



FINEXSI

ALSTOM SA

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

SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL

8 avenue de la Gare
L 1610 Luxembourg
RCS Luxembourg B 219459

**Apport des titres des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et
SIEMENS MOBILITY HOLDING BV consenti par la société
SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL
au profit de la société ALSTOM SA**

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

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



**Apport des titres des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et
SIEMENS MOBILITY HOLDING BV consenti par la société
SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL
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 des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV détenus par la société SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL au profit de la société ALSTOM SA, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport prévu par l'article L.236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération 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 un avis sur le caractère équitable de la rémunération proposée pour l'apport. 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, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions objet de l'apport et aux actions de la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre 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
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions objet de l'apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse – Points clés
5. Conclusion



1. Présentation de l'opération

L'opération soumise à votre approbation consiste en l'apport, par la société de droit Luxembourgeois SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL, de la totalité des titres des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV 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 Mobilité 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 86% 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'élevait 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 des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL (ci-après l'« Apport Luxembourgeois »), qui fait l'objet du présent rapport ainsi que d'un rapport distinct concernant notre appréciation sur la valeur de l'apport ;
- l'apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY SAS par SIEMENS FRANCE HOLDING SAS (ci-après l'« Apport Français »), 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.

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).

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€.



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 MOBILITY HOLDING SARL, société apporteuse

SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL a été constituée le 31 octobre 2017 pour une durée indéterminée sous la forme d'une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois. Son siège social est situé 8-10 avenue de La Gare L-1610 Ville de Luxembourg. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg sous le numéro B219459.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre de chaque année. Par exception à ce qui précède, le premier exercice social a débuté le 31 octobre 2017 et s'est achevé le 31 décembre 2017.

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

- *« la prise de participations et d'intérêts, sous quelque forme que ce soit, dans toute société ou entreprise commerciale, industrielle, financière ou autre, luxembourgeoise ou étrangère ;*
- *l'acquisition par voie de participations, d'apports, de souscriptions, de prises fermes ou options d'achat, de négociations et de de toute autre manière, de tous titres, droits, valeurs, brevets et licences et autres droits réels, droits personnels et intérêts, comme la Société le jugera utile ;*
- *de manière générale, la détention, la gestion, la mise en valeur et la vente ou le fait de disposer des droits précités, en tout ou partie, en contrepartie de la rémunération que la Société jugera adaptée et en particulier en contrepartie de parts ou titres de toute société les acquérant ;*
- *le fait de prendre part, assister ou participer à des opérations financières, commerciales ou autres ;*
- *le fait d'accorder ou de consentir à toute société mère, filiale ou affiliée ou à toute autre société appartenant au même groupe de sociétés que la Société (les « Affiliés ») toute assistance, prêts, avances ou garanties personnelles (et dans ce dernier cas, même au bénéfice d'un tiers-prêteur envers ces Affiliés) ;*
- *le fait d'emprunter ou de lever des fonds de quelque manière que ce soit et de garantir le remboursement de toute somme empruntée ; et*
- *plus généralement, toute opération que la Société jugera accessoire ou de nature à permettre la réalisation des objets précités ou à l'un d'entre eux ».*



1.2.3 SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, sociétés dont les titres sont apportés par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL

SIEMENS MOBILITY GMBH est une 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 à Otto Hahn Ring 6, 81739 Munich (précédemment Werner-von-Siemens-Str. 1 c/o Siemens AG, 80333 Munich) (Allemagne).

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.

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

Son objet social est principalement le suivant : (i) la création, la participation et le financement de sociétés ou entreprises, (ii) la collaboration, la direction et la gestion des affaires et la fourniture de conseils ou autres services à des sociétés ou entreprises, (iii) le fait de prêter ou d'emprunter des fonds, (iv) la fourniture de garanties relativement aux dettes et autres obligations de la société, ou d'autres sociétés ou entreprises affiliées au groupe de la société, ou de tiers, (v) l'octroi de garanties personnelles, sûretés ou encore, le fait d'engager solidairement la société ou ses actifs relativement à ses propres dettes ou obligations ou relativement à celles de sociétés ou entreprises qui lui sont affiliées dans un groupe, ou relativement à celles de tiers, (vi) et toute opération accessoire ou de nature à permettre la réalisation de l'objet précité, au sens large.

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 MOBILITY HOLDING SARL (société apporteuse), SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV (sociétés dont les titres sont apportés), d'autre part.



1.3 Description de l'opération

Les modalités de réalisation de la présente opération d'apport (l'Apport Luxembourgeois), 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. Il est aussi soumis, au régime des scissions prévu aux Articles 1030-1 à 1033-1 (à l'exclusion de l'Article 1031-16) de la Loi Luxembourgeoise de 1915, conformément à l'Article 1040-2 de ladite Loi.

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 la TVA, l'apport ne sera pas soumis à la TVA luxembourgeoise en application des dispositions de la Loi sur la TVA Luxembourgeoise du 12 février 1979 telle que modifiée ultérieurement.

En ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, en application de l'article 22bis, paragraphe 2, sous-paragraphe 4, de la Loi Luxembourgeoise sur la Fiscalité des Sociétés du 4 décembre 1967, SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL bénéficiera d'un report d'imposition concernant l'apport des titres de la société SIEMENS MOBILITY GMBH, étant précisé que l'apport des titres SIEMENS MOBILITY HOLDING BV suivra le régime fiscal de droit commun applicable au Luxembourg.

