

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

à titre principal, assortie à titre subsidiaire d'une

OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE

INITIÉE PAR



Wabtec France

filiale indirecte de Wabtec Corporation



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n°16-597 en date du 22 décembre 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Faiveley Transport et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF ait vérifié « si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis Important

En application des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de **Associés en Finance, Jacquillat & Détroyat Associés**, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de Faiveley Transport (<http://www.faiveleytransport.com/fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Faiveley Transport
Immeuble Le Delage
3, rue du 19 mars 1962
92230 Gennevilliers

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Faiveley Transport seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE	3
1.1	Termes de l’Offre	3
1.2	Modalités de l’Offre	4
1.3	Nombre et nature des titres visés par l’Offre éventuellement réouverte.....	4
1.4	Caractéristiques des Actions Wabtec à émettre dans le cadre de l’Offre.....	5
2	CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OPERATION	6
2.1	Contexte de l’opération.....	6
2.1.1	Négociations exclusives	6
2.1.2	Acquisition par l’Initiateur d’une participation de 50,66 % dans la Société	6
2.1.3	Clauses particulières du Contrat de Cession d’Actions entre l’Initiateur et les Vendeurs Initiaux	7
2.1.4	Accords pouvant avoir un effet significatif sur l’appréciation de l’Offre ou son issue	8
2.2	Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport.....	9
2.2.1	Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport avant l’Achat de Bloc	9
2.2.2	Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport à l’issue de l’Achat de Bloc	10
2.2.3	Options de souscription d’actions	10
2.2.4	Actions attribuées gratuitement.....	11
2.2.5	Déclarations de franchissement de seuils.....	12
2.2.6	Engagements d’apport à l’Offre.....	12
2.2.7	Autorisations réglementaires.....	12
2.3	Composition du Conseil de Surveillance et du Directoire	13
3	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FAIVELEY TRANSPORT	15
4	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FAIVELEY TRANSPORT	17
5	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D’AUTOCONTROLE	17
6	ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE	17
7	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	18
7.1	Structure du capital de la Société	18
7.2	Restrictions statutaires à l’exercice du droit de vote et au transfert d’Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du Code de commerce	18
7.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	18
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	19
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d’Actions et à l’exercice des droits de vote.....	19
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance et à la modification des statuts de la Société	19
7.8	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres	19
7.9	Impact d’un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société	20
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire de Faiveley Transport ou les salariés, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique	20
8	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	21
9	AVIS DE LA DELEGATION UNIQUE DU PERSONNEL ET DU COMITE EUROPEEN DE FAIVELEY TRANSPORT	21
10	RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	22
11	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE	23

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Wabtec France, une société par actions simplifiée à associé unique de droit français ayant un capital social de 37.000 euros, dont le siège social est situé 3 rue du 19 mars 1962, 92230 Gennevilliers, France, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 819 551 532 (l'« **Initiateur** » ou « **Wabtec France** »), elle-même filiale indirecte de Westinghouse Air Brake Technologies Corporation, exerçant son activité sous le nom de Wabtec Corporation, une société immatriculée au Delaware au capital de 890 734,31 dollars, dont le siège social statutaire est situé 2711, Centerville Road, Suite 400, Wilmington, Delaware 19808 (Etats-Unis), dont le siège principal de son activité est situé 1001 Air Brake Avenue, Wilmerding, Pennsylvanie 15148 (Etats-Unis) et dont les actions sont négociées sur le *New York Stock Exchange* (NYSE : WAB) (« **Wabtec Corporation** » et, ensemble avec Wabtec France, « **Wabtec** »), offre irrévocablement aux actionnaires de Faiveley Transport, société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 14 756 996 euros, divisé en 14 756 996¹ actions de valeur nominale égale à un (1) euro chacune, dont le siège social est situé 3, rue du 19 mars 1962, 92230 Gennevilliers, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro d'identification 323 288 563 (« **Faiveley Transport** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment A) (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR FR0000053142, code mnémonique LEY, d'acquérir la totalité de leurs actions, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

1.1 Termes de l'Offre

L'Offre est constituée d'une offre publique d'achat à titre principal, assortie d'une offre publique d'échange à titre subsidiaire :

- au titre de l'offre publique d'achat principale (l'« **OPA Principale** ») : l'Initiateur offre, à titre principal, aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions Faiveley Transport au prix de 100 euros par action Faiveley Transport ;
- au titre de l'offre publique d'échange subsidiaire (l'« **OPE Subsidiaire** ») : l'Initiateur offre, à titre subsidiaire, aux actionnaires de la Société, d'acquérir leurs actions Faiveley Transport, dans la limite de 73,22% des Actions, tel que défini ci-après, soit une offre plafonnée à 5 375 231 actions Faiveley Transport (le « **Plafond** ») contre des actions ordinaires Wabtec Corporation (les « **Actions Wabtec** »), d'une valeur nominale unitaire de 0,01 dollar, à émettre selon un rapport de 15 Actions Wabtec à émettre pour 13 actions Faiveley Transport acceptées à l'apport, après une éventuelle application du mécanisme de réduction des actions présentées décrit à la section 2.3.3 de la note d'information de l'Initiateur.

Le nombre total d'Actions Wabtec susceptibles d'être émises dans le cadre de l'OPE Subsidiaire s'élève donc à un maximum de 6 202 190.

Sous réserve de ce qui précède, les actionnaires de Faiveley Transport peuvent apporter leurs actions Faiveley Transport soit à l'OPA Principale, soit à l'OPE Subsidiaire, ou combiner des ordres d'apport à l'OPA Principale et des ordres d'apport à l'OPE Subsidiaire.

Les ordres d'apport à l'OPE Subsidiaire ne pourront porter que sur une quotité de 13 actions Faiveley Transport (la « **Quotité** ») ou sur tout multiple de la Quotité.

Les actionnaires de Faiveley Transport qui, après réduction liée au Plafond défini dans le cadre de l'OPE Subsidiaire, auront apporté un nombre d'actions à cette branche ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'Actions Wabtec seront considérés comme ayant expressément accepté d'apporter les actions Faiveley Transport excédentaires à l'OPA Principale et selon les conditions de cette dernière.

¹ Source : Déclaration du nombre d'actions et de droits de vote au 30 novembre 2016.

1.2 Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation, soit, à titre indicatif, du 27 décembre 2016 au 30 janvier 2017 inclus.

L'Offre fait suite à l'acquisition hors marché par l'Initiateur le 30 novembre 2016, dans les conditions décrites à la section 2 ci-après, de 7 475 537 actions de la Société auprès de plusieurs actionnaires représentant 50,66 % du capital et 49,39 % des droits de vote, sur la base d'un nombre total de 14 756 996 actions et de 15 136 278 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF (l'« **Achat de Bloc** »).

L'Initiateur, qui ne détenait avant l'Achat de Bloc directement ou indirectement aucun titre Faiveley Transport, a franchi en hausse à cette occasion le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société de sorte que l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne sera pas soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I de ce même règlement, dans la mesure où à la date de dépôt de l'Offre, l'Initiateur détient d'ores et déjà plus de 50% du capital de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de bourse suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de bourse (l'« **Offre Réouverte** »).

Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas réouverte.

1.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre éventuellement réouverte

L'Offre vise la totalité :

- des actions existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes, en ce compris la totalité des 82 537 actions auto-détenues par la Société, soit, à la date de la présente note en réponse, 7 281 459 actions Faiveley Transport, étant précisé que le Conseil de Surveillance de Faiveley Transport a décidé le 30 novembre 2016, conformément à l'engagement pris par la Société dans l'Accord Relatif à l'Offre, de ne pas apporter les 82 537 actions auto-détenues, et
- des actions Faiveley Transport susceptibles d'être émises préalablement à la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, préalablement à la clôture de l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini ci-dessus) à raison de l'exercice des options de souscription d'actions Faiveley Transport en circulation, soit, à la date de la présente note en réponse, un nombre maximum de 60 100 actions Faiveley Transport,

soit, un nombre maximum de 7 341 559 actions Faiveley Transport (les « **Actions** »).

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les 401 733 Actions Gratuites de Performance (dont le détail et le traitement figure à la section 2.2.4 « Actions attribuées gratuitement ») ne peuvent pas être apportées à l'Offre. Seules les 34 654 actions gratuites de la Société acquises, dont la période de conservation aura expiré avant la clôture de l'Offre, pourront être apportées dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Les actions gratuites de performance en circulation se décomposent, au 30 novembre 2016, de la manière suivante :

- 200 056 actions gratuites de performance de la Société dont la période d’acquisition n’aura pas expiré avant la clôture de l’Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l’Offre Réouverte) (les « **Actions Gratuites de Performance en Période d’Acquisition** ») ; et
- 201 677 actions gratuites de performance de la Société acquises à la date de la présente note en réponse dont la période de conservation n’aura pas expiré avant la clôture de l’Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l’Offre Réouverte) (les « **Actions Gratuites de Performance en Période de Conservation** » et, avec les Actions Gratuites de Performance en Période d’Acquisition, les « **Actions Gratuites de Performance** »).

Le détail et le traitement des Actions Gratuites figure à la section 2.2.4 de la présente note d’information en réponse ainsi qu’à la section 1.2.1(vi) « *Actions attribuées gratuitement* » de la note d’information de l’Initiateur.

A la connaissance de la Société, il n’existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.4 Caractéristiques des Actions Wabtec à émettre dans le cadre de l’Offre

Le nombre total maximum d’Actions Wabtec s’élève à 12 509 679, soit 6 307 489 actions ordinaires de Wabtec Corporation émises au profit des Vendeurs Initiaux et un nombre maximum de 6 202 190 Actions Wabtec pouvant être émises dans le cadre de l’OPE Subsidaire (voir section 2.4.6 de la note d’information de l’Initiateur « Nombre maximum d’Actions Wabtec à émettre dans le cadre de l’Offre »).

Les Actions Wabtec émises en rémunération de l’Offre sont des actions ordinaires de Wabtec Corporation. Elles seront de même rang que les actions ordinaires Wabtec Corporation existantes et donneront droit aux mêmes droits que les autres actions ordinaires Wabtec Corporation en circulation.

Le conseil d’administration de Wabtec Corporation a accordé tous les pouvoirs nécessaires à ses dirigeants pour prendre les mesures nécessaires à la mise en œuvre de l’Offre, en ce compris la signature des documents de l’Offre et l’émission d’actions ordinaires de Wabtec Corporation aux fins de l’OPE Subsidaire.

Aucune disposition statutaire ne limite la libre négociabilité des Actions Wabtec qui seront remises dans le cadre de l’Offre.

