

Siemens Mobility Holding S.à r.l.
8-10, avenue de la Gare
L - 1610 Luxembourg

R.C.S. Luxembourg B219459

**Rapport de « l'expert indépendant » sur le
"Traité d'apport partiel"
concernant le transfert d'actifs de
Siemens Mobility Holding S.à r.l.
à Alstom S.A.**

Au Conseil de Gérance et à l'associé unique de
Siemens Mobility Holding S.à r.l.
8-10, avenue de la Gare
L - 1610 Luxembourg

**Rapport de « l'expert indépendant » sur le
"Traité d'apport partiel"
concernant le transfert d'actifs de
Siemens Mobility Holding S.à r.l.
à Alstom S.A.**

1. Introduction

Conformément au mandat qui nous a été confié par le Conseil de Gérance de Siemens Mobility Holding S.à r.l., Luxembourg (la «Société Apporteuse Luxembourgeoise» ou la «Société») par résolution circulaire des gérants de la Société en date du 2 mai 2018, nous vous présentons notre rapport conformément à l'article 1031-6 de la Loi sur les Sociétés Commerciales luxembourgeoise du 10 août 1915 (telle qu'amendée, la « Loi »), en relation avec le projet d'apport partiel des actifs de Siemens Mobility Holding S.à r.l.'s à Alstom S.A. en application de l'article 1040-2 de la Loi.

2. Opération projetée

Le «Traité d'apport partiel» (le «Traité»), signé par les deux parties en date du 17 mai 2018, stipule que, sous réserve des conditions préalables énoncées à l'article 4 du Traité, un transfert partiel d'actifs de Siemens Mobility Holding S.à r.l. à Alstom S.A. sera réalisé, conformément au chapitre IV de la section 10 («Des transferts d'actifs, de branche d'activités et d'universalité») de la Loi, et qui se compose de :

- 100 % des titres de Siemens Mobility GmbH et
- 100 % des titres de Siemens Mobility Holding BV.

Alstom S.A., Saint-Ouen / France («Alstom» ou la «Société Bénéficiaire») et Siemens AG, Munich / Allemagne (ci-après «Siemens») (ensemble «les Parties») ont conclu un protocole d'accord («Memorandum of Understanding») daté du 26 septembre 2017 en vue d'une éventuelle combinaison de l'activité de mobilité de Siemens, y compris son activité de traction ferroviaire (l'«Activité Cible de Siemens») avec Alstom (l'«Opération Envisagée»). Un accord de rapprochement (« Business Combination Agreement») fixant les modalités et conditions de l'Opération Envisagée a été conclu le 23 mars 2018 entre Siemens et Alstom.

Les Parties ont convenu que l'Opération Envisagée prendra forme d'un apport partiel d'actif au titre duquel deux entités directement ou indirectement détenues à 100 % par Siemens, Siemens France Holding SAS et Siemens Mobility Holding S.à r.l. (les « Sociétés Apporteuses ») procéderont de manière indirecte à l'apport de l'Activité Cible de Siemens à Alstom (« l'Apport »). En rémunération de l'Apport, Siemens et / ou les Sociétés Apporteuses du groupe

Siemens se verraient ensemble remettre un certain nombre d'actions ordinaires et de bons de souscription d'actions d'Alstom.

Siemens Mobility Holding S.à r.l. est une *société à responsabilité limitée* qui a été constituée conformément aux lois du Grand-Duché de Luxembourg, ayant son siège social à 8-10 avenue de la Gare, L-1610 Luxembourg, Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 219459. Son exercice social commence le 1er janvier et se termine le 31 décembre et, à titre exceptionnel, le premier exercice a débuté le 31 octobre 2017 (date de constitution) et s'est terminé le 31 décembre 2017. Le capital souscrit est fixé à EUR 12 000 représenté par 12 000 parts sociales d'une valeur nominale de 1 euro.

Alstom est une société anonyme de droit français dont le siège social est situé à 48 rue Albert Dhalenne, 93400 Saint-Ouen, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 389 058 447. La Société Bénéficiaire a été constituée le 19 novembre 2015 pour une durée de quatre-vingt-dix-neuf (99) ans à compter de son inscription au registre du commerce et des sociétés (sous réserve d'une liquidation ou d'une prorogation anticipée). L'exercice social commence le 1er avril et se termine le 31 mars de l'année suivante. Au 31 mars 2018, le capital social de la Société Bénéficiaire s'élève à 1.555.473.297 euros, représenté par 222.210.471 actions ordinaires d'une valeur nominale de 7 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Les actions émises par la Société Bénéficiaire sont négociées sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Compartiment A) (code ISIN FR0010220475).

L'Apport consistera en deux opérations d'apport de titres, libres de toute Charge (telle que définie dans le Traité d'Apport Luxembourgeois et le Traité), soumises au régime juridique des scissions : (i) l'apport par Siemens France Holding SAS (la « Société Apporteuse Française ») à Alstom de la partie de l'Activité Cible de Siemens exploitée par des entités françaises du Groupe Siemens, notamment, le cas échéant, par le biais de leurs Filiales et activités en France et à l'étranger, conformément aux stipulations du traité d'apport conclu à la date des présentes entre la Société Apporteuse Française et Alstom (le « Traité d'Apport Français ») par le biais de l'apport d'un nombre d'actions ordinaires représentant 100 % du capital et des droits de vote de Siemens Mobility SAS en contrepartie de l'attribution de huit millions cinq cent cinq mille six cent dix-neuf (8.505.619) Actions Alstom ordinaires qui seront admises aux négociations sur Euronext Paris (l'« Apport Français ») et (ii) l'apport du reste de l'Activité Cible de Siemens à Alstom conformément aux stipulations du Traité d'Apport (le « Traité d'Apport Luxembourgeois ») et le Traité par le biais de l'apport (a) d'un nombre d'actions ordinaires représentant 100 % du capital et des droits de vote de Siemens Mobility Holding BV et (b) d'un nombre d'actions ordinaires représentant 100 % du capital et des droits de vote de Siemens Mobility GmbH en contrepartie de l'attribution de (x) deux cent dix-huit millions huit cent neuf mille trente-neuf (218.809.039) Actions Alstom ordinaires qui seront admises aux négociations sur Euronext Paris et de (y) dix-huit millions neuf cent quarante-deux mille huit cent quatre-vingt-huit (18.942.888) bons de souscription d'actions devant être émis par Alstom (l'« Apport Luxembourgeois »).

L'Apport, bien qu'appréhendé de manière distincte au travers, d'une part, de l'Apport Français et, d'autre part, de l'Apport Luxembourgeois (soumis respectivement aux stipulations du Traité d'Apport Français et à celles du Traité d'Apport Luxembourgeois), sera réputé ne constituer qu'une seule et même opération indivisible, et l'Apport Français, pas plus que l'Apport Luxembourgeois, ne pourra trouver à se réaliser sans la réalisation concomitante de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois au moment de la Réalisation (en d'autres termes, l'Apport Luxembourgeois n'aura pas lieu si l'Apport Français n'est pas simultanément réalisé au moment de la Réalisation, et inversement).

À la date du présent rapport, l'Activité Cible de Siemens n'est détenue au sein du Groupe Siemens par aucun sous-groupe distinct. Afin de permettre la réalisation de l'Apport, Siemens et Alstom ont convenu que Siemens devra procéder, et veiller à ce que ses affiliées détenant actuellement l'Activité Cible de Siemens procèdent, à la séparation de l'Activité Cible de Siemens des autres activités du Groupe Siemens via la réalisation du Détourage (carve-out) de l'Activité Cible de Siemens (telle que définie dans le Traité d'Apport Luxembourgeois et le Traité) conformément et sous réserve des principes énoncés à l'Annexe 4.2.1 de l'Accord de Rapprochement (les « Principes de Détourage » (« Carve-Out-Rules »)) et décrits à l'Article 7 du Traité d'Apport Luxembourgeois.

Les Parties sont convenues de ce que l'Apport Luxembourgeois sera régi par le régime des apports-scissions prévu aux Articles 1030-1 à 1033-1 (à l'exclusion de l'Article 1031-16) de la Loi conformément à l'Article 1040-2 de la Loi en relation avec le régime d'« Apport d'une partie de son actif ».

Sous réserve des stipulations du Traité d'Apport Luxembourgeois et du Traité et de la réalisation concomitante de l'Apport Français, l'Apport Luxembourgeois et l'émission des actions ordinaires d'Alstom et des bons de souscriptions d'actions en rémunération de l'Apport par la Société Bénéficiaire au profit de la Société Apporteuse Luxembourgeoise (la « Réalisation ») se fera en tout lieu choisi par les Parties à la date définie ci-dessous ou à toute autre date convenue entre les Parties (la « Date de Réalisation ») :

- (i) le premier Jour Ouvré du mois suivant le mois au cours duquel interviendra la Date de Remise des Déclarations sur le Fonds de Roulement et la Dette Nette, si la Date de Remise des Déclarations sur le Fonds de Roulement et la Dette Nette intervient au plus tard, le 14ème jour dudit mois ; ou
- (ii) le premier Jour Ouvré du deuxième mois suivant le mois au cours duquel interviendra la Date de Remise des Déclarations sur le Fonds de Roulement et la Dette Nette, si la Date de Remise des Déclarations sur le Fonds de Roulement et la Dette Nette intervient le 15ème jour de ce mois ou après cette date.

La « Date de Détermination » sera le dernier jour du trimestre (c'est-à-dire, le 31 décembre, le 31 mars, le 30 juin ou le 30 septembre) précédant immédiatement le mois au cours duquel interviendra la Date de Levée des Conditions Suspensives. Nonobstant ce qui précède, les Parties feront leurs meilleurs efforts et ce, dès qu'elles auront une visibilité suffisante concernant une possible Date de Levée des Conditions Suspensives, en vue de convenir mutuellement d'une Date de Détermination (laquelle interviendra toujours le dernier jour d'un trimestre) afin de permettre de limiter au maximum la période comprise entre la Date de Levée des Conditions Suspensives et la Date de Réalisation et celle comprise entre la Date de Détermination et la Date de Réalisation.

À compter de la Date de Réalisation, la Société Bénéficiaire acquerra ainsi la possession et la pleine propriété des Titres Apportés du fait de l'Apport Luxembourgeois.

Les stipulations du Traité d'Apport Luxembourgeois et du Traité deviendront caduques en cas de résiliation de l'Accord de Rapprochement avant la Réalisation, conformément à ce que prévoit l'Accord de Rapprochement.

3. Description des actifs à transférer, des méthodes d'évaluation retenues et du rapport d'échange

L'Apport Luxembourgeois porte sur : 100 % des titres de Siemens Mobility GmbH et 100 % des actions ordinaires de Siemens Mobility Holding BV (les « Actions Apportées ») étant précisé que (i) Siemens Mobility GmbH fera notamment l'acquisition, ou prendra possession, de l'Activité Cible de Siemens allemande (notamment, les titres de Siemens Traction Gears GmbH, les titres de Hacon GmbH et directement ou indirectement, certaines autres participations), 100 % des titres de Siemens Mobility AG (Suisse), directement ou indirectement, 100 % des titres de Siemens Mobility GmbH (Autriche), 100 % des titres de Siemens Mobility, Inc. (États-Unis), 100 % des titres de Siemens Mobility Ltd (auparavant : Siemens Rail Automation Holdings Ltd) (Royaume-Uni), 100 % des titres de Siemens Mobility Ulasim Sistemleri A.S. (Turquie) et 99,99 % des titres de OOO Siemens Mobility (Russie) ; (ii) Siemens Mobility Holding BV détiendra (x) directement ou indirectement, l'intégralité de l'Activité Cible de Siemens à l'exception de la part qui sera détenue par Siemens Mobility GmbH et Siemens Mobility SAS ou (y) la valeur en numéraire de la part des activités ou titres visés au (i) et au (ii)(x) en cas de cession en application d'un Contrat de Cession Différée ou d'une Cession d'Actifs Directe ; et (iii) Siemens Mobility GmbH détiendra un montant en numéraire correspondant à la valeur des titres du véhicule immobilier allemand. Les Parties reconnaissent expressément qu'aucune Charge ne grève actuellement les Titres Apportés devant être transférés à la Société Bénéficiaire.

