



ALSTOM S.A.

48, rue Albert Dhalenne
93400 Saint-Ouen
RCS de Bobigny n° 389 058 447

**Apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS
consenti par la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS
au profit de la société ALSTOM SA**

**Rapport du Commissaire à la scission
sur la valeur de l'apport**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Bobigny du 16 novembre 2017*



**Apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS
consenti par la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS
au profit de la société ALSTOM SA**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Bobigny en date du 16 novembre 2017, concernant l'apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS détenus par la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS au profit de la société ALSTOM SA, nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu par l'article L.225-147 du Code de commerce.

Nous rendons compte de notre avis sur la rémunération de cet apport dans un rapport distinct.

La valeur de l'apport a été arrêtée dans le projet de traité d'apport partiel d'actif signé par les représentants des sociétés concernées en date du 17 mai 2018.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la réalité et la valeur de l'apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport, augmentée de la prime d'émission.

Notre rapport, prévu par les dispositions du Code de commerce, est à destination des personnes visées par la loi française. Il répond aux exigences de cette réglementation. Par ailleurs, notre rapport ne dispense pas de la lecture de l'ensemble de la documentation publique d'ores et déjà disponible ou mise à disposition dans le cadre du présent apport.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du 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.

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

Nos constatations et conclusions sont présentées, ci-après, selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport
2. Diligences et appréciations de la valeur de l'apport
3. Synthèse - Points clés
4. Conclusion



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

L'opération soumise à votre approbation consiste en l'apport, par la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS, de la totalité des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS au profit de la société ALSTOM SA.

1.1 Contexte de l'opération

Le groupe ALSTOM (ci-après « le groupe ALSTOM » ou « ALSTOM ») est un leader mondial dans le secteur du transport ferroviaire. Il exerce son activité dans le monde entier et offre à ses clients une gamme complète de solutions, y compris du matériel roulant, des systèmes, des services et des appareils de signalisation pour le transport ferroviaire de passagers et de fret adaptés aux villes, aux régions et aux pays qu'ils desservent.

ALSTOM SA (ci-après « ALSTOM SA » ou « la Société ALSTOM »), dont les actions sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris, est la société mère du groupe ALSTOM.

Au titre de l'exercice clos au 31 mars 2018, le chiffre d'affaires consolidé d'ALSTOM s'élève à 8 Mds€ et son résultat d'exploitation (EBIT) consolidé ajusté¹ à 514 M€. Au 31 mars 2018, le groupe ALSTOM emploie environ 34.500 salariés à travers le monde et son carnet de commandes à cette date s'élève à 34,2 Mds€.

Le groupe SIEMENS (ci-après « le groupe SIEMENS » ou « SIEMENS ») est un groupe international d'origine allemande spécialisé en hautes technologies et qui est principalement présent dans les secteurs de l'industrie, de l'énergie, de la santé et des transports.

SIEMENS AG (ci-après « SIEMENS AG » ou « la Société SIEMENS »), dont les actions sont admises à la négociation sur le marché réglementé de la Deutsche Börse, est la société mère du groupe SIEMENS.

Au titre de l'exercice clos au 30 septembre 2017, le chiffre d'affaires consolidé de SIEMENS s'élève à 83 Mds€ et son résultat d'exploitation consolidé à 8,3 Mds€. Au 30 septembre 2017, le groupe SIEMENS emploie environ 372.000 salariés à travers le monde.

¹ Conformément au Document de référence d'ALSTOM 2016/2017, le résultat d'exploitation ajusté, ou EBIT ajusté, correspond au « *résultat d'exploitation ajusté des éléments suivants : coûts nets de restructuration et de rationalisation, dépréciation des actifs incorporels et corporels, plus ou moins-values ou réévaluations de titres sur cessions de titres ou dans les cas de changement de contrôle, tout élément non récurrent comme des coûts encourus ou des dépréciations d'actifs évalués dans le cadre de regroupements d'entreprise, ainsi que des charges liées à des procédures judiciaires n'entrant pas dans le cadre normal des affaires* ».



La division *Mobility* du groupe SIEMENS propose, au niveau mondial, un portefeuille complet de produits et de services dans les domaines ferroviaire et routier².

L'activité apportée à la Société ALSTOM correspond aux divisions regroupant (i) le Matériel Roulant et les systèmes de Signalisation (« MO Division »), (ii) les infrastructures, composants et engrenages ferroviaires (ces deux métiers faisant partie de la division « Siemens Process Industries and Drives Division » « PD ») et, (iii) les activités de Services (maintenance) portées par la sous-division « Traction Drives » ou « TD », et rattachées à la division « Siemens Digital Factory » ou « DF », ainsi que certaines activités de services assurées par les fonctions centrales et/ou les fonctions de services partagés. L'activité apportée est désignée ci-après l'« activité Mobilité de SIEMENS » ou l'« activité Mobilité ».

Au 30 septembre 2017, l'activité Mobilité de SIEMENS compte 27 sites de production (dont 85% dans des pays industrialisés) et emploie 30.453 salariés. A cette date, elle affiche un carnet de commandes (« Backlog ») de 26,6 Mds€ et son chiffre d'affaires s'élève à 8,1 Mds€.

La Société SIEMENS clôture son exercice social le 30 septembre de chaque année et publie des comptes consolidés établis conformément au référentiel IFRS applicable dans l'Union Européenne.

En date du 26 septembre 2017, ALSTOM SA et SIEMENS AG ont conclu un protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) concernant un projet de rapprochement entre ALSTOM et l'activité Mobilité de SIEMENS (i.e., l'activité Mobilité de SIEMENS, en ce compris son activité de traction ferroviaire).

Cette opération de rapprochement (ci-après « la Transaction ») a été annoncée publiquement le 26 septembre 2017 par un communiqué de presse commun qui précise que le nom de la nouvelle entité sera SIEMENS ALSTOM.

L'objectif de cette Transaction est de créer un « *champion européen de la mobilité* » dont le chiffre d'affaires proforma combiné s'établirait à 15,6 Mds€ selon les informations issues des états financiers au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2017 pour l'activité Mobilité et du compte de résultat d'ALSTOM sur 12 mois au 30 septembre 2017.

² Intégrant notamment le matériel roulant pour les grandes lignes et les réseaux, les systèmes d'automatisation et d'aide à la conduite, la signalisation, l'électrification des réseaux ainsi que les technologies de développement des infrastructures liées.



La Transaction sera réalisée conformément au contrat intitulé Accord de Rapprochement (*Business Combination Agreement* ou BCA) signé le 23 mars 2018, par le biais de deux apports de titres de trois sociétés du groupe SIEMENS, détenant indirectement et conjointement l'activité Mobilité de SIEMENS, et effectués par deux filiales de la Société SIEMENS au bénéfice de la Société ALSTOM :

- l'apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS par SIEMENS FRANCE HOLDING SAS (ci-après l'« Apport Français »), qui fait l'objet du présent rapport ainsi que d'un rapport distinct concernant notre appréciation de la rémunération de l'apport ;
- l'apport des titres des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL (ci-après l'« Apport Luxembourgeois »), pour lequel FINEXSI a également été désigné commissaire à la scission et qui fait l'objet de rapports séparés de notre part.