Les porteurs d’actions ordinaires Wabtec Corporation ont le droit de recevoir des dividendes sur les sommes légalement disponibles pour leur paiement, lorsque et si cela est décidé par le Conseil d’administration de Wabtec Corporation. Les porteurs d’actions ordinaires Wabtec Corporation ont droit à une (1) voix par action pour toutes les questions soumises au vote des actionnaires Wabtec Corporation. Il n’existe aucun droit de vote cumulatif attaché aux actions ordinaires Wabtec Corporation. En cas de liquidation, volontaire ou involontaire, ou de dissolution de Wabtec Corporation, les porteurs d’actions ordinaires Wabtec Corporation auront le droit de participer au partage de tous les actifs distribuables de Wabtec Corporation après le règlement intégral de toutes les dettes et distributions et après que les porteurs de toutes catégories d’actions de préférence en circulation (le cas échéant) aient reçu la totalité de leur boni de liquidation.

Les porteurs d’actions ordinaires Wabtec Corporation n’ont pas de droit de préemption ou de rachat. Aucune disposition de *sinking fund* n’est applicable aux actions ordinaires Wabtec Corporation. Les actions ordinaires Wabtec ne sont ni convertibles en actions ni en toute autre catégorie de titres de capital. Les actions ordinaires Wabtec Corporation sont admises à la négociation sur le *New York Stock Exchange* sous le mnémonique « **WAB** ». Wells Fargo Shareowner Services intervient en tant qu’agent de transfert et agent chargé de la tenue des registres pour les actions ordinaires Wabtec Corporation. Les actions ordinaires nouvelles émises dans le cadre de l’Offre feront l’objet d’une demande d’admission aux négociations sur le *New York Stock Exchange* qui sera effective à la date de règlement-livraison de l’Offre.

Les caractéristiques des Actions Wabtec à émettre dans le cadre de l’Offre, ainsi que les facteurs de risques relatifs aux Actions Wabtec sont plus amplement détaillés dans la note d’information de l’Initiateur aux sections 2.4.2 et 2.4.3. Les informations portant sur le cours des actions Wabtec

Corporation figurent dans la note d'information de l'Initiateur à la section 2.4.5.

2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION

2.1 Contexte de l'opération

2.1.1 Négociations exclusives

Le 27 juillet 2015, Wabtec a annoncé avoir l'intention d'acquérir la totalité des actions composant le capital de Faiveley Transport et avoir soumis une offre irrévocable aux principaux actionnaires de Faiveley Transport représentant 50,66% du capital de Faiveley Transport. Le même jour, Faiveley Transport a diffusé un communiqué de presse annonçant être entré en négociations exclusives avec Wabtec après avoir reçu une offre ferme portant sur l'acquisition de l'ensemble de son capital.

Le Conseil de Surveillance de Faiveley Transport, réuni le 27 juillet 2015, a émis un avis préliminaire favorable sur l'opération et a désigné le cabinet Associés en Finance, Jacquillat & Détroyat Associés comme expert indépendant, chargé d'établir une attestation d'équité au sujet des conditions de l'Offre, tenant compte de l'intention de l'Initiateur de faire suivre cette Offre d'un retrait obligatoire, si les conditions légales et réglementaires requises pour sa mise en œuvre se trouvaient réunies.

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel le 28 juillet 2015. Le comité d'entreprise de Faiveley Transport et le comité d'entreprise européen ont chacun émis un avis favorable sur le projet d'Offre respectivement le 18 août 2015 et le 6 octobre 2015.

Le 6 octobre 2015, Wabtec Corporation et FW Acquisition LLC, une filiale indirecte de Wabtec Corporation (l'« **Acquéreur Initial** »), ont conclu un contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession d'Actions** ») avec Financière Faiveley, Famille Faiveley Participations, Monsieur François Faiveley et Monsieur Erwan Faiveley (les « **Vendeurs Initiaux** ») ainsi qu'un accord relatif à l'Offre (l'« **Accord Relatif à l'Offre** ») avec la Société. Le 25 octobre 2016, Faiveley Transport et Wabtec Corporation ont annoncé avoir amendé les termes du Contrat de Cession d'Actions et de l'Accord Relatif à l'Offre.

Le 1er avril 2016, Wabtec France a été constituée indirectement par son actionnaire en dernier ressort, Wabtec Corporation, et s'est substituée dans les droits et obligations de l'Acquéreur Initial, au titre du Contrat de Cession d'Actions et de l'Accord Relatif à l'Offre.

En application du Contrat de Cession d'Actions (tel que modifié), Wabtec Corporation s'est engagée, sous réserve de l'obtention de certaines autorisations réglementaires, à acquérir, et les Vendeurs Initiaux se sont engagés, sous les mêmes réserves, à céder, un nombre total de 7 475 537 actions Faiveley Transport, représentant 50,66 % du capital social de la Société et 49,39 % des droits de vote théoriques, rémunéré à hauteur (globalement) (i) d'un montant égal à 100 euros par action Faiveley Transport pour un nombre d'actions compris entre 25% et 45% du nombre total d'actions cédées et (ii) pour le solde (soit entre 55% et 75% du nombre total d'actions cédées) par remise en échange d'Actions Wabtec sur la base d'un ratio de 1,125 Action Wabtec par action Faiveley Transport augmenté de 150 000 Actions Wabtec réparties proportionnellement entre les Vendeurs Initiaux en fonction du nombre de titres remis en échange, tel que prévu au terme de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions conclu le 24 octobre 2016.

2.1.2 Acquisition par l'Initiateur d'une participation de 50,66 % dans la Société

Le 24 novembre 2016, Wabtec et les Vendeurs Initiaux ont constaté la réalisation des conditions suspensives portant sur les autorisations réglementaires telles que prévues dans le Contrat de Cession d'Actions.

Wabtec et la Société ont annoncé l'Achat de Bloc le 1^{er} décembre 2016. Les 7 475 537 actions Faiveley Transport transférées à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Cession d'Actions susmentionné ont été respectivement acquises (i) à hauteur de 2 002 212 actions Faiveley Transport pour un montant total de 200 221 200 euros payé en numéraire (soit 26,78% du nombre d'actions cédées), et (ii) à hauteur de 5 473 325 actions Faiveley Transport par la remise en échange de 6 307 489 Actions Wabtec

nouvellement émises (soit 73,22% du nombre d'actions cédées).

Le 1^{er} décembre 2016, Wabtec a également annoncé qu'elle lancerait le processus d'acquisition de toutes les actions restantes au titre de laquelle les actionnaires de la Société se verraient offrir le choix entre :

- l'OPA Principale, soit une offre principale en numéraire sur la base d'un prix de 100 euros par action ; et
- l'OPE Subsidaire, soit une offre subsidiaire leur permettant d'apporter leurs actions en échange d'Actions Wabtec, sur la base d'un ratio de 15 Actions Wabtec à émettre pour 13 actions Faiveley Transport acceptées à l'apport, l'OPE Subsidaire étant plafonnée à 73,22% des Actions visées par l'Offre.

Le règlement-livraison de l'Achat de Bloc a été réalisé hors marché le 30 novembre 2016.

A la suite de l'Achat de Bloc, l'Initiateur détient 7 475 537 actions Faiveley Transport, représentant 50,66 % du capital social et 49,39 % des droits de vote théoriques de la Société.

La répartition entre actions cédées et apportées est indiquée dans le tableau ci-dessous :

Cédant	Nombre total d'actions transférées	Nombre d'actions vendues en numéraire	Prix des actions cédées en euros	% du total (numéraire)	Nombre d'actions échangées	% du total (titres)	Nombre total d'Actions Wabtec remises
Financière Faiveley	6 315 412	1 691 492	169 149 200	26,8%	4 623 920	73,2%	5 328 631 (1)
Famille Faiveley Participations	1 159 288	310 498	31 049 800	26,8%	848 790	73,2%	978 150 (2)
François Faiveley	225	60	6 000	26,7%	165	73,3%	190 (3)
Erwan Faiveley	612	162	16 200	26,5%	450	73,2%	518 (4)
Total	7 475 537	2 002 212	200 221 200	26,8%	5 473 325	73,2%	6 307 489

(1) Dont 126.720 actions ordinaires Wabtec Corporation correspondant à 84,5% des actions supplémentaires (150.000) au titre de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions en date du 24 octobre 2016.

(2) Dont 23.264 actions ordinaires Wabtec Corporation correspondant à 15,5% des actions supplémentaires (150.000) au titre de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions en date du 24 octobre 2016.

(3) Dont 4 actions ordinaires Wabtec Corporation correspondant à 0,00003% des actions supplémentaires (150.000) au titre de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions en date du 24 octobre 2016.

(4) Dont 12 actions ordinaires Wabtec Corporation correspondant à 0,00008% des actions supplémentaires (150.000) au titre de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions en date du 24 octobre 2016.

2.1.3 Clauses particulières du Contrat de Cession d'Actions entre l'Initiateur et les Vendeurs Initiaux

Le Contrat de Cession d'Actions ne prévoit aucun mécanisme de complément de prix à l'exception de l'hypothèse selon laquelle l'Initiateur déposerait une offre en surenchère auquel cas il s'est engagé à faire bénéficier les Vendeurs Initiaux des termes de la surenchère et ainsi (i) à verser aux Vendeurs

Initiaux un complément de prix par action en numéraire égal à la différence positive entre 100 euros et le prix de l'OPA Principale en surenchère ou pour le cas d'une surenchère concernant l'OPE Subsidaire (ii) à faire émettre à leur profit toutes Actions Wabtec supplémentaires afin de les faire bénéficier du ratio d'échange le cas échéant amélioré ou (iii) à échanger les Actions Wabtec contre tout type d'actions équivalentes proposé à d'autres actionnaires dont les caractéristiques économiques seraient plus intéressantes que celles initialement prévues.

2.1.4 Accords pouvant avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Les parties au Contrat de Cession d'Actions ont conclu, le 6 octobre 2015, un pacte d'actionnaires relatif aux Actions Wabtec ainsi qu'à la gouvernance de Wabtec Corporation (le « **Pacte d'Actionnaires Wabtec** »). Les principaux engagements de ce pacte sont énumérés ci-dessous.