Siemens Mobility GmbH est une Gesellschaft mit beschränkter Haftung (société à responsabilité limitée) de droit allemand, immatriculée auprès du Registre du Commerce du Tribunal Local de Munich sous le numéro HRB 237219 et dont le siège social est situé Otto Hahn Ring 6, 81739 Munich (auparavant Werner-von-Siemens-Str. 1 c/o Siemens AG, 80333 Munich) (Allemagne).

Siemens Mobility Holding BV est une Besloten Vennootschap (société non cotée à responsabilité limitée) de droit néerlandais, immatriculée sous le numéro 70211965 / RSIN 858193966 auprès du Registre du Commerce néerlandais (Kamer van Koophandel) et dont le siège social est situé Prinses Beatrixlaan 800, 2595BN 's-Gravenhage (Pays-Bas).

Sous réserve de la réalisation de l'ensemble des Conditions Suspensives prévues à l'Article 4 du Traité et des Annexes 10.1 à 10.3 du Traité d'Apport Luxembourgeois, l'Apport Luxembourgeois sera effectué par la Société Apporteuse Luxembourgeoise et accepté par la Société Bénéficiaire, en contrepartie (la « Rémunération de l'Apport ») de :

- (i) l'émission à la Réalisation, par voie d'augmentation de capital réalisée par la Société Bénéficiaire au profit de la Société Apporteuse Luxembourgeoise, par émission d'un nombre total de deux cent dix-huit millions huit cent neuf mille trente-neuf (218.809.039) actions ordinaires d'Alstom, libres de toute Charge et emportant, dès la Date de Réalisation, l'ensemble des droits qui y sont attachés y compris le droit de recevoir un dividende (les « Actions Alstom Émises en Rémunération de l'Apport ») et représentant, après réalisation de l'Apport et sur la base du capital social d'Alstom à la date du 31 mars 2018, quarante-huit virgule soixante-dix-sept pour cent (48,77 %) du capital d'Alstom et au minimum quarante-huit virgule vingt-cinq pour cent (48,25 %) du capital d'Alstom sur une base Entièrement Diluée (avant impact des bons de souscription d'actions émis conformément au ii ci-dessous) au moment de la Réalisation ; et

- (ii) l'émission à la Réalisation par la Société Bénéficiaire au profit de la Société Apporteuse Luxembourgeoise, de dix-huit millions neuf cent quarante-deux mille huit cent quatre-vingt-huit (18.942.888) bons de souscription d'actions (calculés en vue de porter, après la réalisation de l'Apport et sur la base du capital social d'Alstom à la date du 31 mars 2018, une participation de quarante-huit virgule vingt-cinq pour cent (48,25 %) sur une base Entièrement Diluée à une participation représentant au minimum cinquante virgule trente-deux (50,32%) sur une base Entièrement Diluée (compte tenu de la dilution résultant de l'exercice de ces bons de souscription d'actions) à la Date de Réalisation, libres de toute Charge (les « BSA »), chaque BSA accordant à son porteur le droit de souscrire une (1) Action Alstom. Les BSA pourront être exercés pendant une période de deux ans à compter de l'expiration d'une période de quatre ans suivant la Date de Réalisation.

La Rémunération de l'Apport a été calculée à partir d'un montant de référence pour le fonds de roulement et la dette nette de l'Activité Cible de Siemens et d'un montant de référence pour le fonds de roulement et la dette nette d'Alstom. Après la Date de Détermination, les Parties procéderont au calcul de l'ajustement de l'Apport qui devra être effectué sur une base globale (en incluant à la fois l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois), à partir des montants effectifs du fonds de roulement et de la dette nette de l'Activité Cible de Siemens ainsi que des montants effectifs du fonds de roulement et de la dette nette d'Alstom, à la Date de Détermination comme présenté à l'Annexe 8.3(C) du Traité d'Apport Luxembourgeois.

La Rémunération de l'Apport a été arrêtée de manière contractuelle par les Parties et fixée conformément aux valorisations utilisées pour la Société Bénéficiaire et l'Activité Cible de Siemens, sur la base de la méthode multicritère décrite à l'Annexe 8.3(B) du Traité d'Apport Luxembourgeois et reprise à l'Annexe 1 du présent rapport.

4. Diligences effectuées et conclusion

Conformément à la Loi, la description des modalités d'apport des actifs et des méthodes d'évaluation retenues ainsi que la détermination du rapport d'échange relèvent de la responsabilité du Conseil de Gérance de Siemens Mobility Holding S.à r.l. et du Conseil d'Administration d'Alstom.

Notre responsabilité consiste, sur la base de nos diligences, à émettre un rapport sur l'adéquation des méthodes d'évaluation utilisées et sur le caractère pertinent et raisonnable du rapport d'échange retenu. L'étendue de notre rapport n'est pas de se prononcer sur l'existence, la propriété et la transférabilité des apports projetés. Notre opinion ne représente pas une « fairness opinion ».

Nous avons effectué notre mission conformément aux normes émises par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises applicables à cette mission. Ces normes requièrent que nos travaux soient planifiés et réalisés en vue d'obtenir une assurance modérée que les méthodes d'évaluation et le rapport d'échange retenus ne comportent pas d'anomalies significatives. Nos travaux se sont limités essentiellement à des entretiens avec les responsables de la Société, les représentants de Siemens et d'Alstom et toute autre personne désignée par ces dernières ainsi qu'à des procédures analytiques appliquées aux données financières et ils fournissent donc un niveau d'assurance moins élevé qu'un audit. Nous n'avons pas effectué un audit, et en conséquence, nous n'exprimons pas d'opinion d'audit.

Plus précisément, nous avons mis en œuvre les procédures suivantes:

- Prise de connaissance générale de l’opération, de la structure du Détournement (Carve-Out) et du processus de transformation, ainsi que du contexte juridique, financier et économique des activités apportées et des activités d’Alstom;
- Analyse de l’Accord de Rapprochement (« Business Combination Agreement») conclu le 23 mars 2018 entre Siemens et Alstom ;
- Analyse du Traité et du Traité d’Apport Luxembourgeois conclu entre Siemens Mobility Holding S.à r.l. et Alstom en relation avec la détermination du rapport d’échange ;
- Lecture des procès-verbaux des réunions du Conseil d’Administration d’Alstom approuvant la transaction;
- Lecture des procès-verbaux des réunions du Directoire de Siemens AG approuvant la transaction;
- Lecture des procès-verbaux des réunions du Conseil d’Administration d’Alstom;
- Lecture des procès-verbaux des réunions du Management de la division « Siemens Mobility »;
- Lecture des rapports préparés par Alstom et Siemens ainsi que leurs conseillers lors des due diligences réciproques et limitées effectuées avant la conclusion de l’opération;
- Entretiens avec le conseiller financier du Conseil d’Administration d’Alstom pour comprendre les méthodes d’évaluation retenues ainsi que les sources et hypothèses retenues dans le cadre de l’élaboration de leur évaluation;
- Entretiens avec le conseiller financier d’Alstom chargé d’établir une « fairness opinion » pour comprendre les méthodes d’évaluation retenues ainsi que les sources et hypothèses retenues dans le cadre de leur « fairness opinion » ;
- Entretiens avec les conseillers financiers de Siemens chargés d’établir une « fairness opinion » pour comprendre les méthodes d’évaluation retenues ainsi que les sources et hypothèses retenues dans le cadre de l’élaboration de leur « fairness opinion »;
- Réunions avec la Direction de la division « Siemens Mobility » et avec les représentants de Siemens pour corroborer notre compréhension de l’opération et pour comprendre les hypothèses retenues dans le cadre l’élaboration des plans d’affaires;
- Réunions avec les représentants d’Alstom pour corroborer notre compréhension de l’opération et pour comprendre les hypothèses retenues dans le cadre l’élaboration des plans d’affaires;
- Lecture de la présentation effectuée par les auditeurs d’Alstom au Comité d’Audit du groupe pour les exercices se terminant le 31 Mars 2016, 31 Mars 2017 et 31 Mars 2018;
- Lecture des comptes consolidés d’Alstom pour l’exercice se terminant le 31 Mars 2018;

- Entretiens concernant le plan d'affaires d'Alstom de mars 2017 pour les exercices se terminant le 31 Mars 2018 à 2020 et concernant le plan d'affaires d'Alstom de mars 2018 pour les exercices se terminant le 31 Mars 2019 à 2021;
- Entretiens avec Siemens et son auditeur concernant les états financiers combinés audités (« Audited Combined Financial Statements ») des activités de "Siemens Mobility" pour l'exercice se terminant le 30 septembre 2017 ;
- Lecture des états financiers combinés audités (« Audited Combined Financial Statements ») des activités de "Siemens Mobility" pour le premier semestre de l'exercice se terminant le 31 mars 2018;
- Lecture des présentations trimestrielles de l'auditeur du groupe Siemens au Comité d'audit de la division « Siemens Mobility » du deuxième trimestre de l'exercice se terminant le 30 Septembre 2016 au deuxième trimestre de l'année fiscale se terminant le 30 Septembre 2018 ;
- Entretiens avec les responsables des activités « Siemens Mobility » en relation avec le plan d'affaires pour les exercices se terminant le 30 Septembre 2018 à 2020;
- Analyse de l'évolution du nombre d'actions ordinaires d'Alstom entre août 2017 et mars 2018;
- Entretiens et analyse des documents pertinents afin d'appréhender la performance opérationnelle actuelle (« current trading ») des activités de « Siemens Mobility » au cours de l'exercice en cours;
- Analyse des méthodes d'évaluation retenues par Siemens Mobility Holding S.à r.l. et Alstom pour la valorisation de l'Apport Luxembourgeois et la Rémunération de l'Apport;
- Analyse de la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation retenues y inclus la revue arithmétique des modèles mis en place pour la détermination du rapport d'échange;
- Utilisation de techniques de valorisation alternatives afin de corroborer les résultats de valorisation obtenus;
- Obtention de lettres d'affirmation du management de Siemens, de Siemens Mobility Holding S.à r.l. et d'Alstom confirmant des sujets pouvant avoir un impact matériel sur l'estimation du rapport d'échange et confirmant que toutes les informations pertinentes et nécessaires à nos diligences nous ont été transmises;
- Prise de connaissance des événements significatifs intervenus depuis septembre 2017 pour apprécier leur impact éventuel sur le rapport d'échange;
- Prise de connaissance du projet de rapport de l'expert français concernant l'Apport Luxembourgeois.