1.3.3 Date de Réalisation de l'opération

La Société ALSTOM sera propriétaire des titres apportés par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL 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 Luxembourgeois et de l'Apport Français 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.

1.3.4 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 règlementaires 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 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.



1.3.5 Description de l'apport

Dans le cadre du présent Apport Luxembourgeois, la société SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL apportera à la société bénéficiaire 100% des actions des sociétés SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY HOLDING BV, étant précisé que :

- SIEMENS MOBILITY GMBH détiendra directement ou indirectement :
 - l'activité Mobilité située (ou rattachée) en Allemagne, incluant notamment les actions des sociétés SIEMENS TRACTION GEARS GMBH et HACON GMBH, ainsi qu'un montant de trésorerie correspondant à la valeur des actions de la société REAL ESTATE KG et de la société REAL ESTATE GMBH qui porteront une partie de l'immobilier de l'activité Mobilité situé en Allemagne,
 - 100% des titres de SIEMENS MOBILITY GMBH (Autriche),
 - 100% des titres de SIEMENS MOBILITY AG (Suisse),
 - 100% des titres de SIEMENS MOBILITY INC (Etats-Unis),
 - 100% des titres de SIEMENS RAIL AUTOMATION HOLDINGS LTD, qui sera renommée SIEMENS MOBILITY LTD à compter du 1^{er} juin 2018 (Royaume-Uni),
 - 100% des titres de SIEMENS MOBILITY ULASIM SISTEMLERI A.S (Turquie),
 - et 99,99% des titres de OOO SIEMENS MOBILITY (Russie).
- SIEMENS MOBILITY HOLDING BV détiendra directement ou indirectement :
 - la totalité de l'activité Mobilité non détenue par SIEMENS MOBILITY GMBH et SIEMENS MOBILITY SAS,
 - ou le montant de trésorerie correspondant à la valeur de l'activité ou des actions des sociétés qui n'ont pas été apportées avant la Date de Réalisation à SIEMENS MOBILITY BV et qui seront transférées ultérieurement à SIEMENS MOBILITY BV ou cédées et transférées à la Société ALSTOM ou à une de ses filiales dans le cadre d'un transfert direct d'actif⁵.

⁵ Il est prévu à l'article 7.3.(B).iv du projet de traité d'apport partiel d'actif un mécanisme d'apport de trésorerie par SIEMENS AG à SIEMENS MOBILITY HOLDING BV pour un montant égal au prix global d'acquisition différée, visant les titres et les Actifs dont le transfert n'aurait pas été possible à la Date de Réalisation du détournement.



En application du règlement de l'Autorité des Normes Comptables n° 2017-01 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, les parties ont inscrit 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, soit :

Valeur comptable estimée des titres de la société SIEMENS MOBILITY GMBH :	2.150.200.140 €
Valeur comptable estimée des titres de la société SIEMENS MOBILITY HOLDING BV:	<u>2.346.298.218 €</u>
Total	4.496.498.358 €

La valeur comptable estimée figurant dans les comptes pro-forma non audités de SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL au 30 septembre 2017 suppose que les opérations de détournement sont intervenues à cette date. Celle-ci a été retenue comme la Date de Détermination pour les besoins du projet de traité d'apport partiel d'actif, afin d'obtenir une valeur comptable estimée des actions qui seront apportées par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL à la Date de Réalisation.

1.3.6 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.

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 Luxembourgeois est indissociable de l'Apport Français, les deux apports conduisant SIEMENS à détenir plus de 50% du capital d'ALSTOM.



La valeur définitive des actions apportées dans le cadre de l'Apport Luxembourgeois correspondra à la valeur comptable de ces actions, à la Date de Réalisation de la Transaction, figurant au bilan de SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL établi à cette date, tenant compte notamment de la réalisation des opérations de détournage et prenant en compte les mécanismes d'ajustement mentionnés dans l'annexe 8.2(A) *bis* du projet de traité d'apport partiel d'actif.

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 apports⁷ 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.

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 à la valeur comptable des titres apportés à la Date de Réalisation, c'est cette valeur comptable qui sera retenue et non celle de l'expert.

Ce mécanisme vise à garantir qu'à la Date de Réalisation, les valeurs relatives définitives des fonds propres de la Société 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.

1.3.7 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 conditions de rémunération de l'apport de l'activité Mobilité de SIEMENS au profit d'ALSTOM SA ont été déterminées dans le cadre du processus de négociation entre les groupes ALSTOM et SIEMENS afin de définir la répartition du capital de l'ensemble combiné post Transaction. Pour les besoins de la valorisation, il a été procédé à l'échange des plans d'affaires du groupe ALSTOM, d'une part, et de l'activité Mobilité de SIEMENS, d'autre part.

⁷ Ce mécanisme prévu par l'article 5.3 de l'Accord de Rapprochement et repris en Annexe 8.2(A) *bis* du projet de traité d'apport partiel d'actif.



