dans le cadre de nos simulations ayant fait l'objet d'un chiffrage documenté, afin d'apprécier l'incidence de la Fusion sur la situation respective des deux groupes d'actionnaires.

3.2.2.3 Dissynergies financières

Nous nous sommes référés à l'analyse par les Parties des conséquences de la Fusion sur les financements existants d'Argan et de WDP ainsi que les principales clauses susceptibles d'être déclenchées par l'opération.

S'agissant d'Argan, une analyse ligne par ligne des financements susceptibles d'être affectés par le changement de contrôle lié à la Fusion a été réalisée, laquelle a notamment mis en évidence la nécessité d'obtenir des *waivers* bancaires pour maintenir certaines lignes à leurs conditions actuelles.

À la date de notre rapport, le management nous a indiqué que certaines banques avaient donné leurs accords de principe concernant les *waivers*, tandis que d'autres réponses étaient encore en attente. En l'absence d'accord, les financements concernés pourraient devoir être refinancés à des taux supérieurs aux taux historiques applicables actuellement. Cette augmentation du coût de financement des lignes concernées pèserait sur les résultats projetés du groupe combiné et constituerait ainsi une dissynergie financière liée à la Fusion, ce dont nous avons tenu compte.

S'agissant de WDP, la Fusion nécessite l'obtention de certaines adaptations ou dérogations au titre de ses financements existants portant notamment sur la clause de *negative pledge*[14], afin de permettre le maintien des dettes hypothécaires d'Argan existantes, ainsi que sur le niveau de dette pouvant être porté par les filiales. Certains financements peuvent également nécessiter des adaptations au titre d'autres clauses contractuelles. À l'issue de nos échanges avec le management, ces éléments ne devraient toutefois pas avoir d'incidence significative sur les financements de WDP.

Par ailleurs, au 30 juin 2026, cinq actifs du groupe Argan, évalués à 160,6 M€, sur un total de 4.268,8 M€, sont détenus à 60 % par Argan, les 40 % restants étant détenus par une filiale du groupe Carrefour. Une clause de changement de contrôle est prévue contractuellement et pourrait trouver à s'appliquer au cas d'espèce. Dans l'hypothèse où celle-ci serait applicable, elle n'a, à la date de notre rapport, pas encore été invoquée et le management d'Argan n'a reçu aucune indication en ce sens. En tout état de cause, son incidence demeure, selon nos calculs, limitée et n'est pas susceptible de remettre en cause nos analyses ni nos conclusions sur le rapport d'échange.

[14] L'emprunteur s'engage à ne pas donner en garantie certains de ses actifs à d'autres créanciers, sauf exceptions prévues au contrat.

3.2.2.4 Analyses de sensibilité complémentaires

Nous avons également réalisé des analyses complémentaires et des sensibilités additionnelles afin d'apprécier l'incidence, pour les actionnaires, des principaux autres éléments non intégrés dans le plan d'affaires.

Augmentation de capital

Depuis le 23 juillet 2026, WDP a réalisé trois augmentations de capital pour un montant total d'environ 430 M€, dont deux apports en nature de respectivement 6,4 M€ et 23,5 M€, ainsi qu'une augmentation de capital en numéraire de 400 M€.

Le management de WDP nous a confirmé que ces dernières n'avaient pas d'impact sur les objectifs communiqués au marché en termes d'EPS EPRA (résultat net récurrent par action), LTV et dividendes à savoir en 2030 un EPS EPRA d'au moins 2,0 €, un dividende supérieur à 1,60 € par action et un LTV d'environ 40 %. Nous avons néanmoins intégré ces trois augmentations de capital dans nos analyses complémentaires et, s'agissant plus particulièrement de l'augmentation de capital en numéraire de 400 M€, modélisé plusieurs scénarios d'utilisation potentielle des fonds levés, en termes de rythme d'utilisation ou d'incréments d'investissements par rapport à ceux initialement prévus dans le plan d'affaires combiné.

Ces analyses de sensibilité n'ont pas remis en cause les constats et conclusions présentés ci-après. En particulier, ces augmentations de capital n'ont pas d'incidence significative sur nos calculs de relution / dilution sur le bénéfice par action.

Sensibilité sur les taux d'intérêt retenus dans le cadre des dissynergies financières potentielles

Concernant les dissynergies qui portent sur l'éventuel refinancement de certaines lignes de crédit Argan, nous avons réalisé une analyse de sensibilité sur le taux d'intérêt retenu par le management des deux Sociétés, compte tenu du contexte de marché actuel très volatil. Cette analyse vise à apprécier l'incidence d'une variation du coût de refinancement sur les résultats projetés du groupe fusionné, pour les refinancements proches.

Depuis l'annonce de la Fusion et la détermination du rapport d'échange, les marchés sont en effet volatils avec la hausse marquée des taux d'intérêt. Il n'est pas possible de déterminer comment ceux-ci sont susceptibles d'évoluer sur l'horizon des plans d'affaires compte tenu des différentes échéances. Dans ces conditions, nous avons réalisé différentes analyses de sensibilité sur ce paramètre qui ne font pas ressortir d'incidence notable sur les calculs de dilution/relution présentés ci-après, dès lors qu'en fait chacun des deux groupes se trouve impacté par ces évolutions de marché.