Sur la base de nos diligences, aucun fait n'a été porté à notre attention qui nous laisse à penser que:

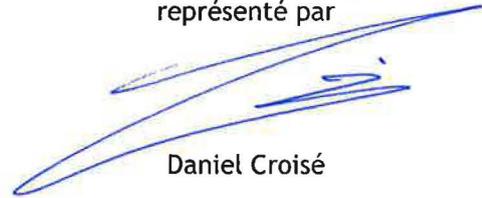
- le rapport d'échange de 218.809.039 actions ordinaires d'Alstom et 18.942.888 bons de souscription d'actions en rémunération de 100 % de titres de Siemens Mobility GmbH et 100 % de titres de Siemens Mobility Holding B.V. n'est pas pertinent et raisonnable;
- les méthodes d'évaluation retenues pour la détermination du rapport d'échange ne sont pas adéquates et appropriées dans les circonstances données.

Notre conclusion 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 présent rapport et la Date de Réalisation ou la Date de Détermination.

Notre rapport n'a pour seul objectif que celui de se conformer à l'Article 1031-6 de la Loi et ne peut être utilisé à d'autres fins.

Luxembourg, 30 mai 2018

BDO Audit
Cabinet de révision agréé
représenté par



Daniel Croisé

Annexe 8.3(B)
Méthode Multicritères d'appréciation de la valeur de l'Apport

Méthode Multicritères d'appréciation de la valeur de l'Apport

Pour les besoins de la présente annexe, « Apports » signifiera l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois.

1 Evaluation des Apports

1.1 Hypothèses financières ayant servi de base à l'évaluation des Apports

Conformément au Traité d'Apport Français et au présent Traité d'Apport, le Groupe Siemens apportera 100% des actions représentant ses Apports à Alstom, en contrepartie de (i) 227.314.658 nouvelles actions ordinaires Alstom et (ii) 18.942.888 BSA devant être émis par Alstom.

La valeur des actifs apportés a été déterminée sur la base d'une approche multicritères (voir paragraphe 1.2 « Description des critères retenus pour l'évaluation des Apports » ci-dessous).

Les hypothèses financières retenues pour établir la valorisation des Apports s'appuient sur leurs plans d'affaires, échangés dans le cadre des négociations et comprenant des prévisions sur deux ans, entre le 30 septembre 2017 et le 30 septembre 2019.

1.2 Description des critères retenus pour la valorisation des Apports

Les informations présentées au présent paragraphe 1.2 comprennent les informations devant être communiquées concernant la valeur d'entreprise des Apports, afin que (i) les actionnaires d'Alstom décident ou non d'approuver l'Opération Envisagée par un vote en assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Alstom et que (ii) le commissaire à la scission et l'expert indépendant luxembourgeois puissent motiver et justifier leur avis sur ces questions.

Les informations présentées au présent paragraphe 1.2 ont pour seul objet le respect des exigences susvisées et aucune des stipulations du présent paragraphe ne saurait être réputée constituer une prévision de bénéfices.

a. Méthodes d'évaluation écartées

Les méthodes présentées ci-dessous n'ont pas été retenues dans la mesure où elles n'ont pas été jugées pertinentes dans le cadre de l'Opération Envisagée :

- **Méthode des transactions comparables :**

Cette méthode repose sur des multiples de valorisation moyens tirés d'opérations portant sur une participation majoritaire dans des cibles qui exercent dans des secteurs et des lieux géographiques semblables, et sont comparables en termes de taille, de positionnement et de rentabilité. Il n'existe aucune opération récente portant sur une société semblable à l'Activité Cible de Siemens en termes d'activité, de portefeuille produits et d'exposition géographique. La cession des activités énergies d'Alstom à General Electric (date de réalisation en 2015) ne peut pas être retenue comme une transaction comparable, les activités cédées opérant dans des industries différentes.

- **Valorisation par l'actif net comptable :**

La méthode de l'actif net comptable ne représente pas un critère pertinent d'évaluation des Apports : cette référence, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, apparaît peu pertinente dans la mesure où elle ne tient compte ni de la valeur réelle des actifs incorporels des Apports (parts de marché, relations clients, image de marque, savoir-faire, etc.), ni des performances futures des Apports.

- Valorisation par l'actif net réévalué :

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des Apports des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan.

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les Apports sont essentiellement des actifs d'exploitation contrôlés avec une participation majoritaire. Cette méthode ne reflète pas les flux de trésorerie qui seront générés dans le futur par la société, dont les éléments d'actif n'ont pas vocation à être cédés.

- Méthode de l'actualisation des flux de dividendes :

Cette méthode, qui consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, des flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires, n'a pas été retenue étant donné qu'elle dépend essentiellement des projections de résultats futurs et des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et des contraintes de financement.

b. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues induisent des valeurs d'entreprise. Pour obtenir les valeurs des fonds propres, l'application des ajustements suivants est envisagée : (i) endettement financier net des Apports, (ii) ajustement lié aux autres dettes assimilées et équivalents de trésorerie des Apports, (iii) ajustement lié au besoin en fonds de roulement normatif des Apports, par l'ajout de tout surplus de besoin en fonds de roulement ou la soustraction de tout déficit de besoin en fonds de roulement entre le niveau normatif de besoin en fonds de roulement défini et la position effective du besoin en fonds de roulement à la Date de Détermination et (iv) la Distribution A (telle que décrite ci-après).

Les définitions des ajustements de dette nette des Apports (somme des ajustements (i) à (iv)) ont été arrêtées et ces ajustements seront évalués à la Date de Détermination. A titre illustratif, pour les besoins de la présente analyse, ces ajustements ont été retenus au 30 septembre 2017. Les ajustements de dette nette des Apports ont été répartis entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois.

Des synergies potentielles sont attendues à la suite de la Réalisation. Compte tenu de ces synergies potentielles, le Groupe Alstom et Siemens AG ont convenu du versement d'une distribution exceptionnelle aux actionnaires actuels du Groupe Alstom. Cette Distribution A, d'un montant de 4 euros par action (montant indicatif utilisé de 885 millions d'euros ; cependant, le montant effectif dépendra du nombre d'actions en circulation à la Date de Référence), sera versée par le Groupe Alstom mais sera imputé économiquement à Siemens par incorporation de la Distribution A dans les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres des Apports (montant qui vient en déduction de la valeur des fonds propres des Apports). La Distribution A est répartie entre les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois, sur la base du poids respectif de l'EBIT (résultat avant intérêts et impôts) des deux périmètres (24 millions d'euros et 862 millions d'euros respectivement pour l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois). Ce versement est destiné à renforcer l'attractivité du rapprochement pour les actionnaires actuels du Groupe Alstom et à faciliter davantage le rapprochement.

En outre, afin d'atteindre l'objectif de parité d'échange de la valeur des fonds propres de 49,33%/50,67% pour les actionnaires actuels du Groupe Alstom / le Groupe Siemens, un apport complémentaire de dette / dette assimilée ou de trésorerie sera réalisé, globalement, par le biais soit de l'Apport Français, soit de l'Apport Luxembourgeois, soit des deux sur la base des ajustements effectifs de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres à la Date de Détermination. A titre illustratif, et pour les besoins du calcul des parités d'échange de la présente annexe, l'hypothèse retenue est que l'apport complémentaire de dette / dette assimilée ou de trésorerie serait réalisé par le biais de l'Apport Luxembourgeois. Sur cette base, les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

au 30 septembre 2017 s'établissent à (18) millions d'euros et (2.037) millions d'euros respectivement pour l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois, soit un total de (2.055) millions d'euros.

Afin de déterminer la valeur des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois hors impact de l'Opération Envisagée, la Distribution A (885 millions d'euros) doit être additionnée aux valeurs des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois, à hauteur de 24 millions d'euros et 862 millions d'euros respectivement (répartition en fonction des poids respectif des EBIT (résultat avant intérêts et impôts) des deux périmètres).

i. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à estimer les flux de trésorerie à moyen terme et à les extrapoler à l'infini. Les flux de trésorerie sont définis comme des flux de trésorerie « disponibles », c'est-à-dire après déduction des impôts, des variations du besoin en fonds de roulement et des dépenses d'investissement, mais avant déduction des produits et charges financiers. Le résultat net des sociétés mises en équivalence est évalué séparément sur la base des multiples boursiers du Groupe Alstom. Les flux de trésorerie futurs représentent donc les flux de trésorerie disponibles pour la rémunération du capital investi (fonds propres et endettement financier). Cette méthode d'évaluation a pour objet de calculer la valeur d'entreprise d'une société sur la base de la somme des flux de trésorerie disponibles futurs générés par la société, actualisés au 30 septembre 2017 par le coût moyen pondéré du capital (CMPC). L'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs des Apports repose sur leurs plans d'affaires, échangés dans le cadre des négociations, pour les deux périmètres (Apport Français et Apport Luxembourgeois), comprenant des prévisions sur deux ans, entre le 30 septembre 2017 et le 30 septembre 2019, avant de calculer une valeur terminale. Il convient de noter que la performance financière couvrant la période du 30 septembre 2017 au 31 mars 2018 de l'Activité Cible de Siemens, n'est pas sensiblement différente de celle du plan d'affaires.

Le CMPC a été déterminé en fonction des paramètres financiers du secteur et un taux de l'ordre de 8,0-9,0% a été retenu pour l'Apport Français ainsi que pour l'Apport Luxembourgeois.

Par ailleurs, le Taux de Croissance Perpétuel (TCP) retenu pour le calcul de la valeur terminale est de 1,5%.

Sur la base de ces hypothèses, la sensibilité de la valorisation des Apports aux principaux paramètres de valorisation est la suivante :

- une variation du CMPC de +/-0,25% génère un delta de -3%/+4% et -4%/+4% de la valeur des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois ;
- une variation du TCP de +/-0,25% génère un delta de +4%/-3% et +4%/-4% de la valeur des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois.

En fonction des paramètres de CMPC (de l'ordre de 8,0-9,0%) / TCP (1,5%) et des plans d'affaires des Apports, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs aboutit à une valeur d'entreprise de 220-251 millions d'euros pour l'Apport Français et de 9.349-10.658 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois.

Ainsi, la valeur des fonds propres des Apports s'établit à 202-233 millions d'euros pour l'Apport Français et 7.313-8.621 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois.

ii. Méthode des multiples boursiers

La méthode des multiples boursiers consiste à appliquer les multiples boursiers observés pour des sociétés cotées comparables (pairs) aux agrégats financiers estimés des Apports, afin d'obtenir la valeur implicite des fonds propres de la société analysée.

Un échantillon de sociétés internationales exerçant leurs activités dans le secteur de la conception et de la fabrication de matériel roulant, des composants systèmes et dans le secteur des services de transport a été étudié. L'échantillon de pairs sélectionné est composé de sociétés ayant des activités commerciales similaires et une base opérationnelle comparable à celles du Groupe Alstom et de l'Activité Cible de Siemens, à savoir : Bombardier Transportation selon la méthode de la somme des parties, CAF, Talgo, Ansaldo STS et Vossloh Rail Infrastructure selon la méthode de la somme des parties.

Les multiples boursiers retenus sont appliqués aux EBIT (résultat avant intérêts et impôts) des Apports avant les charges de restructuration et hors éléments exceptionnels, qui incluent la contribution de résultat net des sociétés mises en équivalence.

L'agrégat de chiffre d'affaires ne reflète pas la rentabilité du portefeuille produits, qui est très diversifié dans ce secteur.

L'agrégat d'EBITDA (bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements) ne reflète pas l'intensité capitalistique, qui constitue l'une des composantes-clés de la croissance dans ce secteur. C'est pourquoi ces agrégats n'ont pas été retenus dans le cadre de la méthode des multiples boursiers. L'agrégat de résultat net n'a pas été retenu en raison de divergences empêchant la comparaison des structures financières des pairs.

Les multiples de sociétés comparables ont été calendarisés au 30 septembre 2017, par souci de cohérence avec les données financières du Groupe Alstom et des Apports retenues.