(i) Désignation d'administrateurs désignés

Wabtec Corporation s'est engagée à prendre toutes les mesures nécessaires pour désigner en qualité d'administrateurs deux (2) représentants de la famille Faiveley (les « **Administrateurs Désignés** ») et de poursuivre son engagement stratégique à long-terme dans le secteur ferroviaire. Les deux (2) premiers Administrateurs Désignés prévus au titre du Pacte d'Actionnaires Wabtec, Monsieur Philippe Alfroid et Monsieur Erwan Faiveley, ont été nommés par le conseil d'administration de Wabtec Corporation le 30 novembre 2016, pour des mandats expirant respectivement à l'occasion des assemblées générales annuelles appelées à se tenir en 2017 et en 2018. Tant que les Vendeurs Initiaux détiendront plus de 50% des Actions Wabtec, les Vendeurs Initiaux auront droit de faire nommer par Wabtec Corporation deux (2) Administrateurs Désignés. Dans l'hypothèse où leur participation se situerait entre 25% et 50% des Actions Wabtec, les Vendeurs Initiaux auront droit de faire nommer un Administrateur Désigné.

Par ailleurs, aux termes d'un avenant au Pacte d'Actionnaires Wabtec conclu le 24 octobre 2016, il est prévu que les Vendeurs Initiaux n'auront droit qu'à un seul Administrateur Désigné s'ils détiennent moins de 6 307 489 actions ordinaires Wabtec Corporation à l'issue d'un délai de six (6) mois après la réalisation de l'Achat de Bloc. A l'issue de l'Achat de Bloc, les Vendeurs Initiaux détiennent 6 307 489 Actions Wabtec. Dans ce cadre, les Vendeurs Initiaux n'auront pas à acquérir sur le marché un nombre d'actions ordinaires Wabtec Corporation permettant d'atteindre le seuil. Ce seuil de 6 307 489 Actions Wabtec devra toutefois être maintenu, à défaut de quoi l'un des deux Administrateurs Désignés devra démissionner à l'issue de ce délai de six (6) mois.

(ii) Nomination d'un observateur

Aux termes du Pacte d'Actionnaires Wabtec, Monsieur Stéphane Rambaud-Measson agira en qualité d'observateur au sein du conseil d'administration (l'« **Observateur du Conseil d'Administration** ») pour une période expirant 18 mois à compter du 30 novembre 2016 ou au jour où il n'occuperait plus de fonctions exécutives au sein de Wabtec Corporation ou de l'une de ses filiales.

Conformément au Pacte d'Actionnaires Wabtec, le conseil d'administration de Wabtec Corporation a désigné Monsieur Stéphane Rambaud-Measson en qualité d'Observateur du Conseil d'Administration le 30 novembre 2016.

L'Observateur du Conseil d'Administration disposera de droits substantiellement similaires à ceux d'un administrateur de Wabtec Corporation en termes de droits à l'information ou de participer aux réunions du conseil d'administration, sans toutefois bénéficier d'un droit de vote ou être pris en compte pour la détermination du quorum.

(iii) Restriction au transfert et maintien du statu quo

Sous réserve de certaines exceptions, chaque Vendeur Initial s'est engagé à ne pas, directement ou indirectement, vendre, céder, nantir, hypothéquer, conclure des contrats de vente-à-découvert ou autrement transférer les Actions Wabtec entre la date de réalisation de l'Achat de Bloc et la première des dates à intervenir entre (a) le troisième anniversaire de la réalisation de l'Achat de Bloc ou (b) un changement de contrôle de Wabtec Corporation. Les Vendeurs Initiaux sont par ailleurs tenus de respecter un engagement de statu quo aux termes duquel ils acceptent de s'abstenir de toute mesure visant à acquérir un contrôle renforcé au sein de Wabtec Corporation.

(iv) Accord sur les droits de vote

Tant qu'un Administrateur Désigné sera membre du conseil d'administration, chaque Vendeur Initial s'engage, en cas de demande formulée par Wabtec Corporation, à voter en faveur de l'élection des membres du conseil d'administration nommés par le comité des nominations et de gouvernance ou par une majorité des administrateurs et à consentir tous les efforts « commercialement raisonnables » pour être présent ou représenté à chacune des assemblées générales de Wabtec Corporation.

(v) Droits de préemption

Dans l'hypothèse où Wabtec Corporation déciderait de vendre à des tiers des titres donnant accès à son capital ou à des droits de vote, autrement que par l'intermédiaire d'une offre au public, Wabtec Corporation fournira à chaque Vendeur Initial la possibilité d'acheter ces titres aux mêmes conditions que celles offertes aux tiers afin que les Vendeurs Initiaux puissent maintenir un pourcentage de participation en capital et en droits de vote identique.

2.2 Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport

2.2.1 Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport avant l'Achat de Bloc

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, au 29 novembre 2016 (soit préalablement à la réalisation de l'Achat de Bloc), la répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport.

Actionnaires	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote*	% Droits de vote*
Financière Faiveley	6 315 412	42,80	12 604 624	56,33
Famille Faiveley Participations (FFP)	1 159 288	7,86	2 110 411	9,43
François Faiveley	225	0,00	450	0,00
Erwan Faiveley	612	0,00	617	0,00
Sous-total	7 475 537	50,66	14 716 102	65,76
Dirigeants	129 388	0,87	153 656	0,69
Auto-détention	82 537	0,56	82 537**	0,37**
Salariés, dont FCPE Faiveley actions	252 177	1,71	302 677	1,35
DNCA Finance	1 008 374	6,83	1 008 374	4,51
Syquant Capital	1 576 064	10,68	1 576 064	7,04
Public	4 236 775	28,71	4 545 145	20,31
Total	14 756 996	100	22 376 843	100

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Droits de vote théoriques – les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus

2.2.2 Répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport à l'issue de l'Achat de Bloc

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de Faiveley Transport à la suite de la réalisation de l'Achat de Bloc le 30 novembre dernier et tient compte des différentes déclarations de franchissements de seuils publiées sur le site de l'AMF jusqu'au 20 décembre 2016 (inclus) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote*	% Droits de vote*
Wabtec France	7 475 537	50,66	7 475 537	49,39
Dirigeants	127 685	0,87	153 656	1,02
Auto-détention	82 537	0,56	82 537**	0,55**
Salariés, dont FCPE Faiveley actions	252 177	1,71	302 677	2,00
DNCA Finance	588 374	3,99	588 374	3,89
Syquant Capital	1 501 600	10,18	1 501 600	9,92
Goldman Sachs Group	878 970	5,96	878 970	5,81
Morgan Stanley Corp	806 522	5,47	806 522	5,33
Public	3 043 594	20,62	3 346 405	22,65
Total	14 756 996	100	15 136 278	100

* Conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Droits de vote théoriques – les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus

2.2.3 Options de souscription d'actions

Un total de 60 100 options de souscription était en circulation au 30 novembre 2016. Ces options, attribuées par le Directoire de la Société du 23 novembre 2009, sont exerçables depuis le 22 novembre 2013 et viennent à expiration le 22 novembre 2017. Elles permettent de souscrire à 60 100 actions Faiveley Transport au prix de 54,91 euros par action.

Les titulaires d'options de souscription d'actions Faiveley Transport ne bénéficient d'aucun mécanisme de liquidité.

2.2.4 Actions attribuées gratuitement

A la date de la présente note en réponse, à la connaissance de la Société il existe :

- 34 654 actions gratuites attribuées par la Société sont en période de conservation (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** » ou « **AG 2** »)² ;
- 200 056³ actions gratuites attribuées par la Société sont des Actions Gratuites de Performance en Période d'Acquisition et n'ont donc pas encore été émises et livrées à leurs bénéficiaires ; il s'agit des plans listés dans le tableau ci-après et désignés comme AGP4, AGP5, AGP6(b) et AGP7 ; et
- 201 677⁴ actions gratuites attribuées par la Société sont des Actions Gratuites de Performance en Période de Conservation ; il s'agit des plans listés dans le tableau ci-après et désignés comme AGP2 et AGP6(a).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des actions gratuites au 30 novembre 2016 :

	Actions Gratuites (« AG2 »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP2 »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP4 »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP5 »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP6(a) »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP6(b) »)	Actions Gratuites de Performance (« AGP7 »)
Date d'attribution	15 janvier 2013	2 juillet 2014	27 mars 2015	10 août 2015	1 octobre 2015	27 janvier 2016	18 octobre 2016
Nombre d'actions gratuites	65 038	108 689	4 000	5 400	135.844	4.500	144 000
Nombre d'attributaires	160	198	2	3	339	3	202
Date d'acquisition	15 janvier 2015	2 juillet 2016	27 mars 2017	10 août 2017	1 octobre 2016	27 janvier 2017	18 octobre 2017
Date de disponibilité	15 janvier 2017	2 juillet 2018	27 mars 2019	10 août 2019	1 octobre 2017	27 janvier 2018	18 octobre 2018
Nombre d'actions gratuites livrées	34 654	65 833	0	0	135 844	0	0
Nombres d'actions gratuites restant à livrer	30 384	42 856	4 000	5 400	0	4 500	143 300

Les Actions Gratuites en Période de Conservation pourront, sur la base du calendrier indicatif, être apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte).

² Soit AG2 (34 654 actions)

³ Soit AGP2 (42 856 actions), AGP4 (4 000 actions), AGP5 (5 400 actions), AGP6(b) (4 500 actions) et AGP7 (143 300 actions).

⁴ Soit AGP2 (65 833 actions) et AGP6(a) (135 844 actions).

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites de Performance « AGP2 », « AGP6(a) », « AGP6(b) » et « AGP7 » un mécanisme de liquidité au terme duquel l'Initiateur leur consent une promesse d'achat sur leurs actions Faiveley Transport à l'issue de la période de conservation à un prix d'exercice calculé sur la base d'un multiple de 1,365 fois le chiffre d'affaires consolidé ajusté de la Société sur une période glissante des douze mois qui précèdent la période au cours de laquelle lesdites actions pourront être cédées, divisé par le nombre d'actions (sur une base diluée) au 30 novembre 2016, étant précisé qu'en l'absence d'exercice de cette promesse d'achat, Wabtec France bénéficierait alors d'une promesse de vente de leurs actions Faiveley Transport à un prix d'exercice calculé selon les mêmes modalités que la promesse d'achat. Le multiple de 1,365 utilisé pour la détermination du prix d'une Action Gratuite de Performance est conforme au multiple utilisé dans le cadre de la détermination du prix de l'Offre. Ce mécanisme de liquidité ne pourra être mis en œuvre qu'en cas (i) de retrait obligatoire ou de dépôt d'une offre de retrait ou (ii) de faible liquidité des actions de la Société postérieurement à l'Offre.

L'Initiateur a également proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites de Performance « AGP4 » et « AGP5 » de renoncer à ces actions gratuites en échange d'un bonus en numéraire (traité comme du salaire) pour un montant brut de 100 euros par action.