A l'issue de ce processus, les parties ont retenu une répartition de l'ensemble SIEMENS ALSTOM de 50,67% pour le groupe SIEMENS et de 49,33% pour les actionnaires actuels du groupe ALSTOM à la Date de Détermination, ainsi que l'octroi à SIEMENS de BSA ALSTOM SA lui permettant en fonction des conditions d'exercice mentionnées ci-après, d'augmenter sa participation au capital de la Société ALSTOM de 2% sur une base totalement diluée à la Date de Réalisation.

Cette répartition tient compte des résultats ressortant des approches mises en œuvre pour déterminer la valeur d'entreprise de l'activité Mobilité de SIEMENS, d'une part, et d'ALSTOM, d'autre part, ainsi que des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres agréés par les parties, et notamment le versement de deux distributions exceptionnelles de réserves et/ou primes (la Distribution A et la Distribution B présentées au § 1.1).

Le nombre d'actions ALSTOM SA à émettre en rémunération de l'apport de l'activité Mobilité de SIEMENS a été déterminé en appliquant le ratio cible de 50,67% au nombre d'actions ALSTOM SA qui seront en circulation à la Date de Détermination et qui a été fixé par les parties à 221.310.689 actions⁸. Sur cette base, il sera attribué 227.314.658 actions nouvelles ALSTOM SA et 18.942.888 BSA ALSTOM SA en rémunération des Apports.

Compte tenu de l'existence de deux apports distincts, cette rémunération a été répartie entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois sur la base de la contribution des valeurs relatives de chacune des activités locales (rattachées aux titres transférés dans le cadre de chacun des deux Apports), à la valeur relative globale de l'activité Mobilité de SIEMENS.

Les modalités de détermination de la valeur desdites activités locales sont indiquées dans l'annexe 8.3(C) du projet de traité d'apport partiel d'actif étant précisé que la valeur retenue pour les besoins de la présente répartition de la rémunération repose sur la valeur réelle estimée de chacune des activités locales.

Enfin, il a été convenu entre les parties que les BSA seront émis en rémunération de l'apport des seules actions de SIEMENS MOBILITY HOLDING BV.

⁸ Si le nombre d'actions ALSTOM SA en circulation à la Date de Détermination devait être supérieur au nombre fixé par les parties, ALSTOM s'est engagé à racheter sur le marché un nombre suffisant de ses propres actions et à les annuler de sorte que la détention cible soit respectée.



Sur cette base, la rémunération des Apports se présentera comme suit telle que détaillée dans l'annexe 8.3(B) du projet de traité d'apport partiel d'actif :

	Apport		Rémunération			
	Valeur d'apport (€)	nbre d'actions Alstom	Valeur Nominale (€)	Augmentation de capital (€)	Nbre de BSA Alstom	Prime d'émission (€)
Apport Luxembourgeois (Valeur nette comptable)						
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
	4 496 498 358	218 809 039	7	1 531 663 273	18 942 888	2 964 835 085
Apport Français (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

Ainsi, concernant le présent Apport Luxembourgeois :

- l'apport de 100% des actions de SIEMENS MOBILITY GMBH évaluées à la valeur comptable estimée de 2.150.200.140 € sera ainsi rémunéré, par l'attribution à la société SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL de 135.710.432 actions ordinaires nouvelles émises par la Société ALSTOM, d'une valeur nominale de 7 € chacune.
- l'apport de 100% des actions de SIEMENS MOBILITY HOLDING BV évaluées à une valeur comptable estimée de 2.346.298.218 €, sera ainsi rémunéré par l'attribution à la société SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL de :
 - 83.098.607 actions ordinaires nouvelles émises par la Société ALSTOM, d'une valeur nominale de 7 € chacune ;
 - et 18.942.888 BSA ALSTOM SA, incessibles, représentant une participation complémentaire de 2% au capital d'ALSTOM SA sur une base totalement diluée à la Date de Réalisation de la Transaction (incluant la dilution relative à l'exercice de ces BSA). Chaque BSA donnera droit à une action ALSTOM SA pendant une période de 2 ans débutant 4 ans après la Date de Réalisation de l'opération. Le prix d'exercice correspondra à la valeur de l'action ALSTOM SA retenue à la Date de Détermination pour calculer la rémunération des apports.

Sur cette base, l'apport effectué par SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL, donnera lieu à une augmentation de capital de la Société ALSTOM d'un montant de 1.531.663.273 €.

La différence entre la valeur comptable estimée de l'apport, soit 4.496.498.358 €, et le montant de l'augmentation de capital de 1.531.663.273 €, constituera une prime d'apport de 2.964.835.085 €.

Compte tenu du mécanisme d'ajustement présenté ci-avant au paragraphe 1.3.6, 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 SA donneront droit à dividendes, à l'exception de la Distribution A et de la Distribution B présentées au paragraphe 1.1.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions objet de l'apport et aux actions de la société bénéficiaire

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 et de l'activité Mobilité de SIEMENS dans leur appréciation de la pertinence des valeurs relatives retenues par les parties pour déterminer la rémunération de l'apport, et d'apprécier le caractère équitable de la rémunération extériorisée par lesdites valeurs relatives.

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.

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 de la pertinence des valeurs relatives retenues par les parties et du caractère équitable de la rémunération proposée.