Multiples de sociétés comparables (20 septembre 2017)		
Sociétés comparables	VE/EBIT (x)	
	30/09/2018e	30/09/2019e
Ansaldo STS	13,4x	12,9x
CAF	9,4x	8,3x
Talgo	11,3x	10,2x
Bombardier - Transportation	6,4x	5,8x
Vossloh - Rail Infrastructure	13,0x	11,7x
Moyenne	10,7x	9,8x

Sources : Sociétés, Factset, Analystes

Cette méthode aboutit à une valeur d'entreprise des Apports de l'ordre de 236-285 millions d'euros pour l'Apport Français et de 10.019-10.354 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois, sur la base de prévisions financières des exercices considérés, clos en septembre 2018 et septembre 2019.

Ainsi, la valeur des fonds propres des Apports s'établit à 218-266 millions d'euros pour l'Apport Français et 7.982 - 8.318 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois.

iii. Valorisation du Groupe Siemens par des analystes financiers selon la méthode de la somme des parties

Plusieurs analystes financiers couvrant le Groupe Siemens réalisent des analyses selon la méthode de la somme des parties retenant les valorisations et multiples de valorisation de référence pour la Division « Mobilité » du Groupe Siemens figurant dans les comptes du Groupe Siemens. Ce périmètre n'est donc

pas comparable à celui des Apports. Le tableau ci-dessous présente les dernières notes d'analystes financiers publiées après la publication des données financières de Siemens pour le 3^{ème} trimestre 2016/2017 le 3 août 2017, excluant les valeurs minimum et maximum.

La valeur d'entreprise de l'Activité Cible de Siemens sur la base de la moyenne de ces analystes a été répartie entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois en fonction de la contribution estimée de chacun d'eux à l'EBIT 2018. Les valeurs d'entreprises des analystes financiers ont été ajustées de sorte à tenir compte de la valeur de l'EBIT supplémentaire provenant des activités « Traction Drives » et des économies liées à la sortie du Groupe Siemens de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois. Ces ajustements ont été évalués sur la base des multiples de la valeur d'entreprise implicite / EBIT 2018e de l'Activité Cible de Siemens résultant des estimations des analystes financiers retenus selon l'approche SOTP.

Il convient de noter que ces valeurs sont fondées sur le point de vue des analystes et dépendent donc fortement des hypothèses individuelles que chacun d'entre eux a faites, et qui sont susceptibles de varier sensiblement d'un analyste à l'autre, ainsi que sur des hypothèses internes retenues par les parties pour les autres méthodes d'évaluation.

Analystes	Date	EBIT Sep-18e (M€)	Valeur d'Entreprise Groupe Siemens Mobility (M€)	VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)
Exane	11-sept.-17	750	6.753	9,0x
Barclays	18-août-17	701	7.700	11,0x
Jefferies	04-août-17	788	7.875	10,0x
Morgan Stanley	04-août-17	830	8.302	10,0x
Société Générale	04-août-17	750	7.496	10,0x
Moyenne		764	7.625	10,0x
Min - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			6.753	9,0x
Max - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			8.302	11,0x

Source : Analystes

Cette approche aboutit à une valeur d'entreprise de l'ordre de 227-279 millions d'euros pour l'Apport Français et 8.324-10.217 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois, sur la base d'estimations financières concernant l'exercice clos en septembre 2018.

Ainsi, la valeur des fonds propres des Apports s'établit à 209-261 millions d'euros pour l'Apport Français et 6.287-8.180 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois.

c. Synthèse des valorisations obtenues

Le tableau ci-dessous présente la synthèse de la Valeur des fonds propres des Apports selon l'approche multicritères.

Valeur des Fonds Propres (M€)	Apport Français		Apport Luxembourgeois		Contributions	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Actualisation des flux de trésorerie	202	233	7.313	8.621	7.514	8.854
Multiples boursiers	218	266	7.982	8.318	8.201	8.584
Valorisation des analystes	209	261	6.287	8.180	6.496	8.441
Moyenne des méthodologies	210	253	7.194	8.373	7.404	8.627

1.3 Valeur des Apports

L'Apport Luxembourgeois et l'Apport Français constituant une opération à l'envers, ceux-ci doivent être effectués à la valeur nette comptable, conformément à la réglementation comptable applicable (Règlement de l'ANC n°2017-01 du 5 mai 2017).

L'Apport Français

La valeur nette comptable de l'Apport Français ne permettant pas de rémunérer l'apport, celui-ci a été réalisé à la valeur réelle, en application de la dérogation prévue par le règlement comptable précité. La valeur réelle de l'Apport Français a été retenue à 231.141.816 euros.

L'Apport Luxembourgeois

L'Apport Luxembourgeois est apporté pour sa valeur nette comptable, représentative de la valeur réelle, à l'exception de la part de l'Activité Cible de Siemens exploitée en Allemagne pour laquelle la valeur nette comptable historique a été retenue. La valeur d'apport de l'Apport Luxembourgeois s'élève à 4.496.498.358 euros.

2. Rémunération des Apports

Les plans d'affaires respectifs du Groupe Alstom et des Apports ont été échangés dans le cadre des négociations. Les prévisions financières retenues pour les besoins de cet exercice de valorisation proviennent de ces plans d'affaires. Le plan d'affaires d'Alstom a été validé par le Conseil d'Administration d'Alstom. Les plans d'affaires des Apports de Siemens ont été validés par la direction de la Division « Mobilité ». Les plans d'affaires du Groupe Alstom et des Apports de Siemens ne prennent pas en compte la nouvelle norme IFRS 15. Les plans d'affaires des Apports de Siemens intègrent des économies estimées liées à la sortie du Groupe Siemens.

Dans la mesure où les dates de clôture de l'exercice comptable du Groupe Alstom et du Groupe Siemens sont différentes, à savoir le 31 mars pour Alstom et le 30 septembre pour Siemens, les données financières d'Alstom ont été calendarisées au 30 septembre, afin de les rendre comparables. Cette calendarisation a été effectuée selon une hypothèse de contribution de 50%/50% des agrégats financiers du mois de mars de l'année N et du mois de mars de l'année N+1.

Les niveaux de besoin en fonds de roulement normatifs du Groupe Alstom et des Apports ont été obtenus en calculant la moyenne des besoins en fonds de roulement historique sur les six derniers trimestres, jusqu'au 30 juin 2017 (inclus).

Par ailleurs, les deux sociétés ont convenu d'une définition des ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres qui, pour les besoins de la présente analyse, a été appliquée à titre illustratif sur la base des comptes au 30 septembre 2017.

2.1 Calcul de la rémunération des Apports

Les modalités et conditions de l'Opération Envisagée sont le fruit des négociations intervenues entre le Groupe Alstom et Siemens. Les parties ont convenu que les Apports seraient rémunérés par l'émission de 227.314.658 nouvelles actions ordinaires Alstom, représentant 50,67% du capital d'Alstom en circulation à la Date de Détermination et au moins 50% du capital social d'Alstom sur la base d'un nombre Entièrement Dilué d'actions à la Réalisation, simultanément à l'émission de 18.942.888 BSA en rémunération de l'Apport Luxembourgeois, permettant d'acquérir une participation supplémentaire de 2,0% des fonds propres sur la base d'un nombre Entièrement Dilué d'actions pendant un délai de deux ans, à compter du quatrième (4^{ème}) anniversaire de la décision du Conseil d'Administration d'Alstom d'émettre les BSA.

Les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres envisagés sont les suivants : (i) endettement financier net du Groupe Alstom et des Apports, (ii) ajustements liés aux autres dettes assimilées et équivalents de trésorerie du Groupe Alstom et des Apports, (iii) ajustement lié au besoin en fonds de roulement normatif du Groupe Alstom et des Apports, par l'ajout de tout surplus de besoin en fonds de roulement ou la soustraction de tout déficit de besoin en fonds de roulement entre le niveau normatif de besoin en fonds de roulement défini et la position effective du besoin en fonds de roulement à la Date de Détermination, et (iv) Distribution A pour les Apports et Distribution B pour le Groupe Alstom (telles que décrites ci-après). La définition des ajustements de dette nette du Groupe Alstom / des Apports (somme des points (i) à (iv)) a été arrêtée, et ces ajustements seront évalués à la Date de Détermination.

Des synergies potentielles sont attendues à la suite de la Réalisation. Compte tenu de ces synergies potentielles, le Groupe Alstom et Siemens ont convenu du versement d'une distribution exceptionnelle aux actionnaires actuels du Groupe Alstom. Cette Distribution A, d'un montant de 885 millions d'euros, versée par le Groupe Alstom, sera imputée économiquement à Siemens par incorporation de la Distribution A dans les ajustements entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres des

Apports (montant qui vient en déduction de la valeur des fonds propres des Apports). A cet effet, la Distribution A est répartie entre les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de l'Apport Français et de l'Apport Luxembourgeois, sur la base du poids respectif de l'EBIT (résultat avant intérêts et impôts) des deux périmètres (respectivement 24 millions d'euros affecté à l'Apport Français et 862 millions d'euros affecté à l'Apport Luxembourgeois). Ce versement est destiné à renforcer l'attractivité du rapprochement pour les actionnaires actuels du Groupe Alstom.

Les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres du Groupe Alstom doivent également inclure l'ajustement de la Distribution B devant être versée par le Groupe Alstom aux actionnaires actuels du Groupe Alstom, d'un montant plafonné à 881 millions d'euros. A titre illustratif, le montant maximum a été retenu à ce stade et est basé sur les prévisions actuelles et les hypothèses d'Alstom à ce jour. Le montant effectif devant être versé fera l'objet d'ajustements qui ne seront connus qu'à la Date de Détermination.

Sur la base de ces paramètres fixes, à savoir : (i) les valeurs d'entreprise du Groupe Alstom et des Apports et (ii) les ajustements de dette nette du Groupe Alstom et des Apports, un mécanisme a été arrêté afin d'atteindre l'objectif de parité d'échange de la valeur des fonds propres de 49,33%/50,67% : un apport complémentaire de dette / dette assimilée ou de trésorerie sera réalisé, globalement, par le biais soit de l'Apport Français, soit de l'Apport Luxembourgeois, soit des deux sur la base des calculs à la Date de Détermination afin d'atteindre cet objectif de parité d'échange de la valeur des fonds propres. A titre illustratif, et pour les besoins du calcul des parités d'échange de la présente annexe, l'hypothèse retenue est que l'apport complémentaire de dette / dette assimilée ou de trésorerie serait réalisé par le biais de l'Apport Luxembourgeois.

Le total des ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'Alstom s'élève à 698 millions d'euros au 30 septembre 2017.

Les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres des Apports au 30 septembre 2017 s'élèvent à (18) millions d'euros pour l'Apport Français et à (2.037) millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois, soit un total de (2.055) millions d'euros.

Afin de déterminer la valeur des fonds propres du Groupe Alstom hors impact de l'Opération Envisagée, la Distribution B (881 millions d'euros) doit être additionnée à la valeur des fonds propres du Groupe Alstom figurant dans la présente section.

Afin de déterminer la valeur des fonds propres des Apports hors impact de l'Opération Envisagée, la Distribution A (885 millions d'euros) doit être additionnée à la Valeur des fonds propres des Apports figurant dans la présente section.

a. Méthode d'évaluation retenue pour déterminer la valeur d'entreprise relative

Les informations présentées ci-dessous aux paragraphes b) à f) ci-dessous comprennent les informations devant être communiquées sur la valeur d'entreprise d'Alstom et la valeur d'entreprise des Apports, afin que (i) les actionnaires d'Alstom décident ou non d'approuver l'Opération Envisagée par un vote en assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Alstom, et (ii) le commissaire à la scission et l'expert indépendant luxembourgeois puissent motiver et justifier leur avis sur ces sujets.