Il est précisé qu'en application de l'article L. 233-9 4° du code de commerce, les actions de Faiveley Transport qui auront fait l'objet d'un mécanisme de liquidité conclu préalablement à la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

2.2.5 Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré à l'AMF et à Faiveley Transport, par courriers en date du 1er décembre 2016, qu'elle avait, à la suite de l'Achat de Bloc, franchi à la hausse, le 30 novembre 2016, les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et de 50% du capital et de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 1/3 des droits de vote de la Société suite à l'exécution du Contrat de Cession d'Actions relatif à l'Achat de Bloc et détenir directement et indirectement 7 475 537 actions Faiveley Transport représentant 50,66 % du capital et 49,39% de ses droits de vote théoriques. L'Initiateur a également notifié à l'AMF et à Faiveley Transport sa déclaration d'intention le même jour, conformément à la réglementation applicable.

Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 1^{er} décembre 2016 sous le numéro 216C2698.

Réciproquement, M. Erwan Faiveley, M. François Faiveley, Famille Faiveley Participations et Financière Faiveley ont déclaré, par un courrier à l'AMF et à la Société qu'ils avaient, agissant ensemble de concert, suite à l'Achat de Bloc, franchi à la baisse, le 30 novembre 2016, tous les seuils légaux et statutaires de capital et de droits de vote théoriques compris respectivement entre 50 % et 65% jusqu'à zéro. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 12 décembre 2016 sous le numéro 216C2770.

2.2.6 Engagements d'apport à l'Offre

Sans objet.

2.2.7 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à aucune condition au titre du contrôle des concentrations.

L'Achat de Bloc a été autorisé (ou n'a pas donné lieu à objection) par les autorités de la concurrence compétentes dans l'Union Européenne, aux Etats-Unis d'Amérique et en Russie. Les autorisations ont été octroyées respectivement le 4 octobre 2016 pour l'Union Européenne, le 18 novembre 2016 pour les

Etats-Unis d'Amérique, par approbation judiciaire d'un projet de transaction (*consent decree*) déposé par le ministère de la justice américain, et le 28 septembre 2015 pour la Russie.

L'Achat de Bloc a été autorisé (ou n'a pas donné lieu à objection) par les autorités de la concurrence compétentes dans l'Union Européenne, aux Etats-Unis d'Amérique et en Russie. Les autorisations ont été octroyées respectivement le 4 octobre 2016 pour l'Union Européenne, le 18 novembre 2016 pour les Etats-Unis d'Amérique, par approbation judiciaire d'un projet de transaction (*consent decree*) déposé par le ministère de la justice américain, et le 28 septembre 2015 pour la Russie.

L'Achat de Bloc était également soumis à l'autorisation du Ministère chargé de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique de la République française (le « **MINEFI** »). Conformément aux lois et règlements applicables aux investissements étrangers en France (articles L. 151-1 et suivants et R. 153-1 et suivants du Code monétaire et financier), Wabtec Corporation a déposé, le 24 août 2015, une demande d'autorisation auprès du MINEFI. Wabtec Corporation a reçu l'autorisation du MINEFI pour l'Achat de Bloc le 12 mai 2016.

2.3 Composition du Conseil de Surveillance et du Directoire

Concomitamment à la réalisation de l'Achat de Bloc et conformément au Contrat de Cession d'Actions :

- Monsieur Philippe Alfrond, président du Conseil de Surveillance, Monsieur François Faiveley, vice-président du Conseil de Surveillance, ainsi que Madame Hélène Auriol-Potier, Monsieur Christian Germa et Monsieur Maurice Marchand-Tonel, membres du Conseil de Surveillance, ont démissionné de leurs fonctions de membres du Conseil de Surveillance de Faiveley Transport le 30 novembre 2016. Ces démissions sont intervenues après que le Conseil de Surveillance de Faiveley Transport ait recommandé l'Offre comme mentionné ci-dessus.
- Monsieur Erwan Faiveley a démissionné de ses fonctions de membre du Directoire.

Le Conseil de Surveillance de la Société, réuni le 30 novembre 2016, a coopté 3 nouveaux membres du Conseil de Surveillance (Monsieur Raymond Betler, Monsieur Albert Neupaver et Madame Linda Harty). Monsieur Albert Neupaver a, en outre, été nommé président du Conseil de Surveillance et Monsieur Ray Betler a été nommé vice-président du Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance de la Société est désormais composé comme suit :

- Albert Neupaver, président (*Executive Chairman* de Wabtec Corporation),
- Raymond Betler, vice-président (*President* et *Chief Executive Officer* de Wabtec Corporation),
- Christopher Spencer (membre indépendant),
- Nicoletta Giadrossi-Morel (membre indépendant), et
- Linda Harty (administratrice de Wabtec Corporation).

Ces cooptations, qui ont pris effet le 30 novembre 2016, seront soumises à la ratification des actionnaires de la Société réunis en assemblée générale.

Les différents comités du Conseil seront à présent composés de la manière suivante :

- Comité d'audit : Christopher Spencer (Président), Nicoletta Giadrossi-Morel et Linda Harty.
- Comité des rémunérations : Christopher Spencer (Président), Nicoletta Giadrossi-Morel et Albert Neupaver
- Comité de gouvernance et des nominations : Christopher Spencer (Président), Nicoletta Giadrossi-Morel et Ray Betler

Le Directoire de la Société est désormais composé comme suit :

- Monsieur Stéphane Rambaud-Measson, président du Directoire,
- Monsieur Guillaume Bouhours, membre du Directoire,

– Monsieur Patrick Dugan, membre du Directoire

Monsieur Patrick Dugan a été nommé au Directoire en remplacement de Monsieur Erwan Faiveley par le Conseil de Surveillance lors de sa réunion du 13 décembre 2016.

3 AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FAIVELEY TRANSPORT

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société se sont réunis le 30 novembre 2016, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner, préalablement à la recomposition visée à la section 2.3 des présentes, le projet d'Offre.

A l'exception de Monsieur Philippe Alfroid, l'ensemble des membres du Conseil de Surveillance étaient présents, y compris les membres indépendants. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil de Surveillance se sont tenus sous la présidence de François Faiveley, en qualité de vice-président du Conseil de Surveillance, conformément à l'article 20 des statuts de la Société.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont eu connaissance :

- du projet de note d'information établi par Wabtec France contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix et de la parité de l'Offre établis par Société Générale et UBS Limited en leur qualité de banques présentatrices de l'Offre ;
- de l'attestation d'équité de l'expert indépendant (Associés en Finance, Jacquillat & Détryat Associés), qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, du prix offert de 100 euros par action et de la parité de 15 actions Wabtec Corporation pour 13 actions Faiveley Transport ;
- du projet de note en réponse établi par la Société.

Le Conseil de Surveillance, dans sa configuration préalable à l'Achat de Bloc, à savoir composé de Monsieur François Faiveley, Monsieur Christopher Spencer, Madame Hélène Auriol-Potier, Monsieur Christian Germa et Monsieur Maurice Marchand-Tonel et Madame Nicoletta Giadrossi-Morel, a par ailleurs pris acte que le comité d'entreprise de Faiveley Transport et le comité d'entreprise européen, consultés sur le projet de transaction avant signature de l'Accord Relatif à l'Offre, ont chacun émis un avis favorable sur le projet de rapprochement avec Wabtec respectivement le 18 août 2015 et le 6 octobre 2015.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil de Surveillance, incluant tous les membres indépendants :

« Après en avoir débattu, et au vu des documents susvisés, les membres du Conseil de Surveillance constatent que dans le cadre de l'Offre, les actionnaires minoritaires de la Société se voient offrir un choix équivalent à celui proposé à la famille Faiveley, à savoir une OPA Principale en numéraire sur la base d'un prix de 100 euros par action, et une OPE Subsidaire leur permettant d'apporter leurs actions (dans la limite d'un nombre d'actions total représentant 73,22 % des actions visées par l'Offre) en échange d'Actions Wabtec, sur la base d'un ratio d'échange de quinze (15) Actions Wabtec à émettre pour treize (13) actions Faiveley Transport acceptées à l'OPE Subsidaire.

Sur le plan financier :

(i) S'agissant de l'OPA Principale

- *le prix proposé de 100 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 41% par rapport au cours de bourse de clôture du 24 juillet 2015 qui s'élevait à 71 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;*
- *le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique à la partie numéraire de la rémunération devant être payé par Wabtec France pour acquérir les blocs de titres de la famille Faiveley, représentant au total 50,66 % du capital de la Société, auprès des actionnaires de contrôle de Faiveley Transport;*
- *l'expert indépendant a relevé que le prix de l'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Faiveley Transport ;*

(ii) S'agissant de l'OPE Subsidaire

- le ratio d'échange de l'OPE Subsidaire extériorise des décotes comprises entre 17,2% et 4,2% par rapport aux parités calculées sur les cours de bourse des 12 mois, et ce notamment suite à la détérioration du marché du fret de marchandise américain ;
- le ratio d'échange de l'OPE Subsidaire extériorise, compte tenu du cours de bourse de Wabtec du 23 novembre 2016 et du cours moyen pondéré sur les 10 jours de négociation avant cette date, des décotes respectives de 4,2% et 6,2% par rapport la parité d'échange constatée en bourse (en tenant compte d'un taux de change USD/EUR de 1,07⁵) ;
- L'OPE Subsidaire permet toutefois aux actionnaires de répliquer, s'ils le souhaitent, les conditions proposées à la famille Faiveley au moment du rachat du bloc de titres et de demeurer investis dans une société leader de son secteur.

Dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procédera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre Principale.

L'expert indépendant a relevé que l'Offre proposée aux actionnaires minoritaires de la Société leur permet soit de répliquer les conditions proposées à la famille Faiveley au moment du rachat du bloc de titres, soit de bénéficier de primes significatives s'ils apportent leurs titres à la branche numéraire.