3.2.2.5 Conséquences financières de la Fusion pour les actionnaires

Sur la base des plans d'affaires standalone, du plan d'affaires combiné et des synergies et dissynergies estimées par les Parties, nous avons analysé l'impact de la Fusion sur l'horizon des plans d'affaires pour les indicateurs clés évoqués dans le communiqué de presse conjoint du 23 juillet 2026 à savoir :

- L'ANR ;
- Le résultat par action EPRA ;
- Le dividende ;
- Le ratio Loan-To-Value.

Il convient de rappeler que les analyses qui suivent sont basées sur les projections et les estimations, notamment pour ce qui concerne les synergies et dissynergies communiquées par le *management* et présentées ci-avant, qui ont fait l'objet d'une revue critique de notre part, mais sont par nature incertaines.

De plus, les résultats de nos calculs peuvent présenter des différences non significatives par rapport aux chiffres communiqués par WDP, dans la mesure où ces derniers ont été déterminés à une date où le plan d'affaires combiné établi conjointement par les Parties n'était pas disponible.

ANR

Sur la base des données ANR publiées, le Rapport d'Échange conduit à une relution sur l'ANR de 5,9 % pour WDP et une dilution pour Argan de 16,4 % à fin 2026. Nous renvoyons aux analyses présentées au §2.3.2.1 sur l'ANR pour davantage de détails. Il est rappelé que cette situation est la conséquence d'une meilleure valorisation de WDP par le marché si l'on se réfère à son ANR en raison notamment des différences observées entre les deux groupes en matière de profils de croissance, diversification géographique et notation.

En contrepartie, par référence aux cours de bourse précédant l'annonce, le Rapport d'Échange attribue à Argan une valeur par transparence supérieure de 21,1 % à son cours de bourse. Cette valeur traduit une réduction significative de la décote sur ANR constatée sur le marché.

Résultat net récurrent par action (EPRA EPS)

L'EPS EPRA constitue une référence particulièrement pertinente pour comparer deux foncières, car il mesure, selon une méthodologie standardisée, leur capacité à générer un résultat récurrent par action à partir de leur activité immobilière, en neutralisant notamment les variations de valeur du patrimoine et certains éléments non récurrents qui peuvent affecter le résultat IFRS. Il offre ainsi une lecture homogène de la performance opérationnelle et de la rentabilité récurrente pour l'actionnaire, ce qui en fait un indicateur déterminant pour apprécier la performance relative de deux foncières et leur capacité distributive respective.

C'est un indicateur usuel qui fait référence dans le secteur.

Nous présentons ci-après les conséquences de la Fusion en termes de relution / dilution du résultat net récurrent par action résultant de la comparaison des plans d'affaires standalone avec le plan d'affaires combiné de l'entité fusionnée :

Tableau 9 - Analyse de relution / dilution sur l'EPRA EPS pour les actionnaires des deux sociétés

EPRA EPS	2027	2028	2029	2030
Argan	1,8 %	3,3 %	4,2 %	5,5 %
WDP	0,0%	1,2%	1,5%	1,1%

Sources : Plan d'affaires combiné, plan d'affaires Argan, plan d'affaires WDP et analyses Finexsi

Sur ces bases, la Fusion devrait permettre une légère relution du résultat net récurrent par action pour chacun des deux groupes d'actionnaires. Cette situation de légère augmentation des résultats est la conséquence des synergies attendues sur les refinancements à venir. L'analyse montre que cette légère amélioration profite à chacun des deux groupes d'actionnaires compte tenu du rapport d'échange retenu, ce qui traduit une opération équilibrée de ce point de vue et renforce la pertinence du Rapport d'Échange retenu.

Dividende

Les perspectives de dividende constituent également un critère essentiel pour comparer deux foncières, le rendement distribué représentant une composante majeure de la rémunération de leurs actionnaires et parfois un critère d'investissement significatif. L'analyse de sa pérennité et de son potentiel de croissance est importante. Dans ces conditions, la trajectoire attendue du dividende offre une lecture pertinente de l'attractivité relative des deux foncières pour l'actionnaire.

Cela revêt une importance d'autant plus importante au cas d'espèce que les statuts fiscaux des sociétés en présence (SIIC et SIR) imposent des taux de distribution des résultats très élevés.

Nous avons donc examiné les conséquences de l'opération sur les distributions de dividendes en considérant la reconduction des politiques de distribution observées par le passé. Nous attirons toutefois l'attention sur le fait qu'il n'existe pas d'engagement en la matière.

Le résultat de nos analyses se présente de la manière suivante :

Tableau 10 - Analyse de relution / dilution sur le dividende pour les actionnaires des deux sociétés

Dividende	2027	2028	2029	2030
Argan	11,9 %	16,7 %	17,8 %	19,1 %
WDP	0,1 %	1,3 %	1,5 %	1,1 %

Sources : Plan d'affaires combiné, plan d'affaires Argan, plan d'affaires WDP et analyses Finexsi

Toutes choses égales par ailleurs, l'actionnaire de WDP devrait pouvoir bénéficier d'une légère amélioration des dividendes en lien avec l'amélioration observée sur le résultat net récurrent. L'actionnaire d'Argan pourrait bénéficier de distribution plus élevée, dès lors notamment que sur les dernières années WDP présentait un taux de distribution de ses résultats plus élevé.