Ces deux apports de titres (ci-après ensemble « les Apports ») ont été placés sous le régime juridique des scissions et seront concomitants.

Dans le cadre de la Transaction, les actionnaires d'ALSTOM recevront deux distributions exceptionnelles de réserves et/ou primes :

- une « Distribution A », supportée économiquement par SIEMENS de 4 € par action ALSTOM (représentant un montant total d'environ 0,9 Md€) qui sera versée pour chaque action ALSTOM existant au dernier jour ouvré précédant la Date de Réalisation de la Transaction ; et
- une « Distribution B » d'un montant global ne pouvant excéder 881 M€ (plafonné à 4 € par action ALSTOM en circulation au dernier jour ouvré précédant la Date de Réalisation de la Transaction) au titre des produits qui seront perçus suite à l'exercice des options de vente d'ALSTOM dans les co-entreprises avec General Electric³.

³ ALSTOM a annoncé dans un communiqué du 10 mai 2018 avoir signé un accord avec General Electric relatif à la sortie d'ALSTOM des co-entreprises (JV Renewables, JV Grid et JV Nuclear). La réalisation de la cession de ces 3 participations devrait intervenir le 2 octobre 2018 pour un montant total de 2.594 M€.



1.2 Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1 ALSTOM SA, société bénéficiaire

ALSTOM SA est une société anonyme de droit français dont le capital social au 31 mars 2018 s'élève à 1.555.473.297 € divisé en 222.210.471 actions ordinaires d'une valeur nominale de 7 € chacune, toutes intégralement libérées et de même catégorie. Les actions ALSTOM SA sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris (ISIN : FR0010220475).

Les statuts de la Société ALSTOM en vigueur à la date du projet de traité d'apport partiel d'actif confèrent un droit de vote double à toute action entièrement libérée et détenue au nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire. La suppression de ces droits de vote double est prévue à la Date de Réalisation dans le cadre de la Transaction.

Selon l'annexe 1.2(F) du projet de traité d'apport partiel d'actif, le capital de la Société ALSTOM au 31 mars 2018, et sur une base totalement diluée, est détenu à hauteur de 27,4% par BOUYGUES, 1,1% par les salariés du Groupe, 32,9% par des investisseurs institutionnels et 36,5% par le public.

A cette même date, le nombre d'actions de la Société ALSTOM susceptibles d'être émises dans le cadre de l'exercice des instruments dilutifs représente 4.882.060 d'actions, soit 2,1% du capital sur une base totalement diluée. Le capital de la Société ALSTOM est susceptible d'évoluer entre la date des Apports et la Date de Réalisation du fait de l'émission de nouvelles actions dans le cadre des plans d'attribution de stock-options, d'actions de performance et d'actions gratuites.

Le siège social est situé au 48 rue Albert Dhalenne, Saint-Ouen (93400), France. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 389 058 447.

Son objet social, tel qu'il ressort de l'Article 3 de ses statuts, est le suivant :

- *« la réalisation de toutes opérations industrielles, commerciales, maritimes, financières, mobilières, immobilières, en France et à l'étranger, et notamment dans les domaines suivants : énergie, transmission et distribution d'énergie, transports, équipements industriels, construction et réparation navale, ingénierie et conseil, étude de conception et/ou de réalisation et entreprise générale de tous travaux publics ou particuliers et de tous ouvrages ; et plus généralement, toutes activités connexes ou complémentaires des précédentes ;*



- *la participation de la société, par tous moyens, directement ou indirectement, dans toutes opérations pouvant se rattacher à son objet par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, de souscription ou d'achat de titres ou droits sociaux, de fusion ou autrement, de création, d'acquisition, de location, de prise en location-gérance de tous fonds de commerce ou établissements ; la prise, l'acquisition, l'exploitation ou la cession de tous procédés et brevets concernant ces activités ;*
- *et généralement, toutes opérations industrielles, commerciales, financières, civiles, mobilières ou immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou à tout objet similaire ou connexe.*

La société pourra, en outre, prendre un intérêt, sous quelque forme que ce soit, dans toutes entreprises ou dans les organismes, français ou étrangers ».

La Société ALSTOM clôture son exercice social le 31 mars de chaque année et publie des comptes consolidés établis conformément au référentiel IFRS applicable dans l'Union Européenne.

1.2.2 SIEMENS FRANCE HOLDING SAS, société apporteuse

SIEMENS FRANCE HOLDING SAS est une société par actions simplifiée qui a été constituée le 14 septembre 1992. Son siège social est situé 40 avenue des Fruitières, 93527 Saint-Denis Cedex. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 388 548 091.

Son exercice social débute le 1^{er} octobre et s'achève le 30 septembre de chaque année.

Son objet social, tel qu'il ressort de l'Article 2 de ses statuts, est le suivant :

- *« la prise de participations dans toute société ou entité juridique avec ou sans personnalité morale, quels que soient leurs objets, notamment l'acquisition et la souscription de toutes actions, obligations, parts sociales et d'intérêts, de tous titres et valeurs mobilières, ainsi que l'aliénation et la gestion de ces titres ou valeurs ;*
- *toutes opérations financières, administratives et/ou commerciales au profit et/ou relatives à ces participations ;*
- *la réalisation de prestations de conseils et de services à caractère administratif, financier et commercial au profit de ces participations ;*
- *et plus généralement, toutes opérations permettant le développement et le maintien de l'objet social ci-dessus défini ».*



1.2.3 SIEMENS MOBILITY SAS, société dont les titres sont apportés par SIEMENS FRANCE HOLDING SAS

SIEMENS MOBILITY SAS est une société par actions simplifiée à associé unique de droit français. Son siège social est situé 150 avenue de la République, 92323 Châtillon. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 833 751 431.

Son objet social est principalement le suivant : la recherche, le développement, l'ingénierie, la commercialisation, la distribution, la production et la maintenance de produits, systèmes, équipements et solutions dans le secteur de la mobilité, en particulier dans les domaines de l'électrification, l'automatisation et la digitalisation, ainsi que la fourniture de tous services connexes.

1.2.4 Liens entre les sociétés

A la date du présent rapport, il n'existe aucun lien en capital entre la Société ALSTOM (société bénéficiaire de l'apport), d'une part, et SIEMENS FRANCE HOLDING SAS (société apporteuse) et SIEMENS MOBILITY SAS (société dont les titres sont apportés), d'autre part.