Les informations présentées ci-dessous aux paragraphes b) à f) ci-dessous ont pour seul objet le respect des exigences susvisées et aucun des développements de cette section ne saurait constituer une prévision de bénéfices.

b. Méthodes d'évaluations non retenues

Les méthodes indiquées ci-dessous n'ont pas été retenues pour évaluer la parité d'échange, dans la mesure où elles n'ont pas été jugées pertinentes dans le cadre de l'Opération Envisagée :

- **Méthode des multiples des transactions comparables :**

Cette méthode repose sur des multiples de valorisation moyens tirés d'opérations portant sur une participation majoritaire dans des cibles qui exercent dans des secteurs et des lieux géographiques semblables, et sont comparables en termes de taille, de positionnement et de rentabilité. Il n'existe aucune opération récente portant sur une société semblable à Alstom ou à l'Activité Cible de Siemens en termes d'activité, de portefeuille produits et d'exposition géographique. La cession des activités énergies d'Alstom à General Electric (date de réalisation en 2015) ne peut pas être retenue comme une transaction comparable, les activités cédées opérant dans des industries différentes.

- **Valorisation par l'actif net comptable :**

La méthode de l'actif net comptable ne représente pas un critère pertinent d'évaluation d'Alstom ou des Apports : cette référence, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, apparaît peu pertinente dans la mesure où elle ne tient compte ni de la valeur réelle des actifs incorporels des deux sociétés (parts de marché, relations clients, image de marque, savoir-faire, etc.), ni de leurs performances futures.

- **Valorisation par l'actif net réévalué :**

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable d'Alstom et des Apports des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan.

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où Alstom et les Apports sont essentiellement des actifs d'exploitation contrôlés avec une participation majoritaire. Cette méthode ne reflète pas les flux de trésorerie qui seront générés dans le futur par la société, dont les éléments d'actifs n'ont pas vocation à être cédés.

- **Méthode de l'actualisation des flux de dividendes :**

Cette méthode, qui consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, des flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires, n'a pas été retenue étant donné qu'elle dépend essentiellement des projections de résultats futurs et des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et des contraintes de financement.

c. Méthodes d'évaluation retenues pour le Groupe Alstom et l'Apport Français de Siemens

La parité d'échange a été évaluée selon une approche multicritères tenant compte (i) de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs, (ii) des multiples boursiers ou multiples de divisions comparables dans le secteur des équipements de transport ferroviaire provenant d'analyses réalisées en ayant recours à la méthode de la somme des parties, (iii) de l'évaluation du cours de bourse de l'action Alstom en utilisant différentes dates de référence, et (iv) du cours cible des analystes pour le Groupe Alstom et d'une valorisation du Groupe Siemens selon la méthode de la somme des parties.

i. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à estimer les flux de trésorerie à moyen terme et à les extrapoler à l'infini. Les flux de trésorerie sont définis comme des flux de trésorerie « disponibles », c'est-à-dire après déduction des impôts, des variations du besoin en fonds de roulement et des dépenses d'investissement, mais avant déduction des produits et charges financiers. Le résultat net des sociétés mises en équivalence est évalué séparément sur la base des multiples boursiers du Groupe Alstom. Les flux de trésorerie futurs représentent donc les flux de trésorerie disponibles pour

la rémunération du capital investi (fonds propres et endettement financier). Cette méthode d'évaluation a pour objet de calculer la valeur d'entreprise d'une société sur la base de la somme des flux de trésorerie disponibles futurs générés par la société, actualisés au 30 septembre 2017 par le coût moyen pondéré du capital (CMPC). L'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs de l'Apport Français repose sur son plan d'affaires, échangé dans le cadre des négociations, comprenant des prévisions sur deux ans, entre le 30 septembre 2017 et le 30 septembre 2019, avant de calculer une valeur terminale. L'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs du Groupe Alstom est basée sur son plan d'affaires transmis dans le cadre des négociations comprenant des prévisions sur trois ans, entre le 31 mars 2018 et le 31 mars 2020, avant de calculer une valeur terminale. Les flux de trésorerie retenus pour le Groupe Alstom ne tiennent pas compte des opérations de Fusions & Acquisitions, des frais de séparation liés aux activités non-poursuivies et des autres éléments non-récurrents du flux de trésorerie. Il convient de noter que la performance financière couvrant la période du 30 septembre 2017 au 31 mars 2018 d'Alstom et de l'Activité Cible de Siemens, n'est pas sensiblement différente de celle des plans d'affaires.

Le CMPC a été déterminé en fonction des paramètres financiers du secteur et un taux de l'ordre de 8,0-9,0% a été retenu pour le Groupe Alstom et pour l'Apport Français.

Par ailleurs, le Taux de Croissance Perpétuel (TCP) retenu pour le calcul de la valeur terminale est de 1,5%.

Sur la base de ces hypothèses, la sensibilité de la valorisation du Groupe Alstom et de l'Apport Français aux principaux paramètres de valorisation est la suivante :

- une variation du CMPC de +/-0,25% génère un delta de -3%/+3% de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom ;
- une variation du CMPC de +/-0,25% génère un delta de -3%/+4% de la valeur des fonds propres de l'Apport Français ;
- une variation du TCP de +/-0,25% génère un delta de +3%/-3% de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom ;
- une variation du TCP de +/-0,25% génère un delta de +4%/-3% de la valeur des fonds propres de l'Apport Français.

En fonction des paramètres CMPC (de l'ordre de 8,0-9,0%) / TCP (1,5%) et des plans d'affaires du Groupe Alstom et de l'Apport Français, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs aboutit à une valeur des fonds propres de 7.399-8.359 millions d'euros et de 202-233 millions d'euros.

ii. Méthode des multiples boursiers

La méthode des multiples boursiers consiste à appliquer les multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables (pairs) aux agrégats financiers estimés du Groupe Alstom et de l'Apport Français, afin d'obtenir la valeur implicite des fonds propres de la société analysée.

Un échantillon de sociétés internationales exerçant leurs activités dans le secteur de la conception et de la fabrication de matériel roulant, des composants systèmes et dans le secteur des services de transport a été étudié. L'échantillon de pairs sélectionné est composé de sociétés ayant des activités commerciales similaires et une base opérationnelle comparable à celles du Groupe Alstom et de l'Activité Cible de Siemens, à savoir : Bombardier Transportation selon la méthode de la somme des parties, CAF, Talgo, Ansaldo STS et Vossloh Rail Infrastructure selon la méthode de la somme des parties.

Les multiples boursiers retenus sont appliqués aux EBIT (résultat avant intérêts et impôts) du Groupe Alstom et de l'Apport Français avant les charges de restructuration et hors éléments exceptionnels, qui incluent la contribution de résultat net des sociétés mises en équivalence.

L'agrégat de chiffre d'affaires ne reflète pas la rentabilité du portefeuille produits, qui est très diversifié dans ce secteur.

L'agrégat d'EBITDA (bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements) ne reflète pas l'intensité capitalistique, qui constitue l'un des composants-clés de la croissance dans ce secteur. C'est pourquoi ces agrégats n'ont pas été retenus dans le cadre de la méthode des multiples boursiers. L'agrégat de résultat net n'a pas été retenu en raison de divergences empêchant la comparaison des structures financières des pairs.

Les multiples de sociétés comparables ont été calendarisés au 30 septembre, par souci de cohérence avec les données financières du Groupe Alstom et de l'Apport Français retenues.

Multiples de sociétés comparables (20 septembre 2017)		
Sociétés comparables	VE/EBIT (x)	
	30/09/2018e	30/09/2019e
Ansaldo STS	13,4x	12,9x
CAF	9,4x	8,3x
Talgo	11,3x	10,2x
Bombardier - Transportation	6,4x	5,8x
Vossloh - Rail Infrastructure	13,0x	11,7x
Moyenne	10,7x	9,8x

Sources : Sociétés, Factset, Analystes

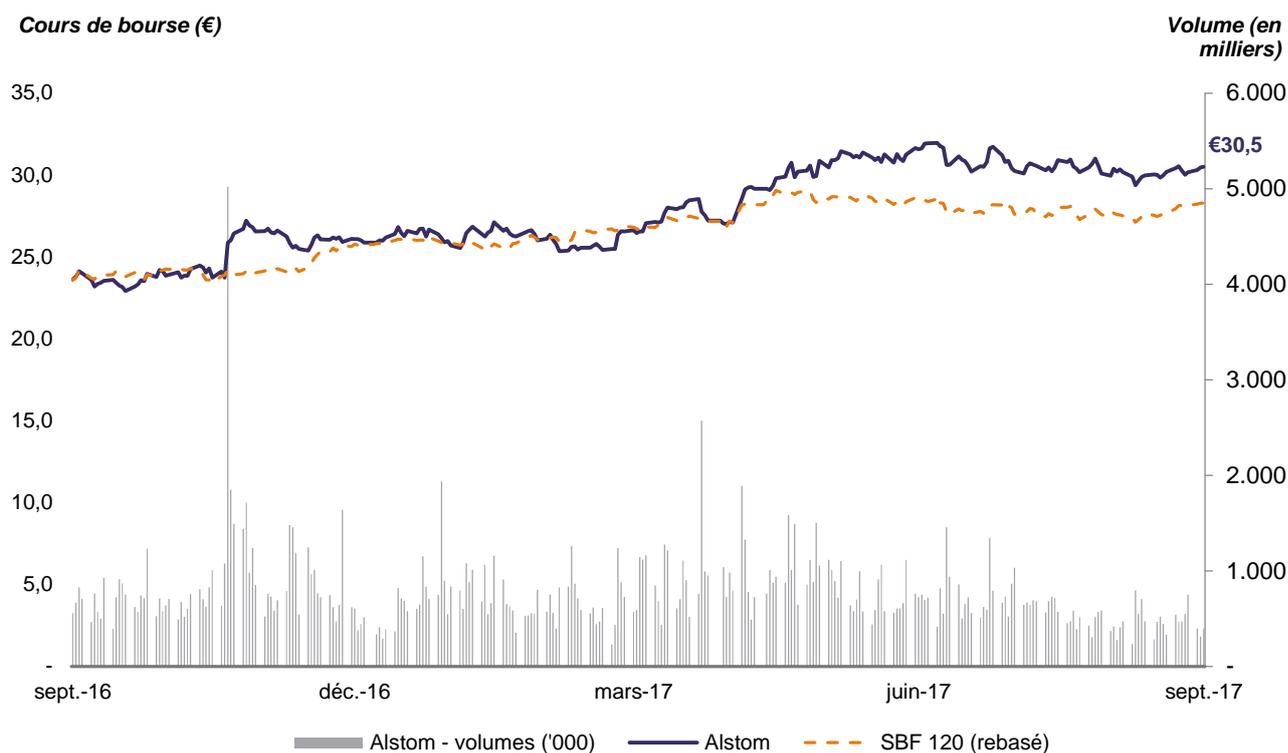
Cette méthode permet d'obtenir une valeur des fonds propres de l'ordre de 7.523-7.760 millions d'euros pour le Groupe Alstom et de 218- 66 millions d'euros pour l'Apport Français.

iii. Evaluation du cours de bourse des actions du Groupe Alstom en utilisant différentes dates de référence

Alstom est l'entreprise cotée la plus comparable à la division « Mobilité » du Groupe Siemens en termes d'activités, de taille et de présence géographique. Le multiple de valeur d'entreprise / EBIT induit par la capitalisation boursière d'Alstom est un critère pertinent pour valoriser l'Activité Cible de Siemens. Le multiple de valeur d'entreprise / EBIT induit par le cours d'Alstom a été appliqué à l'Apport Français de manière à déterminer la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de l'Apport Français.