Loan-To-Value (LTV)

L'évolution du LTV (Loan-to-Value) doit être examinée dans le cadre du rapprochement de deux foncières, car elle permet d'apprécier l'impact de l'opération sur le niveau d'endettement et la structure financière du nouvel ensemble, en ce qu'elle permet d'évaluer la capacité du groupe combiné à absorber une éventuelle baisse de valeur de ses actifs, à préserver ses marges de manœuvre financières et à financer son développement.

Nous avons donc calculé les impacts de la Fusion sur le LTV toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire pour les estimés aux 31 décembre 2026 et 2027 sans réévaluation ou dévaluation des actifs et en tenant compte des évolutions prévues dans les plans d'affaires :

Tableau 11 - Analyse de l'impact de la Fusion sur le ratio LTV pour les actionnaires des deux sociétés

	30-juin-26	31-déc-26 éstimé	31-déc-27 éstimé
Argan standalone	42,1%	41,4%	41,4%
WDP standalone	41,6%	41,1%	41,5%
Entité fusionnée	n.a.	42,4%	42,7%
Ecart Argan / Entité fusionnée	**n.a.**	**1,0 p.p**	**1,2 p.p**
Ecart WDP / Entité fusionnée	**n.a.**	**1,3 p.p**	**1,1 p.p**

p.p = point de pourcentage

Sources : Plan d'affaires combiné, plan d'affaires Argan, plan d'affaires WDP et analyses Finexsi

Toutes choses égales par ailleurs, la Fusion devrait avoir une incidence limitée sur le LTV qui demeurerait autour de 40 % avec une légère augmentation de l'ordre de 1 point pour les actionnaires d'Argan et de WDP.

De plus, depuis l'annonce de l'opération, WDP a procédé à 3 augmentations de capital pour un montant cumulé de 430 M€ avec en particulier l'augmentation de capital de 400 M€ le 29 septembre 2026. Ces augmentations de capital renforcent la structure financière de WDP et réduisent son LTV. Selon les communications de WDP : « *Le produit net de l'augmentation de capital aura un impact pro forma de -4,5 points de pourcentage sur le loan-to-value (de 41,6 % à 37,1 %) et de -0,9x sur la net debt / EBITDA (adjusted) (de 7,7x à 6,8x) sur la base du bilan au 30 juin 2026.* » (Communiqué de presse du 29 septembre 2026).

Cette amélioration de la structure financière de WDP bénéficiera à l'ensemble des actionnaires post fusion, étant rappelé que le LTV d'Argan est supérieur au LTV pro forma de 37,1 % de WDP.

Selon nous, ces augmentations de capital sont illustratives de la capacité de WDP à adapter sa structure financière et maintenir un LTV autour de 40 % conformément à ses objectifs actuels.

Enfin, dans un contexte de hausse des taux, le LTV est exposé à une baisse de valeur des actifs. Cette situation n'est pas propre à la Fusion, chacun des deux groupes y étant exposé indépendamment de celle-ci.

Nous n'identifions donc pas d'effet négatif notable sur la structure financière du groupe du fait de la Fusion. En particulier, les analyses menées en termes de sensibilité à l'utilisation de l'augmentation de capital et aux taux d'intérêts ne remettent pas en cause nos conclusions.

3.2.3 Autres conséquences attendues de la Fusion pour l'actionnaire d'Argan

Au-delà des effets relutifs et dilutifs analysés ci-avant, la Fusion devrait également entraîner les conséquences suivantes pour les actionnaires d'Argan.

La Fusion doit avoir pour conséquences une amélioration de la liquidité du titre, compte tenu de la taille de l'entité combinée, du niveau de flottant (cf. §2.3.2.2). Le niveau de flottant devrait représenter plus de 60 % du capital à l'issue de la Fusion. Les actionnaires d'Argan détiendront par conséquent des titres offrant une meilleure liquidité sur le marché. Elle conduit également les actionnaires d'Argan à détenir des actions d'un groupe dont le titre se négociait, à la date d'annonce de la Fusion, avec une légère prime par rapport à son ANR, alors qu'Argan présentait une décote significative par rapport à son ANR (cf. §2.3.2.1).

Cette situation peut justifier que le Rapport d'Echange soit inférieur à celui résultant de la comparaison des ANR, comme nous l'avons vu.

La Fusion devrait par ailleurs renforcer la capacité d'autofinancement du groupe combiné et lui permettre de bénéficier d'un accès élargi aux différentes sources de financement. Ces éléments, associés à la taille accrue du groupe et à son profil de crédit, contribueront à un coût du capital inférieur à celui dont aurait disposé Argan seul, toutes choses égales par ailleurs.

Enfin, le rapprochement conduit à une diversification accrue de la base de revenus du groupe combiné, notamment sur le plan géographique et locatif, avec une présence dans six pays européens. Cette diversification permet de réduire la concentration du portefeuille et d'élargir les axes de croissance pour l'actionnaire d'Argan.