1.3 Description de l'Apport Français

Les modalités de réalisation de la présente opération d'apport (l'Apport Français), qui sont présentées de façon détaillée dans le projet de traité d'apport partiel d'actif signé par les parties le 17 mai 2018, peuvent se résumer comme suit :

1.3.1 Régime juridique

Sur le plan juridique, l'apport est soumis au régime des scissions prévu aux dispositions des articles L. 236-1 à L. 236-6 et L. 236-16 à L. 236-21 du Code de commerce français, avec exclusion de solidarité.

1.3.2 Régime fiscal

En application de l'article 810-I du Code général des impôts, la société bénéficiaire de l'apport sera redevable d'un droit d'enregistrement fixe de 500 €.

En ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, les titres apportés représentant plus de 50% du capital de SIEMENS MOBILITY SAS, l'Apport Français sera assimilé à l'apport d'une branche complète d'activité au sens de l'Article 210 B du Code général des impôts, et les parties ont placé l'opération sous le régime fiscal de faveur des fusions.



1.3.3 Date de Réalisation de l'opération

La Société ALSTOM sera propriétaire des titres apportés par SIEMENS FRANCE HOLDING SAS à compter du jour de la réalisation définitive de l'opération, sous réserve des termes et conditions du projet de traité d'apport partiel d'actif et de la réalisation concomitante de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois ainsi que l'émission, en contrepartie des Apports, des actions et bons de souscription d'actions (« BSA ») ALSTOM.

Sur les plans comptable et fiscal, les parties sont convenues que l'apport des titres prendra effet à la Date de Réalisation de l'opération (ci-après la « Date de Réalisation»). Celle-ci interviendra à la date définie par l'article 11.(A) du projet de traité d'apport partiel d'actif, sous réserve de la réalisation de l'ensemble des autres conditions suspensives mentionnées ci-après. Cette date sera :

- le premier jour ouvré du mois qui suit le mois au cours duquel interviendra la date de remise des déclarations sur le besoin en fonds de roulement et la dette nette d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS, dans le cas où celle-ci intervient au plus tard le 14^{ème} jour dudit mois, ou
- le premier jour ouvré du 2^{ème} mois qui suit le mois au cours duquel interviendra la date de remise des déclarations sur le besoin en fonds de roulement et la dette nette d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS, dans le cas où celle-ci intervient après le 14^{ème} jour dudit mois.

La date de levée (ou de renoncement, lorsque cela est permis) des conditions suspensives, autres que celles relatives à la nouvelle gouvernance d'ALSTOM qui interviendront à la Date de Réalisation (cf. conditions suspensives présentées ci-dessous), est appelée la « Date de Levée des Conditions Suspensives ».

Le dernier jour du trimestre précédant le mois de la Date de Levée des Conditions Suspensives est appelé la « Date de Détermination » et correspond à la date où le montant définitif de l'apport sera déterminé.

1.4 Conditions suspensives

Conformément à l'article 10 et aux annexes 10.1 à 10.3 du projet de traité d'apport partiel d'actif, la présente opération est soumise à la réalisation (ou, au renoncement, lorsque cela est permis) des conditions suspensives suivantes :

- autorisation du Ministère de l'Economie et des Finances relative à l'investissement de SIEMENS en France ;
- approbation par l'assemblée générale des actionnaires d'ALSTOM SA du projet de traité d'apport partiel d'actif ainsi que de l'émission d'actions et de BSA en rémunération des apports, et du versement de la Distribution A et de la Distribution B ;



- autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration d'ALSTOM SA d'émettre les actions et BSA en rémunération des apports ainsi que de réaliser la Distribution A et la Distribution B ;
- délégation de pouvoir de l'assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration d'ALSTOM SA pour constater la levée des conditions suspensives ;
- approbation de l'annulation des droits de vote double par l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double d'ALSTOM SA ;
- approbation par l'assemblée générale des actionnaires d'ALSTOM SA de la modification des statuts et de la nomination de nouveaux membres au Conseil d'administration ;
- décision de dérogation de l'Autorité des Marchés Financiers (confirmation que la détention par SIEMENS du capital et des droits de vote d'ALSTOM SA, à l'issue de la Transaction, ne déclenchera aucune obligation pour SIEMENS AG de lancer une offre publique obligatoire visant les actions ALSTOM SA non détenues). Cette décision ne devra pas avoir été contestée pendant le délai d'appel prévu ou, s'il est fait appel de la décision, l'appel doit avoir été rejeté par une décision finale non susceptible d'appel de la Cour d'appel de Paris ;
- obtention (notamment du fait de l'expiration du délai applicable) des autorisations réglementaires, en particulier de la part des autorités de la concurrence de l'Union Européenne, des Etats-Unis, de la Chine, du Brésil, du Canada, de la Russie, de l'Afrique du Sud, du Mexique, d'Israël, de la Suisse, du Chili, de l'Australie, de l'Inde et de Taïwan ;
- obtention des autorisations réglementaires énumérées dans l'annexe 6.1.3 (i) (b) de l'Accord de Rapprochement (*Foreign Investment Review Board* pour l'Australie, *Foreign Strategic Investment Law* pour la Russie, *CFIUS* pour les Etats-Unis) ;
- ALSTOM et SIEMENS devront s'être conformés à leurs engagements prévus dans les clauses 10.1 à 10.4 de l'Accord de Rapprochement relatives à la gouvernance de SIEMENS ALSTOM⁴ ;
- les déclarations et garanties usuelles d'ALSTOM et de SIEMENS mentionnées respectivement au paragraphe 1.5 des Annexes 12.2 et 12.1 de l'Accord de Rapprochement sont exactes et sincères ;
- les actions ALSTOM SA émises en rémunération des Apports Français et Luxembourgeois ne devront pas représenter moins de 50% du capital d'ALSTOM SA après réalisation de la Transaction (et 50,67% du capital d'ALSTOM SA à la Date de Détermination), et être admises aux négociations sur Euronext Paris ;
- la réalisation du détournement de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS, telle que décrite plus en détail au paragraphe 5.1.1 du Document E aura eu lieu.

⁴ Composition et fonctionnement du Conseil d'administration, Présidence, Comités du Conseil d'administration et modification des statuts.



1.5 Détournage préalable de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS

L'activité Mobilité de SIEMENS n'étant pas détenue par un sous-groupe distinct au sein du groupe SIEMENS, un processus de détournage est en cours de réalisation afin de séparer cette activité des autres activités conformément aux stipulations de l'Accord de Rapprochement.

Le détournage effectué localement dans les différents pays concernés, dont la France, donne lieu à l'établissement de Contrats Locaux de Cession d'Actifs dans le cadre de transfert d'actifs et de passifs rattachés à cette activité, et de Contrats Locaux de Cession de Titres dans le cas de transfert de titres.