Nous avons en particulier effectué les travaux suivants :

- nous nous sommes entretenus avec les représentants, notamment les Directeurs financiers des divisions Mobilité 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



MOBILITY HOLDING SARL, SIEMENS MOBILITY GMBH, SIEMENS MOBILITY HOLDING BV 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 Luxembourgeois, ainsi que celui concernant l'Apport Français ;
- nous avons pris connaissance de l'information publique concernant le groupe ALSTOM et l'activité Mobilité de SIEMENS (qui n'est pas cotée séparément du groupe SIEMENS), ainsi que des notes d'analystes et des consensus de marché ;
- 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 comptes consolidés de l'exercice clos au 31 mars 2018 d'ALSTOM et de l'opinion émise par les commissaires aux comptes sur ces comptes qui présentera une certification pure et simple ;
- nous avons pris connaissance des travaux de *due diligence* financières limitées, réalisées par les conseils des groupes ALSTOM et de SIEMENS ;
- nous avons examiné les données budgétaires et prévisionnelles d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS et apprécié le caractère vraisemblable des hypothèses clés considérées ;
- nous avons pris connaissance des événements survenus depuis le 26 septembre 2017 et apprécié leur impact financier sur la rémunération des apports ;
- nous avons analysé la pertinence des critères d'évaluation retenus par les parties, revu les paramètres de leur mise en œuvre, et procédé à différentes analyses de sensibilité, puis mis en œuvre nos propres approches des valeurs des fonds propres d'ALSTOM SA et de l'activité Mobilité de SIEMENS telles que nous les avons estimé appropriées ;
- 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 du projet de rapport établi par l'expert indépendant Luxembourgeois désigné par SIEMENS dans le cadre de l'Apport Luxembourgeois ;
- nous avons obtenu des lettres d'affirmation des représentants légaux de SIEMENS AG, SIEMENS MOBILITY HOLDING SARL et d'ALSTOM SA, 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 la valeur des apports, dont nous rendons compte dans un rapport distinct.



2.2. Spécificités de l'opération

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. Ce processus nécessite la mise en œuvre de nombreuses opérations de réorganisation et de restructuration internes afin d'isoler les sociétés et les actifs et passifs correspondant à l'activité Mobilité telle que définie dans l'Accord de Rapprochement.

Ces opérations internes ne sont pas de nature à remettre en cause la rentabilité de l'activité Mobilité de SIEMENS. Par ailleurs, il nous a été indiqué que le fonctionnement en tant que structure autonome de ladite activité, indépendamment de la Transaction, se traduit par des économies de coûts de fonctionnement estimées par SIEMENS et prises en compte dans l'élaboration de son plan d'affaires. Celles-ci sont présentées dans un document joint en annexe 4.2.5 de l'Accord de Rapprochement.

Nous nous sommes fait confirmer les montants annuels retenus au titre de ces économies.

Les projets de traités d'apports partiels d'actif concernant les Apports Français et Luxembourgeois stipulent que « *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 [...], 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)* ».

Dans ces conditions, la rémunération des apports ne peut être appréciée que de manière globale au niveau du périmètre de la Transaction.

Néanmoins, compte tenu de la structure de la Transaction prévoyant deux apports distincts, il a été procédé à une allocation de la rémunération globale entre l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois.

2.3. Exposé et appréciation des méthodes et critères d'évaluation retenus par les parties

2.3.1 Valeurs relatives de la société ALSTOM retenues par les parties

Afin de déterminer la valeur d'ALSTOM, les parties ont mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère comprenant :

- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- l'approche par les comparables boursiers ;
- l'analyse du cours de bourse ;
- la référence aux objectifs de cours publiés par les analystes.



Les parties ont également valorisé séparément les bons de souscription d'actions émis par la Société ALSTOM en rémunération d'une partie de l'Apport Luxembourgeois.

Les principales hypothèses d'évaluation retenues par les parties sont les suivantes :

Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Cette approche est fondée sur le plan d'affaires échangé avec SIEMENS pendant les négociations, établi sur une période de 3 ans, du 1^{er} avril 2017 au 31 mars 2020. ALSTOM SA et SIEMENS n'ayant pas les mêmes dates de clôture de leurs exercices comptables (respectivement le 31 mars et le 30 septembre), le plan d'affaires d'ALSTOM a été re-calendarisé au 30 septembre 2017 pour assurer la comparabilité.

Le taux d'actualisation retenu par les parties est compris entre 8,0% et 9,0% et le taux de croissance à l'infini fixé à 1,5%.

Approche par les comparables boursiers

L'échantillon retenu par les parties est constitué de 5 références comprenant 3 groupes cotés (Ansaldo, CAF, Talgo) et 2 sous-ensembles au sein de groupes cotés (*Bombardier Transportation et Vossloh Rail Infrastructure*), étant précisé que pour ces sous-ensembles les multiples ont été déterminés via une approche dite de la « somme des parties ».

L'agrégat privilégié est le multiple d'EBIT qui ressort en moyenne respectivement à 10,7x et 9,8x au 30 septembre 2018 et au 30 septembre 2019.

Cours de bourse

Les parties ont retenu le cours de bourse d'ALSTOM SA au 20 septembre 2017, soit avant l'apparition des premières rumeurs concernant l'opération (le 21 septembre 2017) et avant la confirmation officielle de l'existence de discussions « relatives à un possible rapprochement entre ALSTOM et la division Mobility de Siemens » intervenue le 22 septembre 2017. Des moyennes de cours⁹ sur courtes (1 mois et 3 mois) et plus longues (6 mois et 1 an) périodes ont été considérées.