Pris dans leur ensemble, les résultats de nos travaux sur les valeurs relatives des deux Sociétés, les effets de dilution et de relution ainsi que les conséquences plus qualitatives de la Fusion ne font pas apparaître d'élément de nature à remettre en cause le caractère équitable du Rapport d'Échange retenu.

4 Appréciation du Prix de Retrait proposé

Conformément à l'article L. 236-40 du Code de commerce, les actionnaires d'Argan qui auront voté contre la Fusion, ou dont les droits de vote seraient temporairement suspendus, lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire d'Argan pourront exercer leur droit de retrait sur les actions Argan au Prix de Retrait fixé par les Parties, soit 60,1 € après versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle de 11 € par action.

Selon l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier français, le Prix de Retrait doit être fixé de la façon suivante : « *Selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité* ».

4.1 Approche retenue par les Parties

Le Prix de Retrait de 71,1 €, soit 60,1 € tenant compte du versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 €, a été déterminé par les Parties sur la base d'une évaluation multicritère de l'action Argan fondée sur les méthodes d'évaluation présentées dans l'article 15 du Projet de Traité de Fusion, soit :

- une approche analogique par référence aux décotes moyennes observées au sein d'un échantillon de comparables boursiers sur l'ANR NTA au 30 juin 2026 ;
- la référence au cours de bourse le plus haut sur les 12 derniers mois au 23 juillet 2026 ;
- la référence au CMPV des 3 derniers mois précédant l'annonce sur le titre Argan ;
- la référence au rendement du dividende observé au sein de l'échantillon de comparables boursiers ; et
- une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels d'Argan.

Tableau 12 - Extrait du rapport du Directoire d'Argan

Référence de valorisation	Valeur (€/action)
Décote sur EPRA NTA (30 juin 2026)	82,7
Plus haut cours sur 52 semaines	71,1
CMPV 3 mois	60,9
Rendement du dividende (2026e-2027e)	67,7
Actualisation des flux de trésorerie (DCF)	63,5
Moyenne	**69,2**

Source : rapport du directoire d'Argan

4.2 Appréciation du Prix de Retrait

4.2.1 Diligences effectuées dans le cadre de l'appréciation des modalités retenues pour la détermination du Prix de Retrait

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires pour apprécier le caractère équitable du Prix de Retrait proposé aux actionnaires d'Argan, incluant l'examen des méthodes utilisées par les Parties pour déterminer son montant.

Nous nous sommes appuyés sur les travaux de valorisation présentés du §2.3.2.1 au §2.3.2.5. Sur cette base, nous avons analysé les modalités retenues pour la détermination du Prix de Retrait, notamment au travers :

- de l'examen des méthodes d'évaluation retenues et l'appréciation de leur pertinence dans le contexte ;
- du contrôle de leur correcte mise en œuvre ;
- de la recherche d'éventuels critères alternatifs pertinents conduisant à notre propre évaluation multicritère ;
- de l'analyse des valeurs auxquelles l'ensemble de ces critères conduisent et du positionnement du Prix de Retrait proposé par rapport à celles-ci.

4.2.2 Méthodes retenues dans le cadre de l'appréciation du Prix de Retrait

Pour apprécier le Prix de Retrait, nous nous sommes appuyés sur les valeurs de l'action Argan issues de l'analyse des valeurs relatives, soit :

- une approche patrimoniale par référence aux ANR NTA et NDV d'Argan au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026 ;
- la référence au cours de bourse d'Argan sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur les différentes périodes précédant l'annonce de la Fusion ainsi que la valeur du cours de bourse d'Argan la plus élevée sur 12 mois au 23 juillet 2026 ;
- la référence aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers d'Argan ;
- une approche analogique par référence à un échantillon de sociétés comparables cotées et fondée sur les multiples ajustés de xP/FFO 2026 et 2027 ;
- une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels d'Argan sur la base du plan d'affaires du management et de nos propres paramètres d'évaluation.

Nous examinons chacun de ces critères ci-après en appréciant leur pertinence au regard de l'appréciation du Prix de Retrait.

Nous précisons que par rapport aux dispositions de l'article L.433-4 du Code Monétaire et Financier il n'existe pas de « dernière offre » à laquelle se référer, et qu'il convient donc de rechercher un prix de cession selon une approche multicritère appropriée.

4.3 Positionnement du Prix de Retrait par rapport aux critères examinés

Les chiffres qui suivent tiennent compte du versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle préalablement à la réalisation de la Fusion et sur ses ressources propres, soit un Prix de Retrait net de 60,1 €.

4.3.1 Référence aux ANR NTA et NDV

Par référence aux ANR NTA et NDV d'Argan au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026, la valeur d'une action, après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 €, se situerait dans une fourchette comprise entre 80,5 € et 83,8 €.

Il convient toutefois de relever que ces références de valeur patrimoniale ne correspondent pas à un prix de cession susceptible d'être obtenu par un actionnaire d'Argan, comme le montre notamment la décote de marché extériorisée par le cours de bourse.

De plus, l'analyse des décotes sur ANR observées sur les comparables fait ressortir des disparités importantes limitant, selon nous, la pertinence d'une approche fondée sur une décote moyenne sur ANR.