Les actions du Groupe Alstom sont admises aux négociations sur le Compartiment A du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0010220475.

Compte tenu de l'importance du flottant (71,98% du capital social du Groupe Alstom au 20 septembre 2017, source : AMF) et de la liquidité suffisante (rotation du flottant en 10 mois, source : Bloomberg), le cours de l'action peut être considéré comme un indicateur pertinent de la valeur de l'action du Groupe Alstom.



Source : Factset

Le tableau ci-dessous présente le cours moyen pondéré par les volumes échangés de l'action du Groupe Alstom sur les 12 mois précédant les premières rumeurs relatives à l'Opération Envisagée, le 21 septembre 2017, et le communiqué de presse officiel du Groupe Alstom du 22 septembre 2017, confirmant les discussions avec Siemens. Les valeurs des fonds propres du Groupe Alstom sont calculées sur la base des actions du Groupe Alstom en circulation au 31 août 2017, soit 220,3 millions d'actions. Il a été déduit de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom ont été diminuées le montant de la Distribution B, plafonné à 881 millions d'euros.

Cours de bourse	Cours de bourse (€)	Valeur des Fonds Propres d'Alstom (M€)	Valeur des Fonds Propres ajustés d'Alstom (M€)
Cours de bourse non affecté (20/09/17)	30,5	6.719	5.838
1 mois - CPMV	30,1	6.625	5.744
3 mois - CPMV	30,6	6.748	5.867
6 mois - CPMV	29,8	6.573	5.692
12 mois - CPMV	27,7	6.095	5.214

Source : Factset

La valeur des fonds propres d'Alstom est de l'ordre de 5.214-5.867 millions d'euros et est évaluée sur la base des cours moyens pondérés par les volumes échangés les plus bas et les plus élevés observés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Le multiple valeur d'entreprise implicite / EBIT du Groupe Alstom au 30 septembre 2018 est appliqué à l'EBIT de l'Apport Français sur la base de consensus établis par des analystes financiers hors les charges de restructuration et éléments exceptionnels, incluant la quote-part du résultat des sociétés

mises en équivalence. L'EBIT obtenu par les consensus des analystes financiers a été réparti entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois sur la base de l'importance relative de l'EBIT de chaque apport. Les estimations de l'EBIT réalisées par les analystes financiers ont été ajustées pour refléter les activités « Traction Drives » et les économies liées à la sortie du Groupe Siemens.

Dans le cadre de cette méthodologie, et dans la mesure où la valorisation obtenue pour le Groupe Alstom correspond à l'opinion du marché, les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retenus pour calculer les multiples valeur d'entreprise / EBIT du Groupe Alstom sont fondés sur un consensus des notes établies par des analystes financiers. Ce consensus est calculé sur la base des notes établies par 4 analystes financiers et s'établit à 1.905 millions d'euros au 31 mars 2017.

Cette méthode aboutit à une valeur des fonds propres de l'Apport Français de l'ordre de 163-191 millions d'euros sur la base des multiples valeur d'entreprise / EBIT induits par les cours moyens pondérés par les volumes d'Alstom les plus bas et les plus élevés observés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

iv. Cours cibles des analystes pour le Groupe Alstom et valorisation du Groupe Siemens selon la méthode de la somme des parties

Les actions du Groupe Alstom font l'objet d'un suivi régulier de la part des services de recherche d'établissements financiers réputés. Les analystes établissent des cours cibles sur le Groupe Alstom. Le cours cible moyen de l'action du Groupe Alstom a été utilisé pour calculer la valeur des fonds propres du Groupe Alstom, sur la base des actions du Groupe Alstom en circulation au 31 août 2017, soit 220,3 millions d'actions.

Le tableau suivant indique les cours cibles d'analystes financiers ayant publié des prévisions entre le 13 juillet 2017, date à laquelle le Groupe Alstom a publié ses résultats du 1^{er} trimestre 2017/18, et le 20 septembre 2017, date du dernier cours de bourse non affecté (cours de bourse de référence) d'Alstom avant les premières rumeurs de l'opération, le 21 septembre 2017, et le communiqué de presse officiel d'Alstom publié le 22 septembre 2017, confirmant les discussions avec Siemens. Le tableau ci-dessous ne comprend pas les valeurs minimum et maximum des cours cibles publiés par les analystes.

Il convient de noter que ces valeurs sont fondées sur le point de vue extérieur des analystes et dépendent donc fortement des hypothèses individuelles que chacun d'entre eux a faites, et qui sont susceptibles de varier sensiblement d'un analyste à l'autre, ainsi que sur des hypothèses internes retenues par les parties pour les autres méthodes d'évaluation.

Analystes	Date	Recommandation	Cours cibles (€)	Valeur des Fonds Propres implicites d'Alstom (M€)	Valeur des Fonds Propres ajustés d'Alstom (M€)
Kepler Cheuvreux	15-sept.-17	Hold	31,0	6.829	5.948
AlphaValue	07-sept.-17	Add	33,4	7.357	6.476
Morgan Stanley	05-sept.-17	Equal-weight	31,1	6.851	5.970
Société Générale	31-août-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Citi	15-août-17	Neutral	31,0	6.829	5.948
Goldman Sachs	17-juil.-17	Neutral	30,0	6.608	5.727
Invest Securities	17-juil.-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Deutsche Bank	14-juil.-17	Hold	29,0	6.388	5.507
BoA Merrill Lynch	14-juil.-17	Neutral	32,5	7.159	6.278
InterMonte	14-juil.-17	Neutral	31,0	6.829	5.948
JP Morgan	13-juil.-17	Overweight	34,0	7.490	6.609
UBS	13-juil.-17	Buy	34,0	7.490	6.609
RedBurn	13-juil.-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Barclays	13-juil.-17	Overweight	33,0	7.269	6.388
Moyenne			32,5	7.159	6.278
Min			29,0	6.388	5.507
Max			35,0	7.710	6.829

Source : Analystes

Les actions du Groupe Alstom admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, bénéficient d'un flottant conséquent et d'une liquidité suffisante pour servir de référence de valorisation.

Les cours cibles des analystes se situent entre 29,0 euros et 35,0 euros par action, avec une moyenne de 32,5 euros par action.

Les valeurs des fonds propres du Groupe Alstom ont été diminuées du montant de la Distribution B, plafonné à 881 millions d'euros.

Cette méthode aboutit à une valeur des fonds propres ajustée du Groupe Alstom de l'ordre de 5.507-6.829 millions d'euros.

En ce qui concerne Siemens, plusieurs analystes financiers couvrant le Groupe Siemens réalisent des analyses en faisant application de la méthode de la somme des parties et en retenant des multiples de valorisation de référence pour la Division « Mobilité » du Groupe Siemens figurant dans les comptes du Groupe Siemens. Ce périmètre n'est donc pas directement comparable à celui des Apports. Le tableau ci-dessous présente les dernières notes d'analystes financiers publiées après la publication des données financières de Siemens pour le 3^{ème} trimestre 2016/2017 le 3 août 2017 et avant la date de signature du protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) conclu entre Alstom et Siemens AG le 26 septembre 2017, excluant les valeurs minimum et maximum.

La valeur d'entreprise de l'Activité Cible de Siemens sur la base des estimations des analystes financiers retenus a été répartie entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois en fonction de l'estimation de leur contribution respective à l'EBIT 2018. La valeur d'entreprise a été ajustée pour refléter la valeur de l'EBIT supplémentaire provenant des activités « Traction Drives » et des économies liées à la sortie de l'Apport Français du Groupe Siemens. Ces ajustements ont été évalués sur la base des multiples valeur d'entreprise implicite / EBIT 2018e de l'Activité Cible de Siemens résultant des estimations établies par les analystes financiers retenus en faisant application de la méthode de la somme des parties.

Il convient de noter que ces valeurs sont fondées sur le point de vue extérieur des analystes et dépendent donc fortement des hypothèses individuelles que chacun d'entre eux a faites, et qui sont susceptibles de varier sensiblement d'un analyste à l'autre, ainsi que sur des hypothèses internes retenues par les parties pour les autres méthodes d'évaluation.

Analystes	Date	EBIT Sep-18e (M€)	Valeur d'Entreprise Groupe Siemens Mobilité (M€)	VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)
Exane	11-sept.-17	750	6.753	9,0x
Barclays	18-août-17	701	7.700	11,0x
Jefferies	04-août-17	788	7.875	10,0x
Morgan Stanley	04-août-17	830	8.302	10,0x
Société Générale	04-août-17	750	7.496	10,0x
Moyenne		764	7.625	10,0x
Min - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			6.753	9,0x
Max - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			8.302	11,0x

Source : Analystes

Cette approche aboutit à une valeur d'entreprise de l'Apport Français de l'ordre de 227-279 millions d'euros sur la base des estimations financières concernant l'exercice clos en septembre 2018.

Ainsi, la valeur des fonds propres de l'Apport Français s'établit à 209-261 millions d'euros.

v. Synthèse des valorisations obtenues

Le tableau ci-dessous présente la synthèse de la valeur respective des fonds propres du Groupe Alstom et de l'Apport Français évaluée selon l'approche multicritères.

		<u>Actualisation des flux de trésorerie</u>		<u>Multiples boursiers</u>		<u>Cours de bourse Alstom</u>		<u>Valorisation des analystes</u>	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Groupe Alstom	Valeur des Fonds Propres du Groupe Alstom (M€)	7.399	8.359	7.523	7.760	5.214	5.867	5.507	6.829
Apport Français	Valeur des Fonds Propres (M€)	202	233	218	266	163	191	209	261

d. Méthodes d'évaluation retenues pour le Groupe Alstom et l'Apport Luxembourgeois

La parité d'échange a été évaluée selon une approche multicritères tenant compte (i) de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs, (ii) des multiples boursiers ou multiples de divisions comparables dans le secteur des équipements de transport ferroviaire provenant d'analyses réalisées en ayant recours à la méthode de la somme des parties, (iii) de l'évaluation du cours de bourse de l'action Alstom en utilisant différentes dates de référence, et (iv) du cours cible des analystes pour Alstom et d'une valorisation du Groupe Siemens selon la méthode de la somme des parties.

i. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à estimer les flux de trésorerie à moyen terme et à les extrapoler à l'infini. Les flux de trésorerie sont définis comme des flux de trésorerie « disponibles », c'est-à-dire après déduction des impôts, des variations du besoin en fonds de roulement et des dépenses d'investissement, mais avant déduction des produits et charges financiers. Le résultat net des sociétés mises en équivalence est évalué séparément sur la base des multiples boursiers du Groupe Alstom. Les flux de trésorerie futurs représentent donc les flux de trésorerie disponibles pour la rémunération du capital investi (fonds propres et endettement financier). Cette méthode d'évaluation a pour objet de calculer la valeur d'entreprise d'une société sur la base de la somme des flux de trésorerie disponibles futurs générés par la société, actualisés au 30 septembre 2017 par le coût moyen pondéré du capital (CMPC). L'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs de l'Apport Luxembourgeois repose sur son plan d'affaires, transmis dans le cadre des négociations, comprenant des prévisions sur deux ans, entre le 30 septembre 2017 et le 30 septembre 2019, avant de calculer une Valeur Terminale. L'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs d'Alstom est basée sur son plan d'affaires transmis dans le cadre des négociations comprenant des prévisions sur trois ans, entre le 31 mars 2018 et le 31 mars 2020, avant de calculer une valeur terminale. Les flux de trésorerie retenus pour le Groupe Alstom ne tiennent pas compte des opérations de Fusions & Acquisitions, des frais de séparation liés aux activités non-poursuivies et des autres éléments non-récurrents du flux de trésorerie. Il convient de noter que la performance financière couvrant la période du 30 septembre 2017 au 31 mars 2018 d'Alstom et de l'Activité Cible de Siemens, n'est pas sensiblement différente de celle des plans d'affaires.