Ce détournage consiste en un transfert par SIEMENS de l'ensemble des actifs et passifs liés à son activité Mobilité aux sociétés :

- SIEMENS MOBILITY SAS, pour ce qui concerne l'activité Mobilité exercée par des entités françaises du groupe SIEMENS en France (notamment par le biais de leurs filiales et activités en France et à l'étranger) ;
- SIEMENS MOBILITY GMBH, pour ce qui concerne l'activité Mobilité principalement exercée (ou rattachée) en Allemagne, en Autriche, en Suisse, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Russie et en Turquie ;
- SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, pour tous les autres pays.

Les titres de ces trois entités seront ensuite apportés à ALSTOM SA qui émettra des actions nouvelles et des BSA en rémunération de ces apports, étant précisé que seul l'apport des titres de SIEMENS MOBILITY HOLDING BV sera pour partie rémunéré sous forme de BSA.

L'Accord de Rapprochement comprend un mécanisme de « *wrong pocket* » permettant dans un délai d'un an après la Date de Réalisation de corriger sans incidence financière sur les apports, les éléments transférés à tort ou conservés par erreur par le groupe SIEMENS dans le cadre du détournage.

1.6 Détermination de la valeur des titres apportés et du montant définitif des Apports

De manière générale, la valeur des titres apportés (Apport Français et Apport Luxembourgeois) a été déterminée sur la base respectivement des annexes 8.2(A) *ter* et 8.3(C) des projets de traité d'apport partiel d'actif à partir d'une allocation de la valeur d'entreprise, telle que retenue par les parties, eu égard à la moyenne de l'EBIT local ajusté pour l'exercice clos le 30 septembre 2017 (valeur effective) et l'exercice clos le 30 septembre 2018 (valeur estimée). Par exception à ce principe, la valeur d'apport de l'activité Mobilité exercée en Allemagne correspond à la valeur comptable historique selon les normes comptables allemandes.



De manière générale, en ce qui concerne les activités locales, à l'exception de l'Allemagne, il a été tenu compte des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres tels que convenus entre ALSTOM et SIEMENS, au 30 septembre 2017, date considérée pour les besoins des projets de traité d'apport partiel d'actif comme la Date de Détermination, et mentionnés dans les annexes évoquées ci-dessus.

Des comptes proforma estimés et non audités des sociétés apporteurs ont été établis au 30 septembre 2017 comme si l'ensemble des apports et cessions préalables de l'activité Mobilité au profit des sociétés dont les titres vont être apportés était déjà réalisé et conformément à ce qui précède.

Dans le cadre du présent Apport Français, le montant des titres apportés résulte des opérations préalables, et correspond à leur valeur inscrite dans les comptes proforma estimés et non audités de SIEMENS FRANCE HOLDING SAS au 30 septembre 2017 comme si l'ensemble des apports partiels d'actifs et des titres de l'activité Mobilité au profit de la société SIEMENS MOBILITY SAS était déjà réalisé, telles que dans les conditions précisées ci-avant⁵.

Pour les besoins de la comptabilisation des actions apportées dans les comptes de la Société ALSTOM, il est prévu un mécanisme d'ajustement du montant des apports pour tenir compte de la date d'effet comptable et fiscal qui n'interviendra qu'à la Date de Réalisation, non connue à ce jour.

Ce mécanisme d'ajustement concerne la détermination des montants définitifs de la Dette Nette et du Besoin en Fonds de Roulement permettant de déterminer les valeurs des fonds propres (i) de l'activité apportée et (ii) d'ALSTOM, à la Date de Détermination.

L'article 8.2(A) du projet de traité d'apport partiel d'actif prévoit, conformément à l'article 11.3.iv de l'Accord de Rapprochement, qu'un expert intervienne pour valider le montant de cet ajustement à la Date de Réalisation, fixant ainsi le montant définitif de l'apport, étant précisé que si le montant arrêté par l'expert est supérieur au montant des titres apportés à la Date de Réalisation, c'est celui-ci qui sera retenu et non celui de l'expert.

Ce mécanisme vise à garantir qu'à la Date de Réalisation, les valeurs relatives définitives des fonds propres d'ALSTOM, d'une part, et de l'activité Mobilité de SIEMENS, d'autre part, seront conformes à la répartition du capital d'ALSTOM SA au moment de la réalisation de la Transaction telle que retenue par les parties. Ce mécanisme pourra éventuellement avoir un impact sur le montant global de l'apport mentionné dans le projet de traité d'apport partiel d'actif, le montant de la prime d'émission sera ajusté à la hausse ou à la baisse en fonction du montant définitif de l'apport à la Date de Réalisation.

⁵ Etant précisé que SIEMENS MOBILITY SAS recevra avec un effet différé au 1^{er} juin 2018, les actifs et passifs de l'activité Mobilité de SIEMENS exercée en France, dans le cadre d'un apport de branche d'activité par la société SIEMENS SAS. Cette opération a fait l'objet d'un rapport par un commissaire aux apports, en date du 22 janvier 2018, concluant sur l'absence de surévaluation.



1.7 Rémunération de l'apport

La méthode de détermination de la valeur d'ALSTOM, d'une part, et de la valeur de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS, d'autre part, est présentée en annexe 8.3(B) du projet de traité d'apport partiel d'actif.

Les Apports Français et Luxembourgeois seront rémunérés par l'émission de 227.314.658 actions nouvelles émises par ALSTOM SA d'une valeur nominale de 7 €, soit une augmentation de capital de 1.591.202.606 € représentant pas moins de 50% du capital d'ALSTOM SA post Transaction sur une base totalement diluée (et 50,67% du capital d'ALSTOM SA à la Date de Détermination); et par l'émission de 18.942.888 de BSA donnant droit à la souscription supplémentaire de 2% du capital d'ALSTOM SA sur une base totalement diluée.

En ce qui concerne le présent Apport Français, l'apport de 100% des actions de SIEMENS MOBILITY SAS estimé à 231.141.816 € sera rémunéré, par l'attribution à la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS de 8.505.619 actions ordinaires nouvelles émises par la société ALSTOM, d'une valeur nominale de 7 € chacune.

Sur cette base, l'apport effectué donnera lieu à une augmentation de capital de la société ALSTOM d'un montant de 59.539.333 €.

La différence entre la valeur estimée de l'apport, soit 231.141.816 €, et le montant de l'augmentation de capital de 59.539.333 €, constituera une prime d'apport de 171.602.483 €.

Compte tenu du mécanisme d'ajustement présenté ci-avant au paragraphe 1.6, dans le cas où le montant définitif de l'apport à la Date de Réalisation serait différent du montant mentionné dans le projet de traité d'apport partiel d'actif, la prime d'émission sera ajustée de la différence ainsi constatée.

Les actions émises par ALSTOM donneront droit aux dividendes, à l'exception de la Distribution A et de la Distribution B présentées au paragraphe 1.1.



1.8 Description et évaluation de l'apport

1.8.1 Description de l'apport

Dans le cadre du présent Apport Français, la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS apportera à la société ALSTOM SA, 100% des actions de la société SIEMENS MOBILITY SAS, étant précisé que SIEMENS MOBILITY SAS détiendra l'activité Mobilité située en France.