Dans ces conditions, la référence à l'ANR, pertinente pour apprécier un rapport d'échange, n'est toutefois pas représentative d'une valeur de marché de l'action Argan, et sera présentée à titre indicatif.

4.3.2 Cours de bourse

Le Prix de Retrait s'analyse comme une possibilité offerte à l'actionnaire qui ne souhaiterait pas participer à la Fusion. Il doit donc être apprécié indépendamment des effets de la Fusion, ce qui suppose d'examiner le cours de bourse avant la date d'annonce de celle-ci. Cette nécessité est renforcée par le fait que depuis l'annonce de la Fusion, le cours de bourse d'Argan s'est globalement calé sur celui de WDP en application du rapport d'échange retenu. Le cours de bourse d'Argan n'apparait donc plus, depuis cette date, représentatif d'une valeur de marché standalone.

Le cours de bourse moyen pondéré par les volumes d'Argan sur les différentes périodes précédant l'annonce de la Fusion s'établit entre 50,0 € et 53,3 €, après déduction de la distribution exceptionnelle de 11,0 €.

Le Prix de Retrait offre donc une liquidité à un prix supérieur aux niveaux moyens observés sur le marché et correspondant au plus haut atteint sur les 12 derniers mois.

Le Prix de Retrait étant fixé, il n'est pas soumis aux variations de marché, à la hausse comme à la baisse. Or, l'analyse du cours de bourse subséquemment à l'annonce de la fusion (cf. §2.3.2.2) montre que, si le cours d'Argan a connu dans un premier temps une progression importante du fait de l'annonce le plaçant au-dessus du Prix de Retrait, les marchés ont ensuite connu des évolutions baissières significatives de sorte que le cours d'Argan se situe actuellement en dessous du Prix de Retrait à 68,20 € à la clôture du 15 octobre 2026, soit 57,20 € après déduction de la Distribution Exceptionnelle à verser par Argan, sans pouvoir présumer de l'évolution future des marchés d'ici la mise en paiement du Prix de Retrait.

4.3.3 Objectifs de cours des analystes

Les objectifs de cours des analystes avant annonce de la Fusion et après déduction de la Distribution Exceptionnelle de 11 €, à verser par Argan, s'établissent dans une fourchette de 61,5 € et 66,0 €, avec une moyenne égale à 64,6 €.

Le Prix de Retrait proposé se trouve donc légèrement inférieur au bas de fourchette des objectifs de cours des analystes qui traduisent le potentiel d'appréciation du titre sur les prochains mois.

4.3.4 Multiples ajustés de résultats nets récurrents (xP/FFO) 2026 et 2027

L'approche par les multiples ajustés de résultats nets récurrents (xP/FFO) 2026 et 2027 ajustés de la croissance fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 49,7 € et 53,8 € par action.

Le Prix de Retrait est supérieur à ces valeurs de marché qui tiennent compte des perspectives de croissance des sociétés foncières.

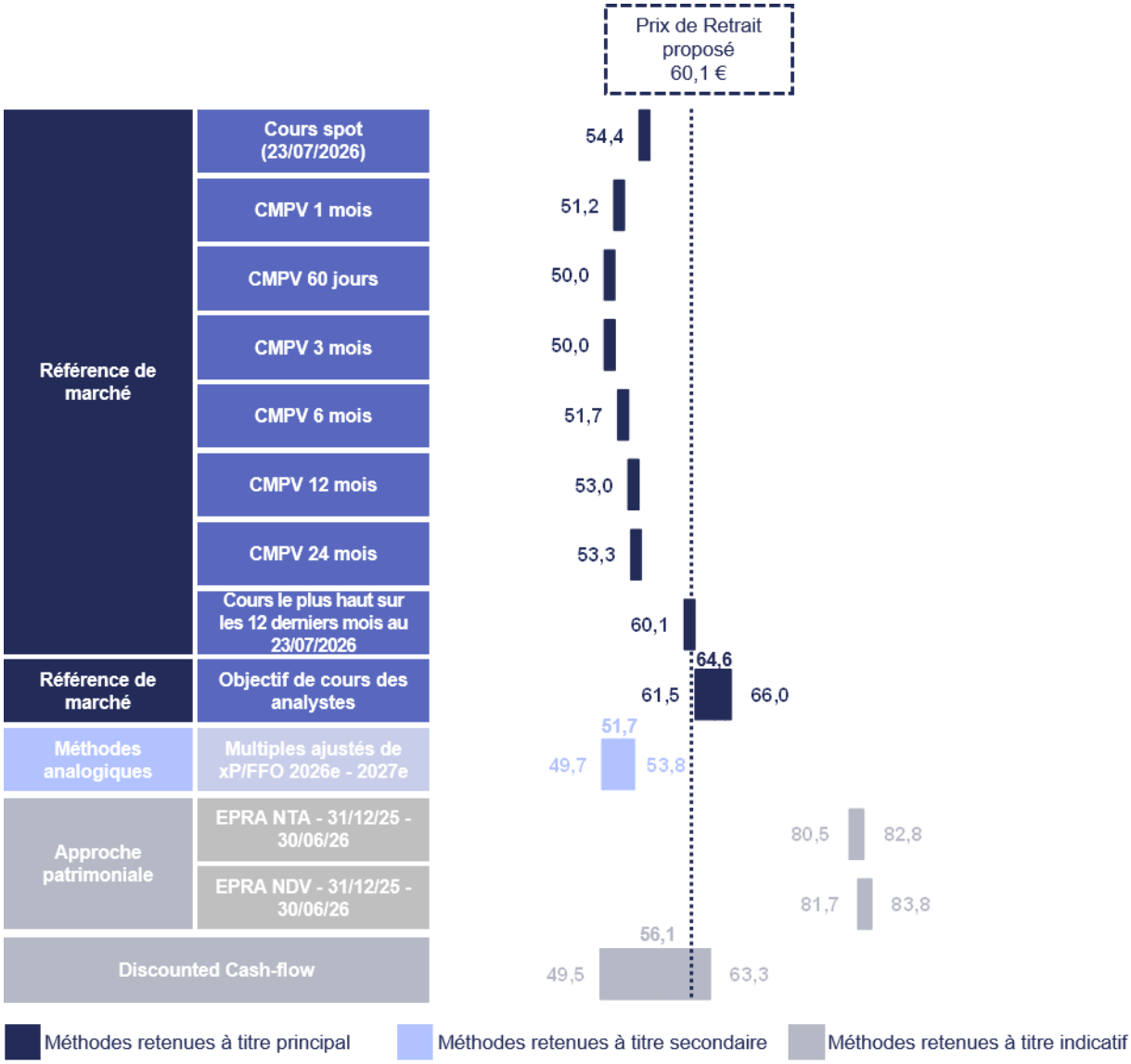
4.3.5 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Le Prix de Retrait ajusté de la Distribution Exceptionnelle se situe dans le haut de fourchette de la valeur intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels d'Argan, soit entre 49,5 € et 63,3 € par action.