Sur le plan industriel :

- *Wabtec est un des leaders américains du secteur du transport ferroviaire en Amérique du Nord ; son développement, qui a connu une très forte croissance, s'est notamment appuyé au cours des dernières années sur le développement du fret aux Etats-Unis d'Amérique mais également sur le développement international ;*
- *Le rapprochement générera d'importantes opportunités à l'échelle du nouveau groupe en permettant à Faiveley et Wabtec d'étendre leurs implantations géographiques complémentaires. Les clients actuels de Faiveley Transport pourront ainsi bénéficier d'un point d'entrée unique pour les accompagner à l'échelle mondiale tant sur le transit que sur le fret et auront accès aux services de premier plan que Wabtec peut offrir en Amérique du Nord ;*
- *Le Rapprochement génèrera des synergies au niveau du nouveau groupe, notamment en élargissant sa capacité en matière de produits et services et en renforçant leur avance technologique et leur capacité d'innovation ;*
- *Le Rapprochement permet à Faiveley Transport d'intégrer un groupe qui sera leader sur son marché, et de faire face au mouvement de consolidation qui caractérise le secteur ;*
- *Wabtec entend maintenir le siège social de Faiveley Transport en France et faire de Faiveley Transport son centre mondial de décision pour son activité transit qui représentera la majorité du chiffre d'affaires combiné du groupe et ce en s'appuyant sur ses centres de compétence. Faiveley Transport deviendrait ainsi le centre de décision d'un périmètre deux fois plus important que son périmètre actuel.*

Sur le plan organisationnel et des ressources humaines :

- *Wabtec s'est engagé à poursuivre la politique existante de Faiveley Transport en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines pour au moins 18 mois ;*
- *Wabtec entend maintenir les centres de compétence de Faiveley Transport en Europe, et le siège social à Gennevilliers.*

Au vu de ces éléments, après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance, statuant à l'unanimité de

⁵ Sur la base de la parité moyenne euro/dollar sur la période allant du 9 novembre au 23 novembre 2016.

des membres, incluant les membres indépendants, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette offre représente, à des conditions financières particulièrement attractives, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire s'effectuant au prix de l'OPA Principale, le Conseil de Surveillance, à l'unanimité de ses membres, en ce compris les membres indépendants, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, en relevant que l'OPE Subsidiaire, qui est offerte aux actionnaires pour leur permettre de répliquer les conditions offertes à la famille Faiveley, représente au 23 novembre 2016 une décote par rapport à l'OPA Principale en numéraire.

A cet égard, les membres du Conseil de Surveillance qui détiennent des actions Faiveley Transport (autres que les cédants du bloc de contrôle) indiquent qu'ils ont l'intention de les apporter à l'OPA Principale à l'exception de celles dont la détention est imposée par les statuts (article 19).

En outre, le Conseil de Surveillance décide que les 82 537 actions auto détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre conformément aux termes de l'Accord Relatif à l'Offre. ».

4 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FAIVELEY TRANSPORT

Les membres du Conseil de Surveillance de la Société qui ne sont pas parties au Contrat de Cession d'Actions ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre lesdites Actions à l'exception de celle dont la détention est imposée par les statuts (article 19).

5 INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Conformément à l'Accord Relatif à l'Offre, le Conseil de Surveillance a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 82 537 Actions auto-détenues par la Société.

6 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception du Contrat de Cession d'Actions et de l'Accord Relatif à l'Offre, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société, d'un montant de 14 756 996 euros, est divisé en 14 756 996 Actions, d'une valeur nominale de un (1) euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital de la Société était réparti, immédiatement avant l'Achat de Bloc, tel qu'indiqué à la section 2.2.1 ci-dessus.

A la suite de l'Achat de Bloc et à la date du présent document, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit, en tenant compte notamment des différentes déclarations de franchissements de seuils publiées sur le site de l'AMF jusqu'au 20 décembre 2016 (inclus) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote*	% Droits de vote*
Wabtec France	7 475 537	50,66	7 475 537	49,39
Dirigeants	127 685	0,87	153 656	1,02
Auto-détention	82 537	0,56	82 537**	0,55**
Salariés, dont FCPE Faiveley actions	252 177	1,71	302 677	2,00
DNCA Finance	588 374	3,99	588 374	3,89
Syquant Capital	1 501 600	10,18	1 501 600	9,92
Goldman Sachs Group	878 970	5,96	878 970	5,81
Morgan Stanley Corp	806 522	5,47	806 522	5,33
Public	3 043 594	20,62	3 346 405	22,65
Total	14 756 996	100	15 136 278	100

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Droits de vote théoriques – les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Postérieurement à l'Achat de Bloc, l'Initiateur détient 7 475 537 Actions représentant autant de droits de vote, soit 50,66% du capital et 49,39 % des droits de vote (sur la base d'un capital composé de

14 756 996 Actions représentant 15 136 278 droits de vote, calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

A la connaissance de la Société, les actionnaires suivants détiennent plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse :

Actionnaires	Capital	% du capital
Wabtec France ⁶ ,	7 475 537	50,66
Syquant Capital ⁷	1 501 600	10,18
Goldman Sachs Group ⁸	878 970	5,96
Morgan Stanley Corp ⁹	806 522	5,47

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 38 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute conversion en actions au porteur, ou transfert de propriété des Actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

La Société n'a connaissance d'aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance et à la modification des statuts de la Société

A l'exception de l'obligation pour le membre du Conseil de Surveillance d'être propriétaire d'au moins une (1) action de la Société imposée par l'article 19 de ses statuts, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

7.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Directoire de la Société dispose des délégations suivantes :

⁶ Déclaration AMF 216C2698 du 1^{er} décembre 2016 par la société Wabtec.

⁷ Déclaration AMF 216C2670 du 30 novembre 2016 par la société Syquant.

⁸ Déclaration AMF 216C2745 du 7 décembre 2016 par la société The Goldman Sachs Group.

⁹ Déclaration AMF 216C2741 du 7 décembre 2016 par la société Morgan Stanley Corp.

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
30 septembre 2016 (8 ^e résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet d'opérer sur les actions de la Société (8 ^e résolution) – remplaçant la 9 ^e résolution de l'assemblée du 18 septembre 2015	18 mois	Opération d'annulation de 6 900 actions détenues en autocontrôle en date du 25 novembre 2016	10% du capital
30 septembre 2016 (11 ^e résolution)	Délégation de compétence au Directoire à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions, existantes ou à émettre (11 ^e résolution)	38 mois à compter du 30 septembre 2016	Attributions d'actions par le Directoire (144 000) sous condition de performance et de présence	Plafond d'attribution fixé à 2% du capital social
18 septembre 2015 (13 ^e résolution)	Émission de valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance ou d'augmenter le capital dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	26 mois à compter du 18 septembre 2015		10% du capital
18 septembre 2015 (13 ^e résolution)	Autorisation donnée au Directoire pour, en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription, fixer le prix selon les modalités fixées par l'Assemblée Générale	26 mois à compter du 18 septembre 2015		10% du capital
12 septembre 2014 (13 ^e résolution)	Délégation au Directoire pour consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions	38 mois à compter du 12 septembre 2014		1% du capital social

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

La plupart des contrats de financement de la Société (pour un montant total en principal de (i) 310 millions d'euros et (ii) 75 millions de dollars) contiennent une clause de changement de contrôle de la Société ou d'évolution significative de ses actionnaires de référence et qui pourrait amener la Société à devoir rembourser par anticipation lesdits contrats.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire de Faiveley Transport ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Conformément aux délibérations du Conseil de Surveillance qui s'est réuni le 30 novembre 2016, Monsieur Stéphane Rambaud-Measson pourra à présent bénéficier d'une indemnité spéciale de rupture pouvant atteindre vingt-quatre mois de rémunération fixe et variable, en cas de révocation sauf pour faute grave ou lourde. Elle sera calculée sur la base de la moyenne mensuelle de la rémunération brute fixe et variable perçue par Monsieur Stéphane Rambaud-Measson au cours des douze (12) mois civils

précédant la date de révocation.

Une indemnité spéciale de ce type a été mise en place pour Monsieur Guillaume Bouhours, le 30 novembre 2016. Elle sera calculée sur la base de la moyenne mensuelle de la rémunération brute fixe et variable perçue par Monsieur Guillaume Bouhours au cours des douze (12) mois civils précédant la date de révocation.

Conformément à l'article L. 225-90-1 du Code de commerce, ces engagements seront soumis à l'approbation de l'assemblée générale annuelle de la Société appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2016.

8 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de Faiveley Transport (www.faiveleytransport.com) et de l'AMF (www.amffrance.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de Faiveley Transport - Immeuble Le Delage - rue du 19 mars 1962 - 92230 Gennevilliers.

9 AVIS DE LA DELEGATION UNIQUE DU PERSONNEL ET DU COMITE EUROPEEN DE FAIVELEY TRANSPORT

Réunion extraordinaire de la délégation unique du personnel du 18 août 2015

La Délégation Unique du Personnel de Faiveley Transport, lors d'une réunion extraordinaire s'étant tenue le 18 août 2015 dans le cadre de la procédure d'information-consultation sur le projet de prise de contrôle de Wabtec sur Faiveley Transport et ses conséquences sociales, a :

- *Procédé à la relecture des documents préparés par la Direction de Faiveley Transport : document sur le projet de rapprochement et questions & réponses ;*
- *Entendu les informations et explications apportées par la Direction de Faiveley Transport sur le projet de rapprochement ; et*
- *Posé les questions complémentaires sur l'opération à la Direction et obtenu des réponses adéquates.*

A rendu un avis favorable sur le projet de rapprochement.

Réunion extraordinaire du comité européen du 6 octobre 2015

Le Comité Européen de Faiveley Transport, lors d'une réunion extraordinaire s'étant tenue le 6 octobre 2015 dans le cadre de la procédure d'information-consultation sur le projet de prise de contrôle de Wabtec sur Faiveley Transport et ses conséquences sociales, a :

- *Procédé à la relecture des documents préparés par la Direction de Faiveley Transport : document sur le projet de rapprochement et questions & réponses ;*
- *Entendu les informations et explications apportées par la Direction de Faiveley Transport sur le projet de rapprochement ; et*
- *Posé les questions complémentaires sur l'opération à la Direction et obtenu des réponses adéquates.*

A rendu un avis favorable sur le projet de rapprochement.

Il est par ailleurs indiqué qu'au titre de l'article L. 2323-45 du Code du travail une procédure d'information du comité de groupe a été mise en place, la première réunion s'est tenue le 8 décembre

2016 et la seconde réunion a eu lieu le 15 décembre 2016 en présence d'un représentant de Wabtec Corporation.

10 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport de l'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance de la Société en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF est reproduit ci-après.

Il est par ailleurs précisé que le rapport de l'expert indépendant intègre certaines précisions apportées à la version initiale, ces précisions ne modifient pas les conclusions du rapport de l'expert.