Le CMPC a été déterminé en fonction des paramètres financiers du secteur et un taux de l'ordre de 8,0-9,0% a été retenu pour le Groupe Alstom et pour l'Apport Luxembourgeois.

Par ailleurs, le Taux de Croissance Perpétuel (TCP) retenu pour le calcul de la valeur terminale est de 1,5%.

Sur la base de ces hypothèses, la sensibilité de la valorisation du Groupe Alstom et de l'Apport Luxembourgeois aux principaux paramètres de valorisation est la suivante :

- une variation du CMPC de +/-0,25% génère un delta de -3%/+3% de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom ;
- une variation du CMPC de +/-0,25% génère un delta de -4%/+4% de la valeur des fonds propres de l'Apport Luxembourgeois ;
- une variation du TCP de +/-0,25% génère un delta de +3%/-3% de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom ;
- une variation du TCP de +/-0,25% génère un delta de +4%/-4% de la valeur des fonds propres de l'Apport Luxembourgeois.

En fonction des paramètres CMPC (de l'ordre de 8,0-9,0%) / TCP (1,5%) et des plans d'affaires du Groupe Alstom et de l'Apport Luxembourgeois, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs aboutit à une valeur des fonds propres de 7.399-8.359 millions d'euros et de 7.313-8.621 millions d'euros.

ii. Méthode des multiples boursiers

La méthode des multiples boursiers consiste à appliquer les multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables (pairs) aux agrégats financiers estimés du Groupe Alstom et de l'Apport Luxembourgeois, afin d'obtenir la valeur implicite des fonds propres.

Un grand échantillon de sociétés internationales exerçant leurs activités dans le secteur de la conception et de la fabrication de matériel roulant, des composants systèmes et dans le secteur des services de transport a été étudié. L'échantillon de pairs sélectionné est composé de sociétés ayant des activités commerciales similaires et une base opérationnelle comparable à celles du Groupe Alstom et de l'Activité Cible de Siemens, à savoir : Bombardier Transportation selon la méthode de la somme des parties, CAF, Talgo, Ansaldo STS et Vossloh Rail Infrastructure selon la méthode de la somme des parties.

Les multiples boursiers retenus sont appliqués aux EBIT (résultat avant intérêts et impôts) des d'Alstom et de l'Apport Luxembourgeois avant les charges de restructuration et hors éléments exceptionnels, qui incluent la contribution de résultat net des sociétés mises en équivalence.

L'agrégat de chiffre d'affaires ne reflète pas la rentabilité du portefeuille produits, qui est très diversifié dans ce secteur. L'agrégat d'EBITDA (bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements) ne reflète pas l'intensité capitalistique, qui constitue l'un des composants-clés de la croissance dans ce secteur. C'est pourquoi ces agrégats n'ont pas été retenus dans le cadre de la méthode des multiples boursiers. L'agrégat de résultat net n'a pas été retenu en raison de divergences empêchant la comparaison des structures financières des pairs.

Les multiples de sociétés comparables ont été calendarisés au 30 septembre, par souci de cohérence avec les données financières du Groupe Alstom et de l'Apport Luxembourgeois retenues.

Multiples de sociétés comparables (20 septembre 2017)		
Sociétés comparables	VE/EBIT (x)	
	30/09/2018e	30/09/2019e
Ansaldo STS	13,4x	12,9x
CAF	9,4x	8,3x
Talgo	11,3x	10,2x
Bombardier - Transportation	6,4x	5,8x
Vossloh - Rail Infrastructure	13,0x	11,7x
Moyenne	10,7x	9,8x

Sources : Sociétés, Factset, Analystes

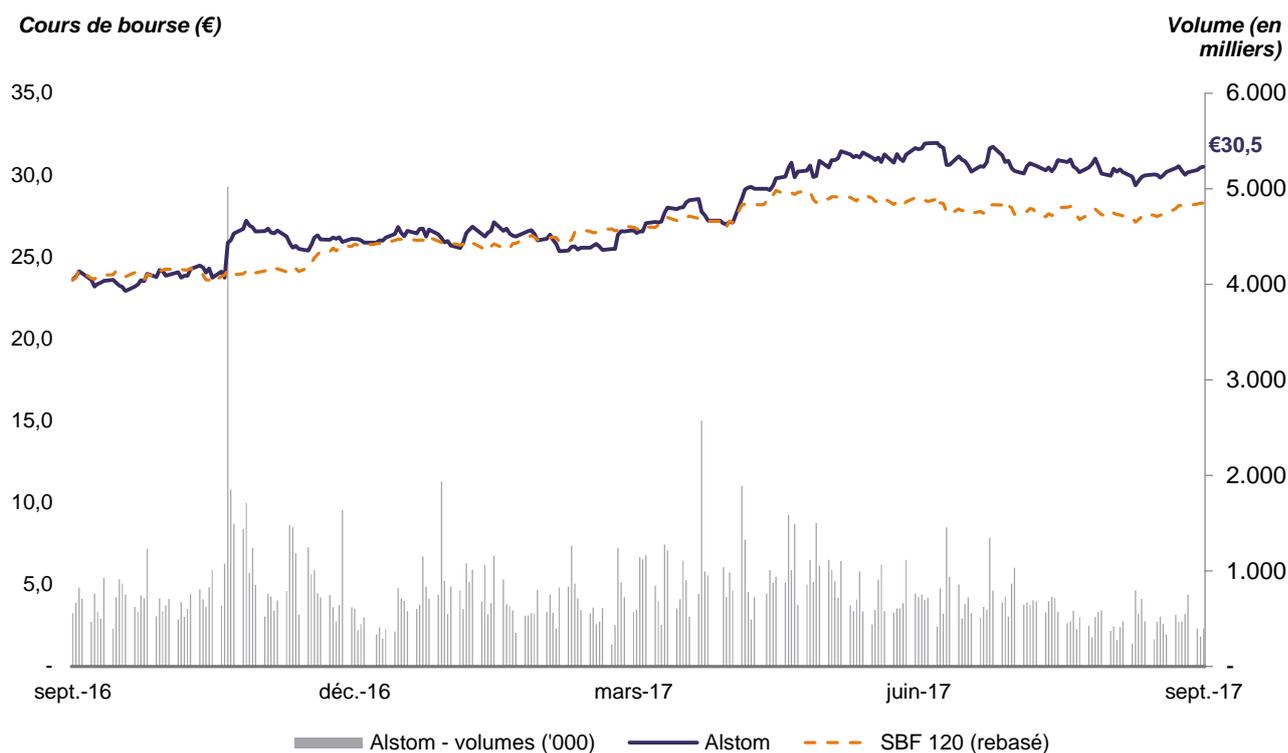
Cette méthode permet d'obtenir une valeur des fonds propres de l'ordre de 7.523-7.760 millions d'euros pour le Groupe Alstom et de 7.982-8.318 millions d'euros pour l'Apport Luxembourgeois.

iii. Evaluation du cours de bourse des actions Alstom en utilisant différentes dates de référence

Alstom est l'entreprise cotée la plus comparable à la division « Mobilité » du Groupe Siemens en termes d'activités, de taille et de présence géographique. Le multiple de valeur d'entreprise / EBIT induit par la capitalisation boursière d'Alstom est un critère pertinent pour valoriser l'Activité Cible de Siemens. Le multiple de valeur d'entreprise / EBIT induit par le cours d'Alstom a été appliqué à l'Apport Luxembourgeois de manière à déterminer la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de l'Apport Luxembourgeois.

Les actions du Groupe Alstom sont admises aux négociations sur le Compartiment A du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0010220475.

Compte tenu de l'importance du flottant (71,98% du capital social du Groupe Alstom au 20 septembre 2017, source : AMF) et de la liquidité suffisante (rotation du flottant en 10 mois, source : Bloomberg), le cours de l'action peut être considéré comme un indicateur pertinent de la valeur de l'action du Groupe Alstom.



Source : Factset

Le tableau ci-dessous présente le cours moyen pondéré par les volumes échangés de l'action du Groupe Alstom sur les 12 mois précédant les premières rumeurs relatives à l'Opération Envisagée, le 21 septembre 2017, et le communiqué de presse officiel du Groupe Alstom du 22 septembre 2017, confirmant les discussions avec Siemens. Les valeurs des fonds propres du Groupe Alstom sont calculées sur la base des actions du Groupe Alstom en circulation au 31 août 2017, soit 220,3 millions d'actions. Il a été déduit de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom le montant de la Distribution B, plafonné à 881 millions d'euros.

Cours de bourse	Cours de bourse (€)	Valeur des Fonds Propres d'Alstom (M€)	Valeur des Fonds Propres ajustés d'Alstom (M€)
Cours de bourse non affecté (20/09/17)	30,5	6.719	5.838
1 mois - CPMV	30,1	6.625	5.744
3 mois - CPMV	30,6	6.748	5.867
6 mois - CPMV	29,8	6.573	5.692
12 mois - CPMV	27,7	6.095	5.214

Source : Factset

La valeur des fonds propres du Groupe Alstom est de l'ordre de 5.214-5.867 millions d'euros et est évaluée sur la base des cours moyens pondérés par les volumes échangés les plus bas et les plus élevés observés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Le multiple valeur d'entreprise implicite / EBIT d'Alstom au 30 septembre 2018 est appliqué à l'EBIT de l'Apport Luxembourgeois sur la base de consensus établis par des analystes financiers hors les charges de restructuration et éléments exceptionnels, incluant la quote-part du résultat des sociétés mises en équivalence. L'EBIT obtenu par les consensus des analystes financiers a été réparti entre

l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois sur la base de l'importance relative de l'EBIT de chaque apport. Les estimations de l'EBIT réalisées par les analystes financiers ont été ajustées pour refléter les activités « Traction Drives » et les économies liées à la sortie du Groupe Siemens.

Dans le cadre de cette méthodologie, et dans la mesure où la valorisation obtenue pour le Groupe Alstom correspond à l'opinion du marché, les ajustements de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retenus pour calculer les multiples de valeur d'entreprise / EBIT du Groupe Alstom sont fondés sur un consensus des notes établies par des analystes financiers. Ce consensus est calculé sur la base des notes établies par 4 analystes financiers et s'établit à 1.905 millions d'euros au 31 mars 2017.

Cette méthode aboutit à une valeur des fonds propres de l'Apport Luxembourgeois de l'ordre de 5.581-6.767 millions d'euros sur la base des multiples valeur d'entreprise / EBIT induits par les cours moyens pondérés par les volumes d'Alstom les plus bas et les plus élevés observés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

iv. Cours cibles des analystes pour le Groupe Alstom et valorisation du Groupe Siemens selon la méthode de la somme des parties

Les actions du Groupe Alstom font l'objet d'un suivi régulier de la part des services de recherche d'établissements financiers réputés. Les analystes établissent des cours cibles sur le Groupe Alstom. Le cours cible moyen de l'action du Groupe Alstom a été utilisé pour calculer la valeur des fonds propres du Groupe Alstom, sur la base des actions du Groupe Alstom en circulation au 31 août 2017, soit 220,3 millions d'actions.