4.3.6 Synthèse

Nous présentons ci-après le positionnement du Prix de Retrait par rapport aux valeurs issues de nos travaux :

Figure 5 – Positionnement du Prix de Retrait (après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11 €) par rapport aux résultats de l'application de nos méthodes d'évaluation



Sources : analyses Finexsi

Le Prix de Retrait se situe au-dessus des cours de bourse moyens précédant l'annonce de la Fusion et encadré par les résultats des critères des objectifs de cours (légèrement supérieurs) et des multiples de marché du résultat net récurrent (inférieurs). Il se trouve par ailleurs inférieur à l'ANR qui n'est cependant pas représentatif d'un prix de cession pour l'actionnaire.

De plus, il convient de relever que les 3 critères examinés à titre principal et secondaire reposent sur des données de marché observées à la date de l'annonce et qui se sont dégradées depuis, ce dont ne tiennent pas compte les analyses et constats présentés ci-dessus.

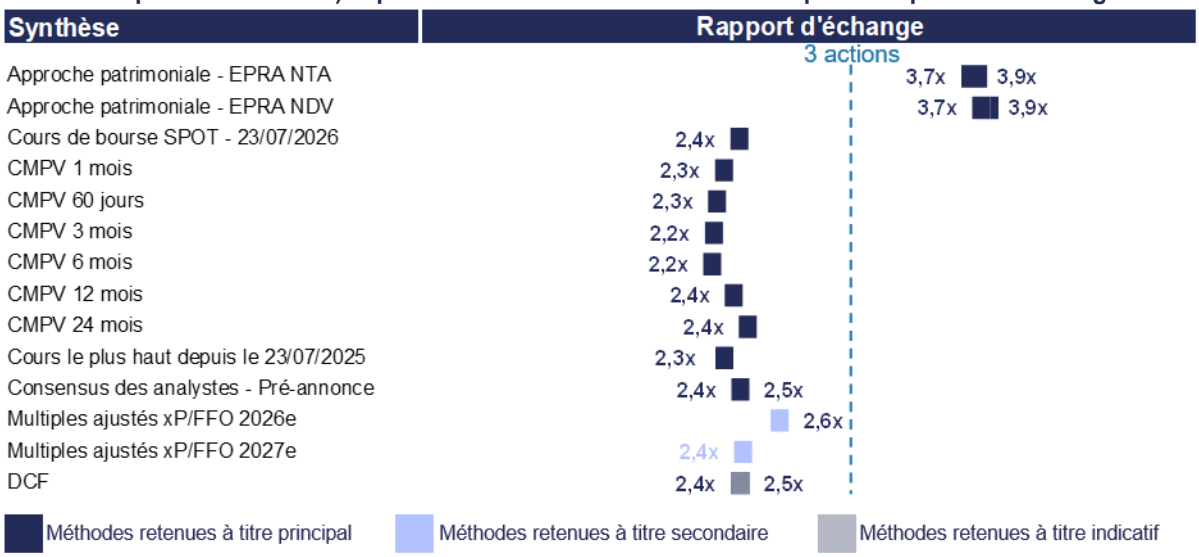
Sur la base des analyses conduites, le Prix de Retrait apparait approprié et justifié.