1.8.2 Évaluation de l'apport

En application du règlement de l'Autorité des Normes Comptables n° 2017-01 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, les parties auraient dû inscrire l'apport dans le projet de traité d'apport partiel d'actif pour sa valeur comptable estimée, étant donné que la Transaction correspond à un apport à l'envers⁶. Toutefois, la valeur comptable de l'Apport Français étant inférieure au montant de l'augmentation de capital précitée, la valeur d'apport retenue correspond à la valeur réelle conformément à la dérogation prévue par ledit règlement dans cette situation.

Sur cette base, la valeur réelle des actions de la société SIEMENS MOBILITY SAS, représentant 100% des titres de cette société, s'élève à **231.141.816 €**.

2. Diligences et appréciations de la valeur de l'apport

2.1. Diligences mises en œuvre

Notre mission, prévue par la loi, s'inscrit dans le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Société ALSTOM sur la valeur des apports effectués par la société SIEMENS FRANCE HOLDING SAS. Elle ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

⁶ « Apport à l'issue duquel l'entité apporteuse prend le contrôle de l'entité bénéficiaire des apports ou renforce son contrôle sur celle-ci », étant précisé que le présent Apport Français est indissociable de l'Apport Luxembourgeois, les deux apports conduisant SIEMENS à détenir plus de 50% du capital d'ALSTOM.



Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date de l'assemblée générale des actionnaires appelée à se prononcer sur l'opération.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin de nous assurer que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

Nous avons, en particulier, effectué les travaux suivants :

- nous nous sommes entretenus avec les représentants, notamment les Directeurs financiers des activités *Mobility* et *Traction Drives* de SIEMENS, et les conseils des sociétés en présence, lors de réunions tenues à Paris et à Munich, tant pour prendre connaissance de l'opération d'apport envisagée et du contexte de la Transaction dans lequel elle se situe, que pour en analyser les modalités comptables, financières et juridiques ;
- nous avons rencontré le Président Directeur Général d'ALSTOM et le Vice-Président d'ALSTOM en charge du projet SIEMENS ALSTOM ;
- nous avons pris connaissance des éléments juridiques encadrant la Transaction, notamment l'Accord de Rapprochement et ses annexes signé le 23 mars 2018 par ALSTOM et SIEMENS, ainsi que la documentation juridique relative à SIEMENS FRANCE HOLDING SAS, SIEMENS MOBILITY SAS et ALSTOM SA ;
- nous avons pris connaissance du projet de Document E devant être soumis à l'AMF ;
- nous avons examiné le projet de traité d'apport partiel d'actif et ses annexes concernant l'Apport Français, ainsi que celui concernant l'Apport Luxembourgeois ;
- nous avons pris connaissance des Comptes Combinés relatifs à l'activité Mobilité de SIEMENS établis au 30 septembre 2017 et des Comptes Combinés semestriels au 31 mars 2018 ainsi que, respectivement, du rapport d'audit et du rapport d'examen limité établis par l'auditeur de SIEMENS ;
- nous avons pris connaissance des travaux de *due diligence* financières limitées, réalisées par les conseils d'ALSTOM et de SIEMENS ;
- nous avons analysé les procédures de détournage de l'activité Mobilité de SIEMENS. Nous avons pris connaissance des étapes et opérations achevées, et effectué des tests par sondage sur les 7 principaux pays, de façon à nous assurer de l'avancement normal du processus en cours et apprécier l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'affecter la libre transférabilité des actifs et passifs de cette activité. Nous avons analysé le calendrier de déroulement des opérations pour comprendre ses étapes clés, et pris connaissance des comptes rendus des réunions du comité ad'hoc (« *Carve-out Committee* »), commun aux deux groupes, en charge d'identifier les éventuelles difficultés et de les résoudre selon l'objectif du projet ;



- plus généralement, nous avons pris connaissance d'un ensemble de documents relatifs à la Transaction, concernant le processus impliquant les filiales locales de la branche Mobilité sur les opérations de détournement, qui ont été mis à notre disposition dans le cadre d'une data room électronique ;
- nous avons pris connaissance des données budgétaires et prévisionnelles de l'activité Mobilité de SIEMENS ;
- nous avons pris connaissance des simulations chiffrées détaillées qui ont été mises en œuvre pour déterminer les valeurs d'apport ;
- nous avons vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en France en matière de valorisation des apports ;
- nous avons pris connaissance des événements survenus depuis le 26 septembre 2017 et apprécié leur impact financier sur la valeur des apports ;
- nous avons analysé les travaux réalisés par les banques conseils de SIEMENS et d'ALSTOM. A ce titre, nous avons notamment :
 - apprécié la méthodologie d'évaluation appliquée ainsi que sa pertinence et sa cohérence au regard de l'activité ;
 - revu de manière critique la correcte mise en œuvre des méthodes retenues et vérifié les calculs de valorisation qui en résultent ;
 - mis en œuvre de nos propres travaux d'évaluation afin d'apprécier la valeur des actions apportées ;
- compte-tenu de l'effet différé de l'apport, nous avons apprécié la modalité d'ajustement du montant des apports prévue dans le projet de traité d'apport partiel d'actif en cas de variation à la baisse du montant des apports, à partir des simulations chiffrées qui ont été mises à notre disposition ;
- nous avons pris connaissance du rapport du commissaire aux apports émis en date du 22 janvier 2018 portant sur l'opération d'apport préalable des actifs et passifs liés à l'activité Mobilité de SIEMENS exercée en France, entre SIEMENS SAS et SIEMENS MOBILITY SAS ;
- nous avons obtenu des lettres d'affirmation des représentants légaux de SIEMENS AG, SIEMENS FRANCE HOLDING SAS et d'ALSTOM, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission ;
- nous nous sommes appuyés sur les travaux que nous avons réalisés afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports, dont nous rendons compte dans un rapport distinct.



2.2. Spécificités de l'opération d'apport

Le présent apport aura un effet comptable différé à la Date de Réalisation. Il est indissociable de l'Apport Luxembourgeois qui nécessite la mise en œuvre de nombreuses opérations de réorganisation et de restructuration internes afin de détourer les sociétés et les actifs et passifs correspondant à l'activité Mobilité tel que défini dans l'Accord de Rapprochement.

La mise en œuvre de ces opérations est effectuée localement dans les pays où cette activité est exercée. Elle doit tenir compte, en termes de calendrier d'exécution, de l'organisation opérationnelle propre à chaque pays et des contraintes et des procédures qui sont applicables tant d'un point de vue juridique, social, contractuel que fiscal.