**Expertise indépendante de Détroyat Associés se prononçant sur le
caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique
Mixte initiée par Wabtec sur l'ensemble des actions Faiveley**

Le 12 décembre 2016

SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	4
II.	Faiveley : présentation, analyse et stratégie.....	6
	II.A. Actionnariat et organigramme	7
	II.A.1. Actionnariat.....	7
	II.A.2. Organigramme.....	8
	II.B. Les activités de Faiveley.....	9
	II.B.1. Energy & Comfort.....	10
	II.B.2. Access & Mobility	11
	II.B.3. Brakes & Safety.....	12
	II.B.4. Services.....	12
	II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel	13
	II.D. Analyse financière de Faiveley	16
	II.D.1. Compte de résultat	16
	II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie	18
	II.D.3. Forces et faiblesses de Faiveley	21
III.	Wabtec : présentation, analyse et stratégie	22
	III.A. Historique et politique de croissance externe.....	22
	III.B. Actionnariat.....	22
	III.C. Les activités de Wabtec	22
	III.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Wabtec	24
	III.E. Analyse financière de Wabtec.....	25
	III.E.1. Compte de résultat	25
	III.E.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie	26
	III.E.3. Forces et faiblesses de Wabtec	28
IV.	Examen des accords liés à l'Offre et mécanisme de liquidité.....	29
V.	Evaluation de Faiveley et Wabtec.....	30
	V.A. Examen des cours de bourse.....	30
	V.A.1. Evolution du cours de l'action Faiveley	30
	V.A.2. Evolution du cours de l'action Wabtec	32
	V.A.3. Parité d'échange.....	34
	V.A. Les méthodes écartées	36
	V.A.1. Méthode de l'Actif net comptable	36
	V.A.2. Méthode de l'Actif net réévalué	36
	V.A.3. Valorisation par les dividendes.....	36
	V.B. Les méthodes retenues	36
	V.B.1. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)	36

V.B.2.	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie	36
V.B.2.a.	<i>Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Faiveley</i>	37
V.B.2.b.	<i>Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Wabtec</i>	43
V.B.3.	Méthode des comparables boursiers	49
V.B.3.a.	<i>Application à Faiveley et Wabtec</i>	49
V.B.4.	Méthode des transactions comparables.....	52
V.C.	Références d'évaluation	53
VI.	Analyse des travaux des banques présentatrices.....	54
VI.A.	Ajustements de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres et nombre de titres pris en compte	54
VI.B.	Les méthodes écartées	55
VI.C.	Les méthodes retenues	55
VI.C.1.	L'analyse du cours de bourse	55
VI.C.2.	Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels.....	56
VI.C.3.	La méthode des comparables boursiers	58
VI.C.4.	La méthode des transactions comparables.....	59
VI.C.5.	La méthode des objectifs de cours.....	59
VI.D.	Résultats comparés sur l'offre en numéraire sur Faiveley, à 100 € par action.....	60
VI.E.	Résultats comparés sur l'offre en titres, à une parité de 15 actions Wabtec pour 13 actions Faiveley.....	61
VII.	Conclusion de Détruyat Associés	62
VIII.	Présentation de l'expert.....	64
IX.	Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon	68
X.	Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur	70
XI.	Annexe 3 : Présentation détaillé du modèle Trival®	71
XI.A.	Trival® : modèle de coût des fonds propres	71
XI.B.	Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	74

I. Missions et moyens

Contexte

Faiveley Transport (ci-après « Faiveley ») et le groupe Wabtec (ci-après « Wabtec ») se sont engagés dans un processus de rapprochement suite à l'intérêt manifesté par le groupe américain, pour une association industrielle et capitalistique avec un partenaire spécialiste de l'équipement et du service à l'industrie ferroviaire. La famille Faiveley (ci-après « l'Actionnaire majoritaire » ou « les Vendeurs initiaux ») détenait 50,66% du capital et 66,01% des droits de vote de la société à fin octobre 2016.

A l'issue de ce processus, le Conseil de Surveillance de Faiveley s'est réuni le 27 juillet 2015 afin de prendre connaissance et d'analyser les termes d'un premier projet de rapprochement avec Wabtec et portant sur l'intégralité des actions de la société. Après un examen approfondi de la proposition de Wabtec, le Conseil de Surveillance de Faiveley a confirmé le caractère amical de ce projet. Le 27 juillet, un premier projet d'offre publique mixte de Wabtec sur Faiveley a alors été annoncé au marché : celle-ci se composait d'une branche en numéraire à 100 € par action Faiveley et d'une offre d'échange en Actions de Préférence (ADP) de Wabtec, sur la base d'un ratio de 16 actions Faiveley pour 1 ADP Wabtec.

Après avoir déposé un dossier de pré-notification auprès de la Commission Européenne le 28 octobre 2015, Faiveley et Wabtec ont été informés le 30 octobre 2015 de l'ouverture d'une procédure d'information complémentaire par le *Department of Justice* américain. Les deux sociétés ont poursuivi leurs discussions avec les différentes autorités de la concurrence compétentes afin d'obtenir les autorisations nécessaires à leur rapprochement.

Après l'approbation du *Department of Justice* américain le 26 octobre 2016, la famille Faiveley et Wabtec ont alors annoncé avoir amendé les termes de leurs accords conclus le 6 octobre 2015, dans les conditions décrites ci-dessous. L'approbation de la part du *Department of Justice* américain avait été conditionnée à la vente de certains actifs américains de Faiveley Transport, en particulier la *joint-venture* avec Amsted Rail dans les équipements de freins destinés au fret ferroviaire. Le chiffre d'affaires annuel des actifs cédés représente environ 55 M€.

L'approbation de la part de la Commission Européenne avait été conditionnée à la vente de Faiveley Transport Gennevilliers, l'activité de freins frittés de Faiveley. Le chiffre d'affaires annuel des actifs cédés représente environ 12 M€. L'approbation de la Commission Européenne a été obtenue le 23 novembre 2016.

L'opération se présente désormais de la façon suivante :

- **le rachat du bloc détenu par l'Actionnaire majoritaire (ci-après « le rachat de bloc »), intervenu le 30 novembre 2016** : le rachat de bloc a été effectué pour 26,8% en numéraire au prix de 100,0 € par action et pour 73,2% par échange contre des actions ordinaires Wabtec à émettre sur la base d'un ratio de 1,125 action ordinaire Wabtec par action Faiveley, auquel il faut ajouter 150 000 actions ordinaires Wabtec, soit un ratio total de 1,1524 action ordinaire Wabtec par action Faiveley.
- **le lancement d'une offre publique mixte (ci-après « l'Offre »)** : les actionnaires minoritaires de Faiveley se voient offrir, à titre principal, un rachat de leurs titres en numéraire au prix de 100,0 € par action (« l'OPA principale », ci-après « la branche numéraire »), ou une offre subsidiaire d'échange de leurs actions Faiveley en actions ordinaires Wabtec (« l'OPE subsidiaire », ci-après « la branche échange »), à une parité légèrement plus favorable que celle proposée à l'Actionnaire majoritaire, soit, un ratio d'échange de 15 actions ordinaires Wabtec pour 13 actions ordinaires Faiveley (soit une parité d'échange de 1,154). La branche échange est plafonnée à 73,2% des actions visées par l'Offre (soit l'intégralité du flottant). L'Offre porte sur l'ensemble des actions Faiveley existantes et des actions Faiveley susceptibles d'être cessibles préalablement à la clôture de l'Offre (ou le cas échéant à la clôture de l'Offre ré-ouverte). L'Offre est formellement lancée par Wabtec France, filiale indirecte de Wabtec Corporation.

Wabtec est une société américaine spécialisée dans les équipements et les services à l'industrie ferroviaire. La stratégie de la société américaine à travers cette opération consiste à consolider son implantation sur le marché européen et à acquérir plusieurs positionnements stratégiques sur certains équipements afin de donner naissance à un des premiers équipementiers ferroviaires mondiaux.

Wabtec a annoncé se réserver le droit de mettre en œuvre le retrait obligatoire des actions Faiveley à l'issue de l'Offre si son niveau de détention atteignait le seuil de 95,0% du capital et des droits de vote.

Mission de Détroyat Associés¹

Le 27 juillet 2015, le Conseil de Surveillance de Faiveley a mandaté Associés en Finance, Jacquillat & Détroyat Associés (ci-après « Détroyat Associés » ou « DA »), en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1, I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Conformément à l'article 261-1 I 2° du Règlement général de l'AMF, « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] » notamment lorsque « les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ».

La mission de Détroyat Associés consiste à se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre initiée par Wabtec France, qui se subdivise en une branche numéraire et une branche échange en titre Wabtec. Les détails des éléments de la mission et de son déroulement sont présentés en annexe.

Indépendance

Détroyat Associés confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Détroyat Associés et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de Faiveley ou de Wabtec au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance de Détroyat Associés. Pour information, ni Détroyat Associés ni Associés en Finance ne sont intervenus depuis dix-huit mois sur des missions d'expertise indépendante dont Société Générale ou UBS était établissement présentateur, à l'exception de l'OPE initiée par Nokia sur Alcatel Lucent en 2015, pour laquelle Société Générale était banque présentatrice ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;

¹ Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014, cf. présentation de l'expert

- ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.

En conséquence, Détroyat Associés remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Faiveley et ses conseils, soit étaient publiques.

Détroyat Associés n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Faiveley ou Wabtec, et de leurs filiales et participations. Détroyat Associés n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Faiveley ou Wabtec pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Détroyat Associés a eu accès sans que Détroyat Associés puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Détroyat Associés ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Faiveley quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission de Détroyat Associés

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance de Faiveley du 27 juillet 2015, la mission de Détroyat Associés s'est déroulée du 28 juillet 2015 au 30 novembre 2016. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 23 novembre.

II. Faiveley : présentation, analyse et stratégie

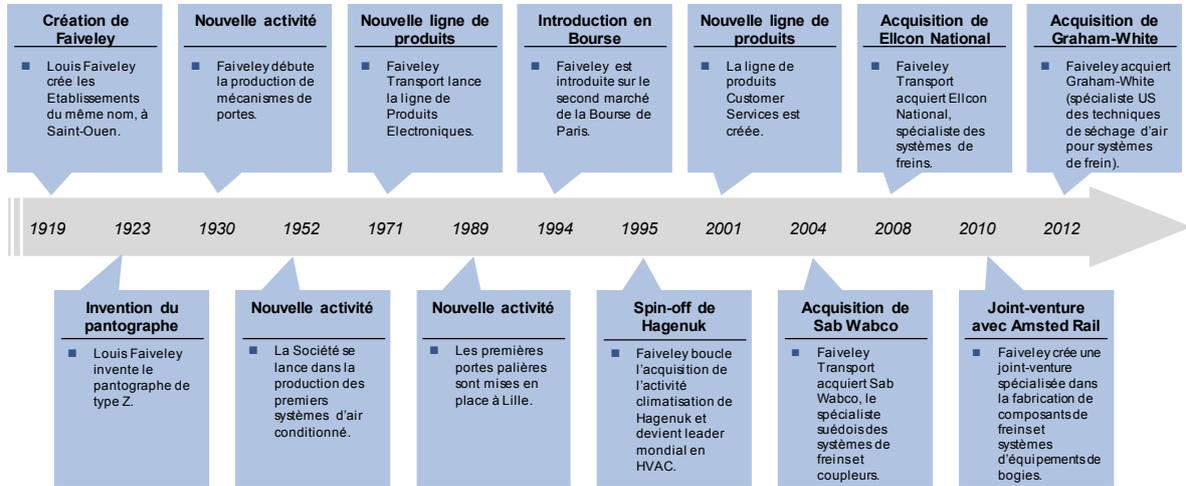
Créé en 1919 à Saint-Ouen, Faiveley est une société française spécialisée dans les systèmes d'équipement ferroviaire. La société est à l'origine de l'invention, en 1923, du pantographe de type Z, dispositif toujours utilisé et qui permet aux systèmes automoteurs électriques (locomotives, tramways) de capter le courant par frottement sur les caténaires. Par la suite, Faiveley a continué à développer ses activités, notamment en 1930, avec le lancement de la production de mécanismes de portes et puis en 1952, avec l'invention des premiers systèmes d'air conditionné.