5 Synthèse – points clés

Sur le Rapport d'Échange

Afin d'apprécier le rapport d'échange proposé de 3 actions WDP pour 1 action Argan, après prise en compte du versement par Argan, préalablement à la réalisation de la Fusion, de la Distribution Exceptionnelle prélevée principalement sur les primes d'apport et d'émission, nous avons examiné son positionnement par rapport aux valeurs relatives pertinentes puis nous avons apprécié les conséquences de la Fusion pour les actionnaires de chacune des deux Sociétés.

Figure 6 - Synthèse du positionnement des valeurs relatives (après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11 €) exprimé en nombre d'actions à émettre par WDP pour 1 action Argan



Sources : Analyses Finexsi

Préalablement à l'analyse du positionnement du Rapport d'Échange, il convient de préciser que les modalités de la Fusion, et en particulier le Rapport d'Échange, résultent d'une libre négociation entre parties indépendantes à l'issue d'un processus compétitif mené par les représentants d'Argan.

Le Rapport d'Échange proposé correspond à une parité intermédiaire entre celles résultant de la comparaison des valeurs patrimoniales fondées sur les ANR et celles issues de la comparaison des cours de bourse. À l'annonce de la Fusion, le cours de bourse d'Argan présentait une décote significative sur son ANR publié alors que la capitalisation boursière de WDP s'établissait proche de celui-ci. Le Rapport d'Échange intermédiaire proposé traduit pour l'actionnaire d'Argan une réduction significative de la décote observée sur le cours de bourse et une relution de l'ANR par action pour l'actionnaire de WDP.

Les autres approches d'évaluation comparatives mises en œuvre, à savoir les objectifs de cours des analystes, les multiples du résultat net récurrent ajustés de la croissance et le DCF, corroborent le rapport d'échange issu des cours de bourse et renforcent ainsi la pertinence de cette référence.

Le Rapport d'Échange correspond donc à une parité intermédiaire encadrée par la comparaison de valeurs relatives pertinentes. Il apparait équitable de ce point de vue.

Il convient en outre d'examiner également les conséquences de la Fusion sur la situation future des deux groupes d'actionnaires.

Sur la base des prévisions établies de manière homogène par les managements des deux groupes, la Fusion devrait présenter un caractère légèrement relutif sur le bénéfice par action pour les actionnaires de WDP et d'Argan (de l'ordre de 0 à 3 % sur les deux prochaines années et potentiellement davantage ensuite pour les actionnaires d'Argan). Cette relution est la conséquence des synergies nettes des dissynergies attendues. En particulier, les financements et refinancements futurs d'Argan devraient profiter après la Fusion de la meilleure note de crédit de WDP. Le fait que chacun des deux groupes d'actionnaires doit bénéficier des synergies avec une légère relution du bénéfice par action conforte le caractère équitable du rapport d'échange.

En matière de distribution de dividendes, on observe sur les dernières années un taux de distribution plus élevé côté WDP. En conséquence, toutes choses égales par ailleurs, l'actionnaire d'Argan pourrait bénéficier de distributions par action plus élevées, sans que cela affecte l'actionnaire de WDP compte tenu du caractère légèrement relutif de l'opération attendu sur le bénéfice par action.

Toutes choses égales par ailleurs, la Fusion en tant que telle ne doit pas avoir d'incidence significative sur le LTV (impact limité de l'ordre de 1 point de pourcentage), et donc la structure financière. Cette remarque ne présume toutefois pas de l'évolution du LTV qui résulterait des conditions de marché auxquelles les deux groupes sont exposés de manière similaire. À cet égard, on doit relever que WDP vient de renforcer sa structure financière avec une augmentation de capital significative de 400 M€, ce dont bénéficieront l'ensemble des actionnaires du groupe fusionné.

Les constats qui précèdent sur les conséquences de la Fusion sur les indicateurs clés ne sont pas remis en cause par les analyses de sensibilité que nous avons effectuées notamment sur l'évolution des taux d'intérêt qui concerne les deux groupes ou sur les éventuelles incidences des augmentations de capital récentes de WDP sur son plan d'affaires.

Par ailleurs, on peut relever que la Fusion s'inscrit dans la stratégie de développement de WDP et permet à l'actionnaire d'Argan d'accéder dans la classe d'actif choisie (i.e. des entrepôts logistiques premium) à un groupe d'une taille significativement plus importante, davantage diversifié géographiquement, avec des ambitions de développement fortes sur les prochaines années. Au niveau boursier, il devrait bénéficier d'une plus grande liquidité de son titre, ne serait-ce que grâce à l'importance du flottant du nouvel ensemble fusionné.

En conséquence de ces constats et analyses, le Rapport d'Échange proposé de 3 actions WDP pour 1 action Argan, compte tenu du versement par Argan de la Distribution Exceptionnelle préalablement à la réalisation de la Fusion, apparait équitable pour l'actionnaire d'Argan.