⁹ Cours moyens pondérés par les volumes (CMPV).



La valeur des fonds propres de la Société ALSTOM est basée sur son cours de bourse, après déduction de la Distribution B qui sera versée aux actionnaires d'ALSTOM SA avant la réalisation de la Transaction pour un montant maximum de 881 M€ :

	Cours (€)	Alstom Valeur induite des fonds propres (m€)	Alstom Valeur ajustée des fonds propres (m€)
Cours spot (au 20/09/17)	30,5	6 719	5 838
CMPV 1 mois	30,1	6 625	5 744
CMPV 3 mois	30,6	6 748	5 867
CMPV 6 mois	29,8	6 573	5 692
CMPV 12 mois	27,7	6 095	5 214

Objectifs de cours des analystes

Le groupe ALSTOM fait l'objet d'un suivi régulier de la part d'une vingtaine d'analystes. Les parties ont retenu les notes d'analystes ayant publié des objectifs de cours entre le 13 juillet 2017 (date de publication des résultats du 1^{er} semestre 2017/2018 du groupe ALSTOM) et le 20 septembre 2017.

La valeur des fonds propres a ensuite été reconstituée en retenant le nombre d'actions de la Société ALSTOM en circulation au 31 août 2017 (soit 220,3 millions d'actions) et en déduisant la Distribution B (dont le montant est plafonné à 881 M€) de cette valeur.

Les 14 notes d'analystes retenues par les parties font ressortir des valeurs des fonds propres d'ALSTOM SA comprises entre 5.507 M€ et 6.829 M€.

Bons de souscription d'actions (émis en rémunération de l'apport des titres SIEMENS MOBILITY HOLDING BV)

Pour valoriser les bons de souscription d'actions à émettre par ALSTOM SA, les parties ont retenu une méthode optionnelle reposant sur les principales hypothèses suivantes :

- un cours de référence de l'action ALSTOM SA au 20 septembre 2017, retraité de la Distribution B qui sera versée avant la réalisation de la Transaction, soit 26,53 € ;
- une maturité de 6 ans ;
- un prix d'exercice, retenu à titre illustratif, de 28,75 € (le prix définitif devant être déterminé à la Date de Détermination) ;
- une décote d'illiquidité de 20% compte tenu de leur incessibilité.

Sur ces bases, les BSA sont estimés à 88 M€.



Synthèse des valeurs relatives d'ALSTOM retenues par les parties

Valeurs relatives - ALSTOM

	DCF		Multiples boursiers		Cours de bourse		Analystes	
	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
Valeur des fonds propres	7 399	8 359	7 523	7 760	5 214	5 867	5 507	6 829
Bons de souscription d'actions (BSA)	88	88	88	88	88	88	88	88
Total	7 487	8 447	7 611	7 848	5 302	5 955	5 595	6 917

2.3.1. Valeurs relatives de l'activité Mobilité de SIEMENS retenues par les parties

Afin de déterminer la valeur de l'activité Mobilité de SIEMENS, les parties ont mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère, distinguant l'Apport Français et l'Apport Luxembourgeois, comprenant :

- 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 la somme des parties en fonction des activités du groupe.

Les principales hypothèses d'évaluation retenues par les parties sont les suivantes :

Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Cette approche est fondée sur le plan d'affaires échangé avec ALSTOM pendant les négociations, couvrant une période de 3 ans allant du 1^{er} octobre 2016 au 30 septembre 2019.

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.

Le taux d'actualisation retenu par les parties est compris entre 8,0% et 9,0% et le taux de croissance à l'infini fixé à 1,5%.

Approche par les comparables boursiers

Les parties ont retenu le même échantillon que celui présenté précédemment pour la société ALSTOM.



Référence aux valeurs extériorisées par les analystes publiant une somme des parties du groupe SIEMENS

Les parties ont retenu les notes d'analystes publiant une valorisation du groupe SIEMENS par la somme des parties faisant référence à la valeur d'entreprise et au multiple induit de la division Mobilité. Les notes retenues sont celles publiées post annonce des résultats du 3^{ème} trimestre 2016/2017, soit à partir du 3 août 2017 et jusqu'au 20 septembre 2017.

Les parties ont par ailleurs ajusté les valeurs issues des notes d'analystes en y incluant la valeur de l'activité Traction Drives (intégrée au périmètre de la Transaction mais non retenue dans la division Mobilité par les analystes) et les économies de coûts estimées par SIEMENS dans le cadre d'un fonctionnement autonome de l'activité Mobilité.

Les notes d'analystes retenues font ressortir une valeur des fonds propres de l'activité Mobilité comprise entre 6.496 M€ et 8.441 M€.