Au début des années 1970, Faiveley développe sa ligne de produits électriques, avant de débiter, en 1989, la production de portes palières. En 1994, Faiveley est introduit sur le second marché de la Bourse de Paris et entame une phase de croissance externe, lui permettant de diversifier et d'exporter ses activités à l'international. S'ensuit alors une internationalisation de la société, avec l'acquisition en 1995 de l'activité climatisation du groupe Hagenuk (Allemagne). Faiveley se positionne alors comme le leader mondial en HVAC (*Heating, Ventilation and Air Conditioning*).

En 2001, Faiveley crée sa branche *Customer Services* et poursuit son développement via des opérations de croissance externe, avec l'acquisition en 2004 de Sab Wabco, spécialiste suédois des systèmes de freins et coupleurs pour l'industrie ferroviaire. La société se positionne alors parmi les leaders mondiaux sur le marché des équipements ferroviaires embarqués, aux côtés de Knorr-Bremse (Allemagne) et Wabtec (Etats-Unis). Faiveley poursuit son développement en Amérique du Nord via des opérations de croissance externe. En 2008, la société acquiert Ellcon National, spécialiste des systèmes de freins, avant de s'associer en 2010 à Amsted Rail pour créer une *joint-venture* spécialisée dans la fabrication de composants de freins et systèmes d'équipements de bogies (chariot situé sous un véhicule ferroviaire sur lequel sont fixés les essieux). En 2012, Faiveley

diversifie son portefeuille d'activités, par l'acquisition de Graham-White, entreprise américaine spécialisée dans les techniques de séchage d'air pour systèmes de freins.

Graphique 1 : Historique de Faiveley depuis sa création en 1919

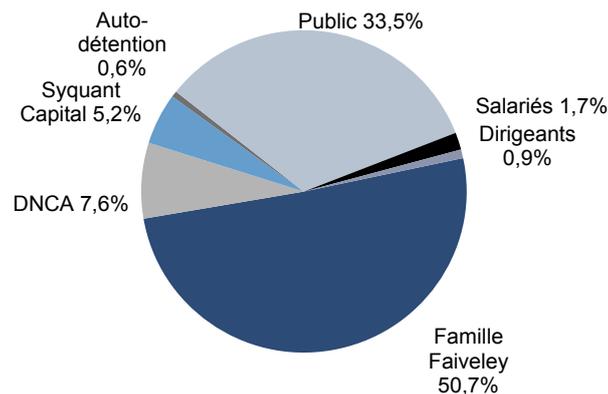


Source : Faiveley

II.A. Actionnariat et organigramme

II.A.1. Actionnariat

Graphique 2 : Actionnariat de Faiveley au 31 octobre 2016, avant le rachat de bloc

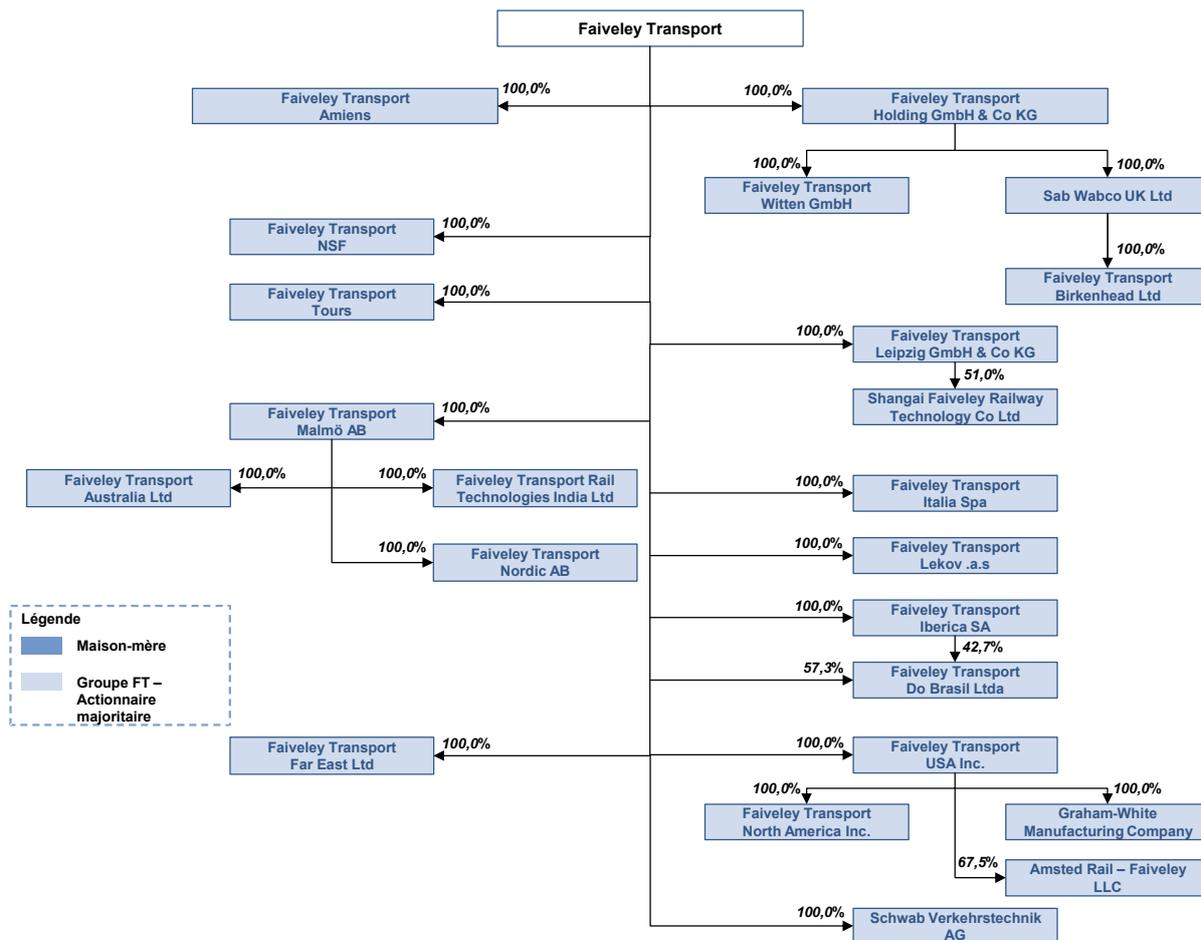


Source : Faiveley

Les titres Faiveley acquis ou échangés par Wabtec dans le cadre du rachat de bloc portent sur l'ensemble des actions détenues par la famille Faiveley². Après le rachat de bloc, Wabtec France détient donc 50,7% du capital de Faiveley Transport.

II.A.2. Organigramme

Graphique 3 : Organigramme simplifié de Faiveley au 1er janvier 2016



Source : Faiveley

² Sous la rubrique « famille Faiveley » sont désignées les personnes ou entités suivantes : Financière Faiveley, Famille Faiveley Participations, François Faiveley, Erwan Faiveley.

II.B. Les activités de Faiveley

Implanté dans 24 pays et disposant de 55 sites, Faiveley est actif sur l'ensemble des segments du marché du matériel roulant ferroviaire. La société propose des produits et systèmes pour l'intégralité de la chaîne de valeur : conception, production, commercialisation et services.

Graphique 4 : Présence internationale de Faiveley



Source : Faiveley

L'activité de la société est organisée autour de deux segments :

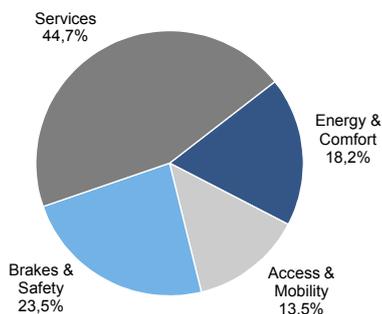
- **la Première Monte**, qui regroupe la vente de pièces aux constructeurs pour l'équipement de véhicules et systèmes neufs, à travers trois divisions : *Energy & Comfort*, *Access & Mobility* et *Brakes & Safety* ;
- **les Services**, qui correspondent aux opérations de maintenance et d'optimisation des équipements fournis en première monte, tout au long de leur durée de vie.

Faiveley propose ainsi une gamme diversifiée de produits, adaptée à tous les types de trains. La société fournit notamment des équipements pour les trains à grande et très grande vitesse, les locomotives, les voitures de passagers, les métros, les tramways et les wagons de fret.

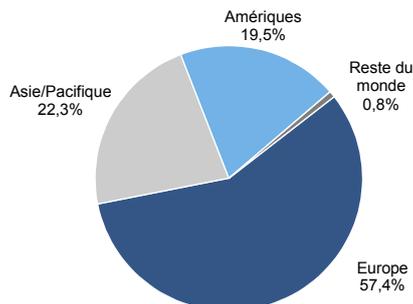
Sur l'exercice 2015/2016, les activités de première monte représentaient 55,3% du chiffre d'affaires. Les contrats pour le matériel de première monte sont généralement à long terme (carnet de commandes de 30 mois d'équivalent de chiffre d'affaires selon le document de référence 2015/2016) et d'une taille variant de 100 K€ à plusieurs dizaines de millions d'euros. La majorité des contrats reste cependant d'un montant inférieur à 5,0 M€. Les prestations de services représentent 44,7% du chiffre d'affaires et engagent les exploitants de chemins de fer tout au long de la durée de vie d'un train, soit 30 à 40 ans. Faiveley dispose ainsi d'une visibilité importante sur son chiffre d'affaires à court et moyen termes.

En termes de diversification de portefeuille, les 10 premiers clients de la société représentent 52,0% du chiffre d'affaires de la société, dont 30,0% pour les trois plus grands constructeurs européens.