Le calendrier d'avancement des étapes clés pour les 7 principaux pays⁷, comprenant la France, retenus par les parties est le suivant :

Etapes clés du Carve-out pour les 7 principaux pays							
	Allemagne	Angleterre	Autriche	Espagne	Etats-Unis	France	Suisse
Readiness certificate	15/07/2018	22/05/2018	22/06/2018	08/05/2018	18/05/2018	25/05/2018	17/04/2018
Carve-out effective date	01/08/2018	01/06/2018	03/07/2018	01/06/2018	01/06/2018	01/06/2018	31/05/2018
Final LATA exhibits	28/09/2018	31/07/2018	03/09/2018	31/07/2018	31/07/2018	31/07/2018	23/05/2018

Le « *Readiness Certificate* » (ci-après « Certificat de réalisation »), signé par les dirigeants locaux en charge du détournement, atteste que les nouvelles entités créées pour recevoir les activités locales sont prêtes à assumer l'exploitation des activités transférées.

Le « *Carve-Out effective date* » est la date d'effet juridique des détournements d'activité. Elle intervient le premier jour du mois suivant celui au cours duquel le Certificat de réalisation opérationnelle a été établi, à l'exception de la Suisse, pays pour lequel il existe des spécificités juridiques locales.

Le « *Signing LATA amendment* », correspond à l'établissement définitif de la liste et des montants des actifs et passifs transférés en suite du processus de détournement.

Le processus général et les règles suivies concernant le détournement de l'activité Mobilité ainsi que les termes et conditions agréés entre ALSTOM SA et SIEMENS AG sont décrits plus en détail dans l'Accord de Rapprochement et résumés au paragraphe 5.1.1 du Document E.

A la date de notre rapport, les opérations de détournement de l'activité objet de la Transaction sont toujours en cours pour les principaux pays où l'activité Mobilité est exercée. Ainsi, le Certificat de réalisation a été établi pour 5 des 7 principaux pays mentionnés ci-dessus (soit la Suisse, la France, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne).

⁷ Qui représentent environ 80% du chiffre d'affaires de l'activité Mobilité au 30 septembre 2016.



Il est prévu que ce certificat soit établi le 22 juin 2018 pour l'Autriche, et mi-juillet 2018 concernant l'activité exercée en Allemagne.

A cette date d'effet juridique, les montants des actifs et passifs mentionnés dans les Contrat Locaux de Cession d'Actifs (et leurs annexes) sont provisoires et les montants définitifs ne seront déterminés que postérieurement⁸. A ce jour, ceux-ci n'ont définitivement été établis que pour Singapour, la Turquie et la Suisse.

Il convient à cet égard de préciser que (i) l'achèvement des opérations de détournage de l'activité Mobilité pour les 33 principaux pays⁹ qui ont été agréés entre SIEMENS et ALSTOM et (ii) le transfert inconditionnel des titres représentant l'activité Mobilité de SIEMENS dans ces pays à SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, à SIEMENS MOBILITY GMBH ou à SIEMENS MOBILITY SAS, constituent des conditions suspensives à la réalisation de la Transaction et du présent apport.

Par ailleurs, nous nous sommes fait confirmer par la direction de SIEMENS AG et de SIEMENS FRANCE HOLDING SAS qu'il n'existe pas, concernant la France, de décalage significatif de calendrier lié à des difficultés opérationnelles dans la mise en œuvre des opérations de détournage de l'activité Mobilité.

Enfin, compte tenu de la complexité de la Transaction, l'opération d'apport est soumise à un nombre important de conditions suspensives rappelées au § 1.4 du présent rapport, et notamment à l'obtention des autorisations réglementaires auprès des autorités de la concurrence.

2.3. Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport au regard de la réglementation comptable française

En application du règlement de l'Autorité des Normes Comptables n° 2017-01 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, incluant les fusions transfrontalières, s'agissant d'une opération d'apport partiel d'actif entre sociétés sous contrôle distinct aux termes de laquelle l'actionnaire des sociétés apporteurs gardera le contrôle des actifs apportés en prenant le contrôle de la société bénéficiaire à l'issue de la réalisation des Apports (opération à l'envers), le présent apport devrait être effectué à la valeur comptable.

Toutefois cette valeur étant inférieure au montant de l'augmentation de capital d'ALSTOM SA rémunérant cet apport, les parties ont convenu, conformément à la dérogation prévue dans ce cas par le règlement précité de retenir la valeur réelle des titres apportés.

Le choix retenu dans le projet de traité d'apport partiel d'actif, conforme au règlement précité, n'appelle pas d'observation de notre part.

⁸ Dans un délai maximal de 60 jours.

⁹ Ces 33 pays représentaient ensemble environ 88% du chiffre d'affaires total de l'activité Mobilité de SIEMENS lors de l'exercice clos le 30 septembre 2016.



2.4. Réalité de l'Apport

Nous avons pris connaissance des engagements du groupe SIEMENS dans l'Accord de Rapprochement, définissant l'activité Mobilité objet de la Transaction, et effectué des contrôles par sondage pour les principaux pays, dont la France, sur la consistance des actifs et passifs représentatifs de cette activité Mobilité sur la base des schémas de réorganisation locaux et des Contrats Locaux de Cession d'Actifs et des Contrats Locaux de Cession de Titres communiqués en data room.

Etant donné que le processus de détournement est en cours, la structure envisagée des Apports dans laquelle l'activité Mobilité de SIEMENS est détenue directement ou indirectement par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL concernant l'Apport Luxembourgeois et SIEMENS FRANCE HOLDING SAS concernant l'Apport Français, ne pourra se matérialiser qu'après l'achèvement du détournement.

Par conséquent, il ne sera possible de constater la détention des titres objets de l'Apport Français qu'après la réalisation du processus de détournement.

Cependant, il convient de rappeler que la réalisation du détournement constitue une condition suspensive à la réalisation des Apports tel que mentionné dans la documentation relative à la Transaction.

2.5. Appréciation de la valeur de l'Apport

2.5.1. Valeur retenue par les parties

L'apport étant constitué des seuls titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS, notre appréciation de la valeur individuelle et de la valeur globale des apports est identique.

La valeur d'apport retenue correspond à la valeur réelle des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS, représentant la totalité du capital de cette société.

Cette valeur réelle s'appuie sur la valeur d'entreprise convenue entre les parties et allouée aux différentes entités constituant l'activité Mobilité, sur la base de leur contribution à l'EBIT moyen de l'activité Mobilité au 30 septembre 2017 (réalisé) et au 30 septembre 2018 (prévisionnel).

Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, déterminés sur la base des Comptes Combinés de l'activité Mobilité au 30 septembre 2017 ayant fait l'objet d'un rapport d'audit établi par l'auditeur de SIEMENS, ont également été pris en compte pour déterminer la valeur individuelle réelle estimée.

Nous avons pris connaissance des simulations détaillées qui ont été mises en œuvre pour déterminer la valeur des titres SIEMENS MOBILITY SAS apportés.



Nous n'avons pas de commentaire à formuler sur cette valeur estimée mentionnée dans le projet de traité d'apport partiel d'actif.