Le tableau suivant indique les cours cibles d'analystes financiers ayant publié des prévisions entre le 13 juillet 2017, date à laquelle le Groupe Alstom a publié ses résultats du 1^{er} trimestre 2017/18, et le 20 septembre 2017, date du dernier cours de bourse non affecté (cours de référence) du Groupe Alstom avant les premières rumeurs de l'Opération Envisagée, le 21 septembre 2017, et le communiqué de presse officiel du Groupe Alstom publié le 22 septembre 2017, confirmant les discussions avec Siemens. Le tableau ci-dessous ne comprend pas les valeurs minimum et maximum des cours cibles publiés par les analystes.

Il convient de noter que ces valeurs sont fondées sur le point de vue extérieur des analystes et dépendent donc fortement des hypothèses individuelles que chacun d'entre eux a faites, et qui sont susceptibles de varier sensiblement d'un analyste à l'autre, ainsi que des hypothèses internes retenues par les parties pour les autres méthodes d'évaluation.

Analystes	Date	Recommandation	Cours cibles (€)	Valeur des Fonds Propres implicites d'Alstom (M€)	Valeur des Fonds Propres ajustés d'Alstom (M€)
Kepler Cheuvreux	15-sept.-17	Hold	31,0	6.829	5.948
AlphaValue	07-sept.-17	Add	33,4	7.357	6.476
Morgan Stanley	05-sept.-17	Equal-weight	31,1	6.851	5.970
Société Générale	31-août-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Citi	15-août-17	Neutral	31,0	6.829	5.948
Goldman Sachs	17-juil.-17	Neutral	30,0	6.608	5.727
Invest Securities	17-juil.-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Deutsche Bank	14-juil.-17	Hold	29,0	6.388	5.507
BoA Merrill Lynch	14-juil.-17	Neutral	32,5	7.159	6.278
InterMonte	14-juil.-17	Neutral	31,0	6.829	5.948
JP Morgan	13-juil.-17	Overweight	34,0	7.490	6.609
UBS	13-juil.-17	Buy	34,0	7.490	6.609
RedBurn	13-juil.-17	Buy	35,0	7.710	6.829
Barclays	13-juil.-17	Overweight	33,0	7.269	6.388
Moyenne			32,5	7.159	6.278
Min			29,0	6.388	5.507
Max			35,0	7.710	6.829

Source : Analystes

Les actions du Groupe Alstom admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, bénéficient d'un flottant conséquent et d'une liquidité suffisante pour servir de référence de valorisation.

Les cours cibles des analystes se situent entre 29,0 euros et 35,0 euros par action, avec une moyenne de 32,5 euros par action.

Les valeurs des fonds propres du Groupe Alstom ont été diminuées du montant de la Distribution B, plafonné à 881 millions d'euros.

Cette méthode aboutit à une valeur des fonds propres ajustée du Groupe Alstom de l'ordre de 5.507-6.829 millions d'euros.

En ce qui concerne Siemens, plusieurs analystes financiers couvrant le Groupe Siemens réalisent des analyses en faisant application de la méthode de la somme des parties et en retenant des multiples de valorisation de référence pour la Division « Mobilité » du Groupe Siemens figurant dans les comptes du Groupe Siemens. Ce périmètre n'est donc pas directement comparable à celui des Apports. Le tableau ci-dessous présente les dernières notes d'analystes financiers publiées après la publication des données financières de Siemens pour le 3^{ème} trimestre 2016/2017 le 3 août 2017 et avant la date de signature du protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) conclu entre Alstom et Siemens AG le 26 septembre 2017, excluant les valeurs minimum et maximum.

La valeur d'entreprise de l'Activité Cible de Siemens sur la base des estimations des analystes financiers retenus a été répartie entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois en fonction de l'estimation de leur contribution respective à l'EBIT 2018. La valeur d'entreprise a été ajustée pour refléter la valeur de l'EBIT supplémentaire provenant des activités « Traction Drives » et des économies liées à la sortie de l'Apport Luxembourgeois du Groupe Siemens. Ces ajustements ont été évalués sur la base des multiples valeur d'entreprise / EBIT 2018e de l'Activité Cible de Siemens résultant des estimations établies par les analystes financiers retenus en faisant application de la méthode de la somme des parties.

Il convient de noter que ces valeurs se fondent sur les points de vue des analystes et dépendent donc fortement des hypothèses individuelles de chacun d'entre eux, qui sont susceptibles de varier sensiblement de l'un à l'autre, ainsi que des hypothèses internes retenues par les parties pour les autres méthodes d'évaluation.

Analystes	Date	EBIT Sep-18e (M€)	Valeur d'Entreprise Groupe Siemens Mobility (M€)	VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)
Exane	11-sept.-17	750	6.753	9,0x
Barclays	18-août-17	701	7.700	11,0x
Jefferies	04-août-17	788	7.875	10,0x
Morgan Stanley	04-août-17	830	8.302	10,0x
Société Générale	04-août-17	750	7.496	10,0x
Moyenne		764	7.625	10,0x
Min - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			6.753	9,0x
Max - VE / EBIT implicite à Sep-18e (x)			8.302	11,0x

Source : Analystes

Cette méthode aboutit à une valeur d'entreprise de l'Apport Luxembourgeois de l'ordre de 8.324-10.217 millions d'euros sur la base des estimations financières de l'exercice clos en septembre 2018.

Ainsi, la valeur des fonds propres de l'Apport Luxembourgeois est de l'ordre de 6.287-8.180 millions d'euros.

v. Synthèse des valorisations obtenues

Le tableau ci-dessous présente la synthèse de la valeur des fonds propres respective de l'Apport Luxembourgeois et du Groupe Alstom évaluée selon l'approche multicritères.

		<u>Actualisation des flux de trésorerie</u>		<u>Multiples boursiers</u>		<u>Cours de bourse Alstom</u>		<u>Valorisation des analystes</u>	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Groupe Alstom	Valeur des Fonds Propres du Groupe Alstom (M€)	7.399	8.359	7.523	7.760	5.214	5.867	5.507	6.829
	Valorisation des bons de souscription d'actions (M€)	88	88	88	88	88	88	88	88
Apport Luxembourgeois	Valeur des Fonds Propres (M€)	7.313	8.621	7.982	8.318	5.581	6.767	6.287	8.180

e. Valorisation des BSA

Des BSA seront attribués en rémunération de l'Apport Luxembourgeois conformément aux stipulations du présent Traité d'Apport, permettant d'acquérir une participation supplémentaire de 2,0% des fonds propres sur une base Entièrement Diluée. La valorisation des 18.942.888 BSA est calculée en fonction de plusieurs paramètres tels que le cours non affecté (cours de référence) de l'action Groupe Alstom (20 septembre 2017), la volatilité, la date de maturité (6 ans à compter de la Réalisation), le prix d'exercice (à déterminer sur la base des données financières à la Date de Détermination), la période d'exercice (au cours des 5^{ème} et 6^{ème} années suivant la Réalisation) et l'inessibilité (décote d'illiquidité théorique de 20%).

Le cours de référence de l'action du Groupe Alstom étant celui du 20/09/2017, le cours de l'action n'est pas affecté et ne reflète pas l'impact de l'annonce de l'Opération Envisagée sur le cours de l'action. Ainsi, seule la distribution exceptionnelle (Distribution B de 881 millions d'euros), imputée économiquement au Groupe Alstom, a été retenue pour le calcul du cours de référence ajusté.

Le tableau ci-dessous présente la valorisation à titre d'illustration des BSA attribués en rémunération de l'Apport Luxembourgeois conformément aux stipulations du présent Traité d'Apport :

Valorisation des BSA émis au bénéfice de Siemens - 2% des capitaux propres	
Cours de bourse non affecté (20/09/17) (€)	30,50
- Dividende exceptionnel (€)	(3,97)
Cours de bourse non affecté ajusté (20/09/17) (€)	26,53
Prix d'exercice (€)	28,75
Prix d'exercice (%)	108%
Prime d'option d'achat (€)	4,6
Décote d'illiquidité théorique (%)	20,0%
Prime d'option d'achat (%)	17,5%
BSA (M)	18,9
Valorisation des BSA (M€)	88,1

f. Synthèse des valorisations obtenues

Le tableau ci-dessous présente la synthèse de la valeur des fonds propres du Groupe Alstom et des Apports évaluée selon l'approche multicritères.

		<u>Actualisation des flux de trésorerie</u>		<u>Multiples boursiers</u>		<u>Cours de bourse Alstom</u>		<u>Valorisation des analystes</u>	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Groupe Alstom	Valeur des Fonds Propres du Groupe Alstom (M€)	7.399	8.359	7.523	7.760	5.214	5.867	5.507	6.829
	Valorisation des bons de souscription d'actions (M€)	88	88	88	88	88	88	88	88
Contributions	Valeur des Fonds Propres de l'Apport Français (M€)	202	233	218	266	163	191	209	261
	Valeur des Fonds Propres de l'Apport Luxembourgeois (M€)	7.313	8.621	7.982	8.318	5.581	6.767	6.287	8.180
	Valeur des Fonds Propres des Apports (M€)	7.514	8.854	8.201	8.584	5.744	6.959	6.496	8.441
	Contribution (%)	50,1%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%	53,9%	53,7%	55,0%

L'analyse de valorisation multicritères réalisée induit une fourchette de parité d'échange proche de la parité d'échange agréée par les parties (i.e. 49,33% pour les actionnaires existants du Groupe Alstom et 50,67% pour le Groupe Siemens).

Le calcul de la parité d'échange ne tient pas compte des synergies potentielles résultant du rapprochement. Il est estimé que le rapprochement de l'Activité Cible de Siemens et d'Alstom générera des synergies annuelles de 470 millions d'euros au niveau de l'EBIT, au plus tard quatre ans après la Réalisation. La création de valeur associée à ces synergies sera partagée entre les actionnaires actuels d'Alstom et le Groupe Siemens selon la parité d'échange convenue.

2.2 **Rémunération des apports**

La rémunération des Apports repose sur les modalités retenues par les parties concernant le pourcentage de détention d'Alstom par Siemens post-Apport, soit 50,67% (227.314.658 actions sur un total de 448.625.347 actions).

Sur cette base, Alstom émettra, en rémunération des Apports, 227.314.658 actions nouvelles et 18.942.888 BSA, qui se répartissent comme suit :

	Apport	Rémunération				
	Valeur d'apport (€)	nombre d'actions Alstom	VN (€)	Augmentation de capital (€)	Nbre de BSA Alstom	Prime d'émission (€)
Apport Luxembourgeois (à VNC=VR)						
Titres Siemens Mobility GmbH	2 150 200 140	135 710 432	7	949 973 024		1 200 227 116
Titres Siemens Mobility Holding BV	2 346 298 218	83 098 607	7	581 690 249	18 942 888	1 764 607 969
	<u>4 496 498 358</u>	<u>218 809 039</u>	<u>7</u>	<u>1 531 663 273</u> 34,1%	<u>18 942 888</u>	<u>2 964 835 085</u> 65,9%
Apport Français (à la Valeur réelle)						
Titres Siemens Mobility SAS	231 141 816	8 505 619	7	59 539 333		171 602 483
Total des apports	4 727 640 174	227 314 658	7	1 591 202 606	18 942 888	3 136 437 568