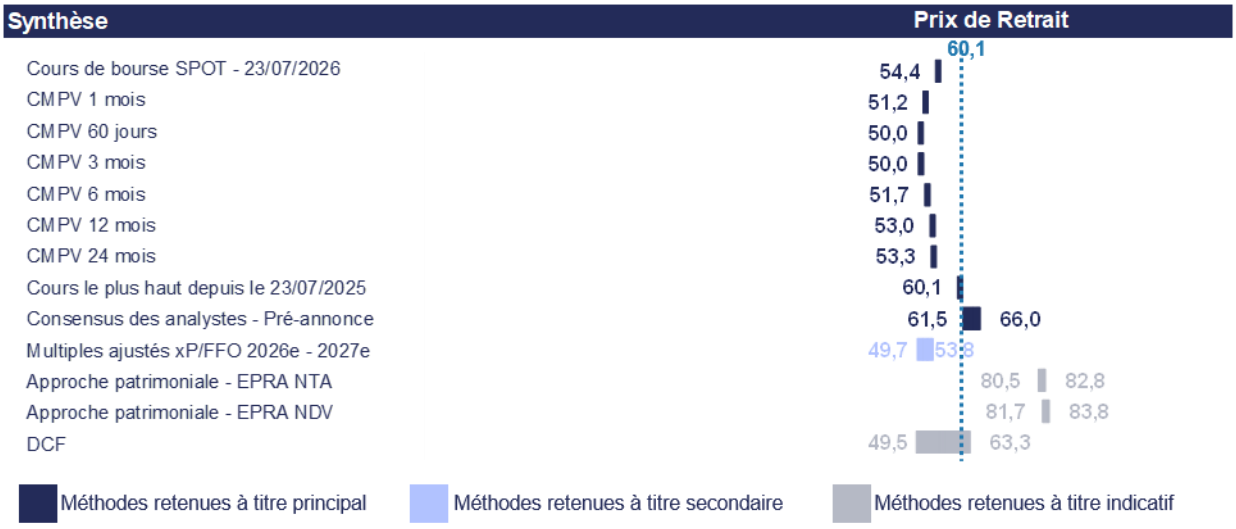
Sur le Prix de Retrait

En préambule, rappelons que le Prix de Retrait est une alternative prévue par la loi offerte aux actionnaires qui voteraient contre la Fusion transfrontalière. Il vise à leur offrir un prix de cession correspondant à une valeur de marché.

Le Prix de Retrait s'adressant à des actionnaires défavorables à la Fusion, celui-ci ne peut pas intégrer les conséquences de celle-ci, ce qui implique de se référer à des valeurs *standalone* d'Argan et considérer des paramètres de marché qui ne sont pas affectés par l'annonce de la Fusion.

Dans ce cadre, nous nous sommes référés aux travaux conduits pour l'appréciation du Rapport d'Échange. Les résultats de notre approche multicritère se présentent comme suit :

Figure 7 - Synthèse du positionnement du Prix de Retrait (après versement de la Distribution Exceptionnelle de 11 €)



Sources : Analyses Finexsi

L'analyse du flottant et de la liquidité du titre Argan montre que son cours est représentatif et constitue une référence pertinente.

Le Prix de Retrait fixé par les Parties correspond en fait au cours de bourse le plus élevé sur les 12 mois précédant l'annonce en date du 23 juillet 2026, c'est-à-dire un prix de 71,1 € par action avant versement de la Distribution Exceptionnelle de 11,0 € par action, soit un prix de 60,1 € par action après le versement de la Distribution Exceptionnelle préalablement à la réalisation de la Fusion. Il extériorise une prime de +8,7 % par rapport au dernier cours de bourse avant annonce de la Fusion et de +16,6 % par rapport à la moyenne usuelle des 60 jours.

En se référant aux cours précédant l'annonce de la Fusion, il n'intègre pas l'évolution négative subséquente des marchés financiers, ce qui est favorable à l'actionnaire d'Argan.

Il est encadré par le résultat des autres critères examinés, en se situant légèrement en dessous du bas de fourchette des objectifs de cours des analystes, au-dessus de celle issue des multiples du résultat net récurrent et dans la fourchette haute du DCF.

Il est en revanche inférieur aux ANR publiés d'Argan présentés ici à titre indicatif. En effet, les ANR publiés ne sont pas nécessairement représentatifs de valeurs de marché compte tenu des décotes ou primes de marché observées sur les cours de bourse des sociétés comparables ou les transactions comparables. À cela s'ajoute que la disparité des décotes observées rend le recours à une moyenne peu signifiante. Pour ces raisons, la référence à l'ANR publié ou à un multiple d'ANR n'apparait pas pertinente dans l'appréciation du Prix de Retrait, dans le contexte d'une opération de ce type.

Sur la base de nos travaux, incluant l'examen et la mise en œuvre des critères d'évaluation que nous avons estimés adéquats, le Prix de Retrait apparait justifié dans le contexte de la Fusion.

6 Conclusion

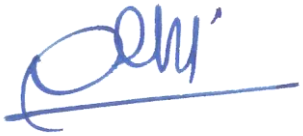
Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que :

- le Rapport d'Échange de 3 actions WDP pour 1 action Argan après la Distribution Exceptionnelle de 11 € par action, arrêté par les Parties, présente un caractère équitable ;
- le Prix de Retrait arrêté par les Parties de 71,10 €, soit 60,10 € après la Distribution Exceptionnelle de 11,00 €, résulte de critères d'évaluation que nous avons estimé adéquats et apparait justifié dans le contexte de la Fusion.

Fait à Paris, le 19 octobre 2026

Finexsi - Expert & Conseil Financier

Le Commissaire à la fusion



Olivier PERONNET

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie Régionale de Paris