Nous avons apprécié la valeur de l'Apport Français à partir des travaux réalisés par les parties assistées de leurs banques conseils qui ont mis en œuvre une approche multicritère en privilégiant les méthodes suivantes :

- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- l'approche par les comparables boursiers ;
- la référence aux valeurs extériorisées par les analystes qui suivent l'action SIEMENS, dans le cadre d'une valorisation par une somme des parties en fonction des activités du groupe.

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- les transactions comparables ;
- la valeur nette comptable et l'actif net comptable réévalué ;
- l'actualisation des dividendes futurs.

Concernant les méthodes d'évaluation écartées, nous n'avons pas d'observation à formuler sur le fait de n'avoir pas retenu l'actif net comptable, l'actif net comptable réévalué ainsi que l'actualisation des flux futurs de dividendes.

Nous sommes également d'accord avec les parties pour ne pas retenir le critère des transactions comparables. Nous avons examiné cette approche mais avons toutefois décidé de ne pas la retenir compte tenu de l'absence d'une information publique suffisante pour les transactions identifiées concernant les particularités de chaque opération (clauses éventuelles de complément de prix, contexte historique des négociations, primes liées au contrôle, synergies attendues...).

Le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres a été déterminé au 30 septembre 2017 sur la base des éléments convenus entre les parties et présentés en Annexe 8.2(A) *bis* du projet de traité d'apport partiel d'actif. Il a également été tenu compte de l'ajustement complémentaire sous forme de dette financière ou de trésorerie qui sera apporté par SIEMENS afin d'obtenir un ratio en termes de fonds propres de 49,33% et 50,67% concernant respectivement les actionnaires existants d'ALSTOM et le groupe SIEMENS.



Evaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise ou d'une activité est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité. Les flux sont actualisés à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon des prévisions. Cette valeur terminale est obtenue en actualisant un flux de trésorerie jugé normatif en fin de période des prévisions et en tenant compte d'un taux de croissance perpétuel.

La mise en œuvre de cette méthode s'appuie sur le plan d'affaires de l'activité Mobilité de SIEMENS couvrant une période de 3 ans allant du 1^{er} octobre 2016 au 30 septembre 2019, et échangé avec ALSTOM dans le cadre des négociations sur la Transaction.

Ce plan d'affaires prend en compte les économies de coûts estimées par SIEMENS dans le cadre d'un fonctionnement autonome de l'activité Mobilité, indépendamment des effets attendus de la réalisation de la Transaction.

Les taux d'actualisation retenus sont compris entre 8% et 9% sur la base des paramètres de marché et des données du secteur, et le taux de croissance perpétuel à l'horizon des prévisions est de 1,5%.

Sur cette base, la valeur de l'Apport Français est comprise entre 202 M€ et 233 M€.

Approche par les comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société ou d'une activité en appliquant les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées présentes sur le même secteur d'activité aux agrégats financiers jugés pertinents.

Les parties ont privilégié le multiple d'EBIT compte tenu de l'intensité capitalistique propre à l'activité concernée.

L'échantillon est constitué des sociétés suivantes : les sociétés espagnoles CAF et Talgo, et la société italienne Ansaldo STS. Il a également été tenu compte des multiples extériorisés dans le cadre d'une approche par la « somme des parties » concernant les activités *Bombardier Transportation* et *Vossloh Rail Infrastructure*, ces activités faisant respectivement partie des groupes cotés Bombardier et Vossloh.

Le multiple moyen (VE/EBIT) ressort à 10,7 x en 2018e et 9,8x en 2019e.

Sur cette base, la valeur globale de l'Apport Français est comprise entre 218 M€ et 266 M€.



Référence aux valeurs de l'activité Mobilité selon les analystes

Les parties ont retenu, sur la base des notes des analystes suivant le groupe SIEMENS publiées avant la date d'annonce de la Transactions et présentant une analyse de la valeur du groupe en fonction des activités qui le constituent, le multiple d'EBIT extériorisé pour l'activité Mobilité.

Il est compris dans une fourchette entre 9,0 x et 11,0 x l'EBIT 2018e.

Sur cette base la valeur globale de l'Apport Français est comprise entre 209 M€ et 261 M€.

2.5.2. Travaux mis en œuvre par FINEXSI

Pour apprécier la valeur de l'apport nous avons mis en œuvre nos propres travaux d'évaluation selon une approche multicritère.

Comme les parties assistées de leurs banques conseils, nous avons écarté la méthode des transactions comparables, les méthodes basées sur la valeur nette comptable et l'actif net comptable réévalué ainsi que sur l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- à titre secondaire :
 - la méthode des sociétés cotées comparables ;
 - la référence aux valeurs de l'activité Mobilité selon les analystes qui suivent le groupe SIEMENS.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds ont été déterminés au 31 mars 2018 par application du mécanisme agréé entre les parties pour atteindre le ratio de détention cible de 49,33% / 50,67% du nouvel ensemble (cf. § 1.6).

Méthode principale : la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Pour la mise en œuvre de cette méthode nous avons retenu les flux de trésorerie issus des plans d'affaires échangés entre les parties au cours des négociations, correspondant au plan d'affaires de l'activité Mobilité de SIEMENS couvrant une période de 3 ans allant du 1^{er} octobre 2016 au 30 septembre 2019.



Le plan d'affaires de l'activité Mobilité de SIEMENS intègre les économies de coûts attendues par SIEMENS dans le cadre d'un fonctionnement autonome de l'activité Mobilité, indépendamment des effets attendus de la réalisation de la Transaction.

Postérieurement à la signature du *Memorandum of Understanding* le 26 septembre 2017, SIEMENS a mis à jour ses prévisions, que nous avons également prises en compte pour nos travaux sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie. Ces prévisions mises à jour ont été approuvées, pour ce qui concerne la division Mobilité, par le Conseil de Surveillance de SIEMENS AG en date du 8 novembre 2017.

Concernant la valeur terminale, nous avons retenu un niveau de rentabilité équivalent à celui retenu par les parties et leurs banques conseils dans le cadre des négociations.

Le taux d'actualisation a été calculé sur la base des paramètres de marchés observés à la date du 30 avril 2018, et reflète le niveau de risque attaché aux prévisions de trésorerie. Le taux retenu pour actualiser les flux de trésorerie ressort ainsi à 8,3%.

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1%.

Nous avons réalisé des analyses de sensibilité relatives au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini.

Méthode secondaire : Multiples issus des sociétés cotées comparables

Concernant la mise en œuvre de la méthode des sociétés cotées comparables, nous avons retenu les sociétés CAF, Talgo, et Vossloh¹⁰.

Nous n'avons pas retenu la société Ansaldo en raison d'un nombre très limité d'analystes publiant des prévisions sur le titre¹¹.

Les multiples moyens (VE/EBIT) ressortant de cet échantillon au 30 avril 2018 sont respectivement de 13,1x en 2018e, 10,0x en 2019e et 9,2x en 2020e.