Synthèse des valeurs relatives de SIEMENS MOBILITY retenues par les parties

Valeurs relatives - SIEMENS MOBILITY

Valeur des fonds propres (m€)	Apport français		Apport luxembourgeois		Somme des apports	
	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
DCF	202	233	7 313	8 621	7 514	8 854
Multiplés boursiers	218	266	7 982	8 318	8 201	8 584
Analystes - sommes des parties	209	261	6 287	8 180	6 496	8 441
Valeur extériorisée par le cours de bourse d'Alstom	163	191	5 581	6 767	5 744	6 959
Moyenne des critères d'évaluation	198	238	6 791	7 972	6 989	8 209

2.4. Approches d'évaluation écartées par les parties

Les parties n'ont pas mis en œuvre les méthodes d'évaluation suivantes :

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



2.5. Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux fonds propres d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS

L'appréciation des valeurs relatives retenues par les parties appelle de notre part les commentaires suivants :

- les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les parties pour valoriser les fonds propres de la Société ALSTOM nous paraissent appropriées et pertinentes dans le contexte de la Transaction ;
- l'activité Mobilité de SIEMENS n'étant pas cotée, les parties n'ont pas mis en œuvre la référence au cours de bourse. Les autres méthodes d'évaluation (intrinsèques et analogiques) mises en œuvre nous paraissent appropriées et pertinentes dans le contexte de la Transaction ;
- en cohérence avec la date d'évaluation retenue par les parties, les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des données au 30 septembre 2017 en tenant compte du mécanisme d'ajustement agréé entre les parties pour atteindre le ratio de détention cible de 49,33% / 50,67% de l'ensemble combiné.

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...).

ALSTOM et l'activité Mobilité de SIEMENS interviennent sur le même secteur. L'appréciation de la rémunération suppose de mettre en œuvre des méthodes de valorisation identiques sur la base d'hypothèses homogènes, étant précisé que les calculs des valeurs relatives n'intègrent pas les synergies attendues de la Transaction.

Dans le cadre de notre appréciation de leurs valeurs relatives, nous avons mis en œuvre nos propres travaux d'évaluation à partir :

- de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, tels qu'ils ressortent des derniers plans d'affaires établis par ALSTOM et par SIEMENS échangés dans le cadre du processus de négociation, ainsi que de projections plus récentes établies par ALSTOM et SIEMENS ;
- des multiples extériorisés par les sociétés cotées comparables à la date du 30 avril 2018 (à titre secondaire).



Concernant la référence aux valeurs extériorisées par les analystes, nous l'avons retenue à titre secondaire dans la mesure où les notes relatives à SIEMENS ne mentionnent pas tous les détails des calculs sous-tendant la somme des parties permettant de valoriser l'activité Mobilité.

L'activité Mobilité de SIEMENS n'étant pas cotée, nous n'avons pas retenu la méthode du cours de bourse dans la mesure où celle-ci ne peut pas être mise en œuvre de façon homogène entre les 2 entités.

Enfin, nous avons mis en œuvre notre propre évaluation des BSA à émettre par ALSTOM SA en rémunération de l'apport des titres SIEMENS MOBILITY HOLDING BV.

2.5.1. 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. §1.3.6).

2.5.2. Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

Nous avons mis en œuvre la méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS.

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.

Plans d'affaires

Nous avons retenu les flux de trésorerie issus des plans d'affaires échangés entre les parties au cours des négociations, correspondants 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 et au plan d'affaires d'ALSTOM couvrant une période de 3 ans allant du 1^{er} avril 2017 au 31 mars 2020.

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 et ALSTOM ont mis à jour leurs 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 respectivement été approuvées par le Conseil de Surveillance de SIEMENS AG en date du 8 novembre 2017 pour ce qui concerne la division Mobilité, et par le Conseil d'administration d'ALSTOM SA en date du 13 mars 2018.

Afin de permettre une comparaison sur des bases homogènes avec la Société ALSTOM qui clôture son exercice comptable le 31 mars de chaque année, nous avons re-calendarisé les flux du plan d'affaires de l'activité Mobilité de SIEMENS de sorte que chaque année débute au 1^{er} avril et se termine le 31 mars de l'année suivante.

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.

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été calculé sur la base des paramètres de marché 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%, et se situe dans la fourchette des taux retenus par les parties.

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1% pour ALSTOM et l'activité Mobilité de SIEMENS.

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

2.5.3. Approche par les multiples de comparables boursiers

Nous avons mis en œuvre à titre secondaire l'approche analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

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.

La mise en œuvre de cette approche suppose de pouvoir disposer d'un échantillon de sociétés comparables en termes d'activité, de caractéristiques opérationnelles, de taille et de niveau de rentabilité.

Nous avons retenu le même échantillon de comparables pour ALSTOM et pour l'activité Mobilité de SIEMENS, qui se compose des sociétés suivantes : CAF, Talgo, et Vossloh.



Nous n'avons pas retenu la société Ansaldo en raison d'un nombre très limité d'analystes publiant des prévisions sur le titre¹⁰.

Les multiples extériorisés en termes de VE/EBIT par cet échantillon ressortent en moyenne à 13,1x en 2018e 10,0x en 2019e et 9,2x en 2020e.

L'analyse a été mise en œuvre sur la base des moyennes des multiples d'EBIT extériorisés par cet échantillon, qui ont été appliquées aux agrégats d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS tels qu'ils ressortent des plans d'affaires.

2.5.4. Référence aux valeurs extériorisées par les analystes

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons retenu les notes d'analystes présentant une valeur d'entreprise concernant la Société ALSTOM, et celles extériorisant une valeur pour l'activité Mobility de SIEMENS¹¹ 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.

2.5.5. Valorisation des bons de souscription d'actions

Les bons de souscription d'actions ont été valorisés à l'aide d'un modèle binomial, dont les principales hypothèses sont les suivantes :

- cours de bourse : cours moyen pondéré sur les 20 dernières séances au 20 septembre 2017, retraité du versement de la Distribution B, soit 26,09 € ;
- prix d'exercice : fixé à titre illustratif, comme les parties, à 28,75 €, étant rappelé qu'il sera recalculé à la Date de Détermination sur la base de la valeur des fonds propres d'ALSTOM SA et du nombre d'actions en circulation à cette date ;
- maturité : 6 ans, correspondant à la maturité maximale des bons de souscription d'actions ;
- volatilité : volatilité observée sur le titre ALSTOM entre le 4 novembre 2015 (finalisation de l'acquisition du pôle énergie d'ALSTOM par General Electric) et le 20 septembre 2017 (date précédant les rumeurs sur le marché), soit 25% ;
- décote d'incessibilité de 20% appliquée aux résultats de notre évaluation.

¹⁰ Selon la base de données Capital IQ, le consensus se limite aux prévisions d'un seul analyste.

¹¹ 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.



2.5.6. Synthèse des valeurs relatives

Les valeurs relatives obtenues à partir de nos travaux d'évaluation selon une approche multicritère sont légèrement supérieures à celles déterminées par les parties, ce qui s'explique par l'utilisation dans nos travaux de projections plus récentes que celles utilisées par les parties, tant concernant le Groupe ALSTOM que l'activité Mobilité de SIEMENS.

Il faut relever que les réalisations au 31 mars 2018 d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS confortent les prévisions retenues pour déterminer les valeurs relatives.

3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

3.1. Rémunération de l'apport retenue par les parties

La rémunération de l'apport a été déterminée sur la base des négociations menées entre les parties.

Il sera ainsi attribué au groupe SIEMENS un total de 227.314.658 actions ALSTOM SA et de 18.942.888 BSA émis par ALSTOM SA en rémunération des Apports, dont 218.809.039 actions et 18.942.888 BSA en rémunération de l'Apport Luxembourgeois et 8.505.619 actions en rémunération de l'Apport Français.

Cette rémunération a été confortée par la mise en œuvre, par les parties, d'une évaluation multicritère d'ALSTOM et de l'activité Mobilité de SIEMENS dont les résultats peuvent être résumés comme suit¹² :

Synthèse des valeurs et des poids relatifs déterminés par les parties

M€	DCF		Comparables boursiers		Cours de bourse ALSTOM		Valeurs analystes	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
ALSTOM	7 488	8 447	7 611	7 848	5 302	5 955	5 595	6 917
Poids relatif ALSTOM	49,91%	48,82%	48,14%	47,76%	48,00%	46,11%	46,28%	45,04%
Apport Français	202	233	218	266	163	191	209	261
Apport Luxembourgeois	7 313	8 621	7 982	8 318	5 581	6 767	6 287	8 180
SIEMENS	7 514	8 854	8 201	8 584	5 744	6 959	6 496	8 441
Poids relatif SIEMENS	50,09%	51,18%	51,86%	52,24%	52,00%	53,89%	53,72%	54,96%

¹² Les valeurs relatives d'ALSTOM incluent la valeur des BSA.



3.2. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la scission

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier, d'un point de vue financier, le caractère équitable de la rémunération de l'apport.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits (cf. §2.5) que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions de la Société ALSTOM et à l'Apport Luxembourgeois.

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

3.3. Appréciation et positionnement de la rémunération de l'apport

Afin d'apprécier la rémunération de l'Apport Luxembourgeois, nous avons déterminé les poids relatifs d'ALSTOM et de l'Apport Luxembourgeois pour chacune des méthodes d'évaluation mises en œuvre.

Sur ces bases, on notera qu'il existe peu d'écarts entre les résultats issus de nos travaux et ceux présentés par les parties, lesquels ne font apparaître qu'un seul poids relatif de SIEMENS inférieur au ratio cible de 50,67%, correspondant à la valeur minimum de l'approche DCF, soit 50,1%.

La présente opération s'analyse comme une prise de contrôle d'ALSTOM par SIEMENS, puisqu'à l'issue des opérations d'apport de l'activité Mobilité de SIEMENS, SIEMENS aura le contrôle de l'ensemble combiné.

Pour SIEMENS, cette situation implique la prise en compte d'une prime de contrôle de 4 € par action (la Distribution A étant supportée économiquement par SIEMENS) pour atteindre le ratio cible déterminé par les parties.

Pour les actionnaires de la Société ALSTOM, le ratio cible comparé au ratio déterminé par les parties ainsi qu'aux ratios issus de nos travaux, met en évidence une rémunération favorable, étant rappelé que ceux-ci bénéficieront du versement de deux distributions exceptionnelles préalables (la Distribution A et la Distribution B, chacune d'un montant maximum de 4 € par action).

En prolongement de ces considérations pour chaque groupe d'actionnaires, les actionnaires dans leur ensemble devraient bénéficier de synergies significatives qu'il convient d'intégrer dans l'appréciation de l'évolution des résultats futurs du nouveau groupe.