Méthode secondaire : Référence aux valeurs de l'activité Mobilité selon les analystes qui suivent le groupe SIEMENS

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons retenu les notes d'analystes présentant une valeur d'entreprise pour l'activité Mobilité de SIEMENS¹² et, tenu compte des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres retenus pour les autres méthodes ci-avant.

¹⁰ L'activité *Rail Infrastructure* représentant environ 90% de l'activité du groupe

¹¹ Selon la base de données Capital IQ, le consensus se limite aux prévisions d'un seul analyste.

¹² La valeur de l'activité Traction Drives, non prise en compte dans les notes d'analystes, a été ajoutée à la valeur de l'activité *Mobility* sur la base des multiples moyens d'EBIT retenus par les analystes.



Récapitulatif sur la valeur des apports

Nous observons que la valeur d'apport retenue dans le cadre de la présente opération est inférieure à celle ressortant de nos travaux d'évaluation.

La valeur définitive de l'apport ne sera connue qu'à la Date de Détermination. Celle-ci pourra notamment être modifiée conformément à l'annexe 8.2(A) *bis* du projet de traité d'apport partiel d'actif qui vise à garantir qu'à cette date, les valeurs relatives définitives des fonds propres d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS seront conformes à la répartition du capital d'ALSTOM après la réalisation de la Transaction telle que retenue par les parties.

La mise en œuvre de ce mécanisme se traduira par un apport complémentaire de trésorerie ou de dette financière par SIEMENS, soit dans le cadre de l'Apport Français, soit dans le cadre de l'Apport Luxembourgeois, afin d'obtenir un ratio en termes de fonds propres de respectivement 49,33% et 50,67% pour ALSTOM et le groupe SIEMENS.

Cette mécanique d'ajustement résulte de considérations propres à la détermination de la rémunération des apports et du pourcentage de détention de l'ensemble combiné par les deux groupes, ainsi que de la valeur d'ALSTOM et de sa position de trésorerie, qui conduiront à ajuster la trésorerie ou la dette financière qui sera finalement apportée par SIEMENS, indépendamment de la valeur économique de son apport.

Dans le cas où l'apport complémentaire porterait sur une dette financière concernant l'Apport Français, la valeur d'apport serait ajustée à la baisse et la prime d'émission serait minorée en conséquence.

Ce constat qui résulte de l'Accord de Rapprochement n'est toutefois pas de nature à modifier notre appréciation à ce jour de la valeur globale des apports, compte tenu (i) de la nature de la mécanique d'ajustement qui ne résulte pas de considérations remettant en cause les valeurs économiques et (ii) de la valeur retenue pour l'Apport Français, sensiblement inférieure à la valeur réelle de celui-ci.

3. Synthèse – Points clés

En synthèse de nos appréciations, nous souhaitons attirer votre attention sur les points suivants :

L'Apport Français porte sur les titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS qui, selon le schéma retenu, détiendra l'ensemble de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS exercée en France (incluant, le cas échéant, les filiales et les activités françaises et étrangères).

Il nécessite la réalisation d'opérations préalables dont le calendrier d'exécution dépend des particularités opérationnelles, juridiques, fiscales et sociales en France.



Le processus de détournement de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS est toujours en cours de réalisation à la date du présent rapport et il ne sera terminé qu'après l'assemblée générale d'ALSTOM appelée à se prononcer sur l'opération le 17 juillet 2018.

Il convient toutefois de préciser que l'achèvement des opérations de détournement de l'activité Mobilité, en ce compris la détermination de leur montant définitif, constitue une condition suspensive à la réalisation de la Transaction et du présent apport, tel que mentionné dans la documentation relative à la Transaction.

De plus, nous avons obtenu des lettres d'affirmation des représentants légaux de SIEMENS AG et de SIEMENS FRANCE HOLDING SAS confirmant qu'il n'existe pas, à ce jour, de décalage significatif de calendrier lié à des difficultés opérationnelles dans la mise en œuvre des opérations de détournement de l'activité Mobilité en France.

Afin d'apprécier la valeur des apports, qui correspond à la valeur réelle des titres SIEMENS MOBILITY SAS, nous avons mis en œuvre nos travaux d'évaluation selon une approche multicritère s'appuyant principalement sur le plan d'affaires fourni par le management de SIEMENS. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une revue et de tests de cohérence par rapport aux données disponibles ; il demeure basé sur des prévisions dont les réalisations pourront être différentes.

La valeur d'apport retenue est inférieure aux valorisations que nous avons examinées ou conduites, ce qui permet de conclure sur l'absence de surévaluation de l'apport.

Il convient de rappeler que la date de réalisation de l'apport d'un point de vue comptable et fiscal n'est pas connue à ce jour ; elle dépend notamment de la levée des différentes conditions suspensives mentionnées ci-avant au § 1.4.

Il est prévu un mécanisme d'ajustement dont la mise en œuvre se traduira par un apport complémentaire de trésorerie ou de dette financière par SIEMENS, dans le cadre de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois.

Ce mécanisme d'ajustement est lié (i) aux conditions retenues pour la rémunération des apports qui fixe la détention de l'ensemble combiné convenue entre les parties, à savoir respectivement 49,33% et 50,67% pour les actionnaires d'ALSTOM et le groupe SIEMENS, et (ii) à la valeur d'ALSTOM telle qu'issue de sa position de trésorerie à la date de réalisation, qui conduiront à ajuster la trésorerie ou la dette financière apportée par SIEMENS, indépendamment de la valeur économique de son apport.



Dans le cas où le montant des apports à effectuer par SIEMENS selon ce mécanisme serait inférieur à celui renseigné dans le projet de traité d'apport partiel d'actif signé le 17 mai 2018, le montant définitif serait corrigé et la prime d'émission serait ajustée à la baisse. En conséquence, le montant des apports, le cas échéant ajusté, sera, à la date de réalisation, égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire augmenté de la prime d'émission définitive. Compte tenu de l'origine et de la nature mécanique de l'ajustement, un tel constat n'est pas, à notre avis, de nature à remettre en cause notre appréciation de la valeur globale de l'apport au jour du présent rapport, notamment compte tenu de l'écart observé entre la valeur réelle de l'apport, et le montant retenu pour celui-ci dans le projet de traité d'apport partiel d'actif.

Enfin, nous rappelons que nos analyses de valorisation reposent sur une approche *standalone*, à la date du présent rapport, n'intégrant notamment aucune des synergies significatives attendues du rapprochement, que SIEMENS ALSTOM pourra mettre en œuvre à l'issue de la réalisation de la Transaction.



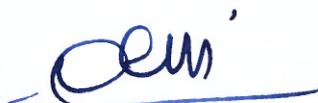
4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport s'élevant à 231.141.816 €, n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire des apports majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 30 mai 2018

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Le Commissaire à la scission



Olivier PERONNET

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie Régionale de Paris