3.4. Incidence de l'opération pour les différents groupes d'actionnaires

Les parties ont annoncé que le rapprochement devrait générer des synergies opérationnelles estimées à 470 M€ par an (soit environ 3% du revenu de l'ensemble combiné), dont l'atteinte est attendue au plus tard 4 ans après la Date de Réalisation de la Transaction. Leur mise en œuvre sera progressive après la réalisation de la Transaction. A ce stade, les éventuelles synergies de revenus qui pourraient résulter du rapprochement n'ont pas fait l'objet d'estimations par les parties.

Nous comprenons de plus qu'en raison de la forte complémentarité des sociétés en termes de métiers et de présences géographiques, il ne devrait pas exister de disynergies significatives.

Ces synergies n'ont pas été intégrées dans notre appréciation des valeurs relatives d'ALSTOM et de l'Apport Luxembourgeois (cf. §2.5) et bénéficieront à tous les groupes d'actionnaires.

Compte tenu de l'état d'avancement du processus de consultation des différentes autorités de concurrence concernées, les parties nous ont indiqué ne pas avoir connaissance, à la date du présent rapport, de décisions qui pourraient affecter significativement le niveau estimé des synergies potentielles.

Nous avons simulé l'impact de ces synergies sur le résultat opérationnel par action après impôt (Net Operating Profit After Tax ou NOPAT) des années 2021 et 2022, en prenant comme hypothèse que ces années correspondraient à l'atteinte du niveau normatif des synergies.

Le nombre d'actions retenu pour le calcul tient compte de l'exercice des BSA à émettre par la Société ALSTOM en rémunération de l'apport des titres de SIEMENS MOBILITY HOLDING BV.

L'analyse menée fait apparaître une relation importante du résultat opérationnel par action après impôt pour les actionnaires d'ALSTOM SA et une relation limitée pour SIEMENS.

4. Synthèse – Points clés

La présente opération d'apport qui concerne l'Apport Luxembourgeois doit être appréciée dans le cadre global du rapprochement entre ALSTOM et l'activité Mobilité de SIEMENS dont elle est une des composantes, liée et concomitante à l'Apport Français. A ce titre, il faut relever que notre rapport sur la rémunération de l'Apport Français conclut au caractère équitable de celle-ci.



En synthèse de nos appréciations sur l'opération prise globalement, nous souhaitons attirer votre attention sur les points suivants :

- la présente opération vise la création d'un « champion européen » dans le domaine de la mobilité, par le rapprochement de deux acteurs majeurs dont le poids économique représentera un chiffre d'affaires de plus de 15 Mds€, avec une couverture géographique très complémentaire de leurs activités au niveau mondial ;
- les deux parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement et la gouvernance du nouveau groupe, et sont parvenues à un accord annoncé le 26 septembre 2017 qui se traduira par une détention par le groupe SIEMENS de l'ensemble combiné dénommé SIEMENS ALSTOM à hauteur de 50,67% (sur une base non diluée), avec une faculté d'augmenter cette participation de 2% par l'exercice des BSA qui lui seront attribués ;
- la Transaction sera réalisée conformément aux stipulations de l'Accord de Rapprochement signé le 23 mars 2018 via deux apports de titres (l'Apport Luxembourgeois et l'Apport Français) représentatifs de l'activité Mobilité du groupe SIEMENS au bénéfice d'ALSTOM ;
- l'opération prend la forme d'une prise de contrôle par SIEMENS au travers de l'apport à ALSTOM SA, groupe coté à la bourse de Paris, de son activité Mobilité, qui fait l'objet d'un processus de détournement complexe en cours de réalisation à la date du présent rapport ;
- de manière plus générale, l'opération est soumise à la réalisation d'un nombre important de conditions suspensives, dont celle de l'accord des autorités de concurrence ;
- les travaux d'évaluation qui nous ont été présentés et figurent dans le document E ont été revus par nos soins et nous paraissent appropriés, pour déterminer la valeur d'entreprise de l'activité Mobilité de SIEMENS, d'une part, et celle d'ALSTOM, d'autre part. Il a été tenu compte des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres agréés par les parties, et notamment le versement des deux distributions exceptionnelles au profit des actionnaires d'ALSTOM SA, dont l'une (la Distribution A d'un montant de 4 € par action ALSTOM SA existant à la Date de Réalisation de la Transaction) est supportée économiquement par SIEMENS et s'analyse comme une prime de contrôle. Nous avons en outre procédé à nos propres travaux d'évaluation dont les résultats ne remettent pas en cause ceux présentés par les parties ;
- pour SIEMENS, il s'agit d'une prise de contrôle, ce qui trouve une contrepartie dans les niveaux de détention par les deux groupes d'actionnaires post-Transaction ainsi que dans les modalités bénéficiant aux actionnaires d'ALSTOM SA ;
- pour les deux groupes d'actionnaires, l'opération devrait être relative sur les bénéfices futurs, ce qui suppose d'accéder aux synergies opérationnelles attendues du rapprochement, même si cette relation reste limitée pour SIEMENS.



5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'Apport Luxembourgeois, conduisant à l'émission de 218.809.039 actions et 18.942.888 BSA de la Société ALSTOM, arrêtée par les parties, présente un caractère équitable.

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