Graphique 5 : Répartition sectorielle du chiffre d'affaires 2015/2016



Graphique 6 : Répartition géographique du chiffre d'affaires 2015/2016



Source : Faiveley

La société a identifié quatre zones prioritaires pour son développement international : la Chine, l'Inde, les Etats-Unis et l'Europe de l'Ouest. Une division « Chine » a été créée au cours de l'exercice 2014/2015, après que les règles IFRS ont été modifiées et ne permettent plus de consolider les *joint-ventures* chinoises, détenues à 50%. Elles sont désormais mises en équivalence dans les comptes de la société.

Enfin, l'exposition de Faiveley au marché du fret est limitée : celle-ci représente moins de 7,0% du chiffre d'affaires de l'exercice 2015/2016, essentiellement concentrée aux Etats-Unis par l'activité de la *joint-venture* créée en 2010 avec Amsted Rail et baptisée Amsted Rail - Faiveley LLC.

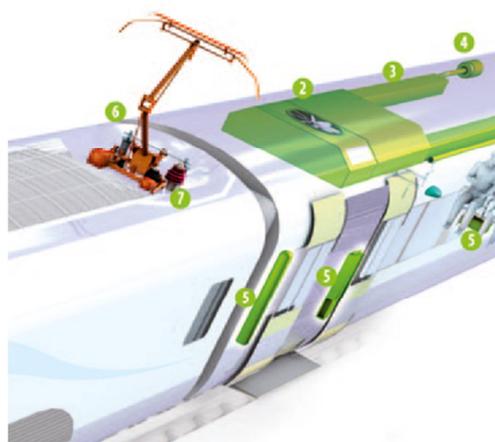
II.B.1. Energy & Comfort

L'activité *Energy & Comfort* commercialise les produits permettant le captage de l'énergie électrique depuis la caténaire, puis sa transformation et son utilisation sous forme d'énergie thermique. Faiveley propose également des systèmes de vidéosurveillance et d'information voyageurs, ainsi que des équipements d'aide à la conduite et d'enregistrement de données.

Graphique 7 : Cabine de pilotage



Graphique 8 : Système de captage et répartition d'énergie



(1) Système de chauffage, ventilation et climatisation ;
(9) Aide à la conduite ;

Source : Site Internet

(3) Gaine d'air ; (4) Extracteur d'air ; (5) Réchauffeurs ;
(6) Pantographe et commutateur ; (7) Compteur d'énergie ;

La division *Energy & Comfort* fournit trois grandes catégories de produits :

- **Systèmes de conversion d'énergie** : pionnier en matière d'innovation pour le captage du courant, Faiveley propose des pantographes intégrant un contrôle dynamique de l'effort exercé sur la caténaire, adaptables à tout type de véhicules : tramways, métros, trains suburbains et régionaux, trains inter-cités et à très grande vitesse, locomotives de fret. En complément, Faiveley dispose de l'ensemble des composants nécessaires à l'intégration des systèmes de captage du courant : commutateurs, inverseurs et contacteurs ;
- **Systèmes de climatisation et de chauffage** : Faiveley propose des systèmes complets de traitement de l'air, de chauffage et de climatisation, dits « HVAC », ainsi que l'ensemble des produits périphériques (réchauffeurs, gaines d'air, extracteurs d'air, etc.). Ces dispositifs sont installés sur le toit des locomotives et des wagons ;
- **Systèmes d'information et de sécurité** : le segment *Information & Safety* propose des systèmes électroniques destinés à l'information des voyageurs, l'aide à la conduite des trains (boîtes noires, automates de sécurité) et la vidéosurveillance. Ces dispositifs sont installés dans les trains, et/ou sur les quais.

II.B.2. Access & Mobility

L'activité *Access & Mobility* accompagne le flux des passagers du quai au train, puis à bord du train.

Graphique 9 : Système d'information



Graphique 10 : Accessibilité aux trains



(1) Portes palières ; (2) Porte d'accès ; (6) Porte intérieure ; (4) Porte d'accès ; (5) Marche mobile ; (11) Enregistreur ;
 (7) Système d'information ; (8) Vidéosurveillance ;
 (10) Écran publicitaire ;
 Source : Site Internet

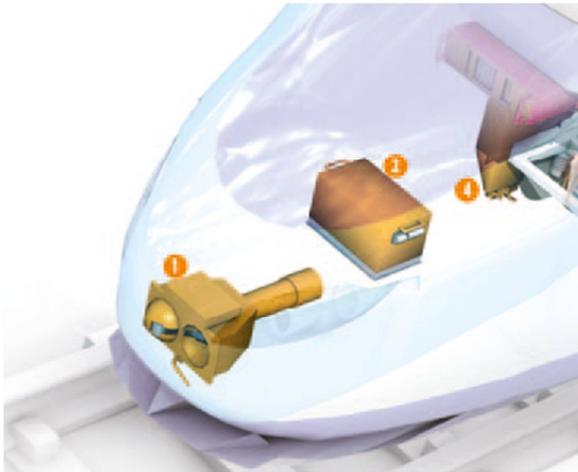
Cette activité est répartie en deux segments :

- **Portes embarquées et accessibilité** : Faiveley propose des systèmes d'accès aux passagers, destinés tant aux réseaux urbains et suburbains qu'aux trains à grande vitesse. Ce segment regroupe les portes d'accès au train, les rampes d'accès et des marchepieds ;
- **Portes palières et façades de quai** : les façades de quai offrent des solutions de sécurité et d'optimisation des temps d'arrêt en station.

II.B.3. Brakes & Safety

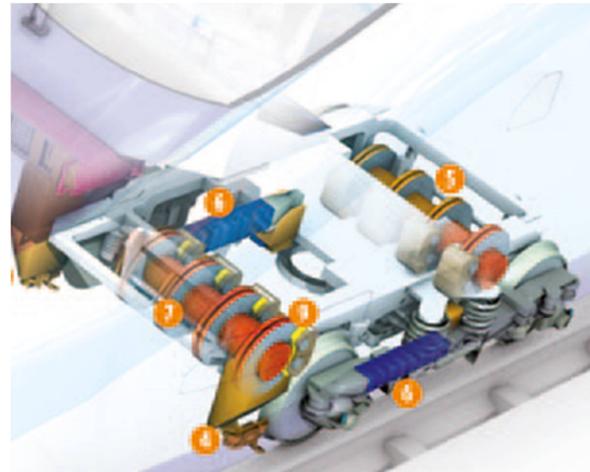
L'activité *Brakes & Safety* regroupe les systèmes complets de freinage ainsi que les connexions sécuritaires pour l'ensemble des matériels roulants.

Graphique 11 : Système de couplage



(1) Coupleur et bloc de traction ; (3) Commande électronique de freins ; (4) Sablage ;
Source : Site Internet

Graphique 12 : Système de freinage



(5) Disque monté sur essieu ; (6) Patin magnétique ;
(7) Unité de freinage sur disque ; (9) Garniture de freins ;

La division *Brakes & Safety* est répartie en deux segments :

- **Systèmes de freinage** : Faiveley conçoit et fabrique l'ensemble des systèmes et composants permettant le freinage d'un train. La société fournit ainsi les éléments de commande (commande électronique et pneumatique des freins), les éléments de freinage de puissance situés au niveau des bogies (disques montés sur essieu, patins magnétiques, unités de freinage sur disque, blocs de frein sur roue ou les systèmes de sablage) et les éléments nécessaires à la production et au traitement de l'air ;
- **Systèmes de coupleurs** : sur ce segment, Faiveley offre des produits à plus forte valeur ajoutée, par exemple un coupleur automatique à destination du marché du fret. Ce dispositif est utilisé au niveau de la liaison inter-ponts. Il sert à limiter le glissement entre les ponts arrière et avant. C'est une sorte d'embrayage qui présente l'avantage de réaliser un blocage automatique et progressif du différentiel (aucun frottement entre les différentes pièces), ce qui requiert moins d'entretien qu'un dispositif à glissement limité.

II.B.4. Services

L'activité Services accompagne les exploitants, loueurs et mainteneurs ferroviaires dans leurs opérations de réparation, rénovation, amélioration, maintenance et optimisation des équipements fournis en première monte, tout au long de leur durée de vie.

Cette division est répartie en trois segments :

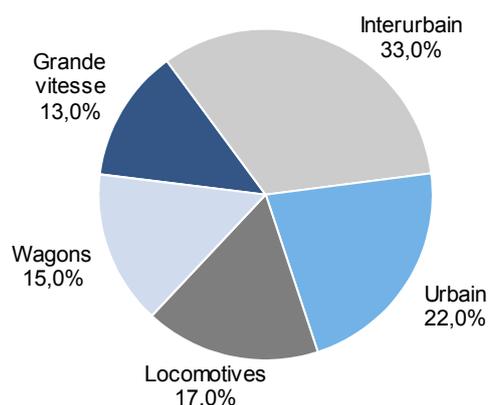
- les services d'ingénierie ;
- les pièces de rechange ;
- les paires de friction (solutions permettant aux clients de trouver la meilleure combinaison possible entre la performance de freinage, la durée de vie et le coût d'utilisation).

II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

Le marché du matériel roulant ferroviaire

Dans sa dernière étude publiée en septembre 2014 et intitulée « *World Rail Market Study Forecast 2014 to 2019* », l'UNIFE (Union des Industries Ferroviaires Européennes) estimait à plus de 100 Mds\$, la taille du marché accessible mondial du matériel roulant ferroviaire (équipements et services confondus) pour l'année 2013.

Graphique 13 : Répartition sectorielle du marché accessible du matériel roulant (équipements)



Source : *World Rail Market Study-Forecast 2014 to 2019*

Les principales caractéristiques du marché du matériel ferroviaire, au sein duquel évoluent les deux sociétés Faiveley et Wabtec sont les suivantes :

■ Les barrières à l'entrée :

L'industrie des équipements ferroviaires se caractérise par d'importantes barrières à l'entrée. En premier lieu, celles-ci sont d'ordre juridique et réglementaire : la mise sur le marché de nouveaux produits ou services nécessite l'obtention d'homologations délivrées par un panel d'opérateurs nationaux ou régionaux et la réglementation impose de se soumettre à des agréments techniques réguliers afin d'obtenir les accréditations nécessaires à la poursuite de l'activité. La relation avec les diverses autorités est donc au cœur du modèle économique, et doit être entretenue à tous les stades de l'activité. En deuxième lieu, l'activité d'équipementier ferroviaire ne peut s'opérer sans une expertise technique de pointe, nécessaire pour proposer aux clients des produits adaptés à chaque nouveau projet. La capacité à acquérir et maintenir ce savoir-faire est un élément clef de l'accès au marché, nécessitant des investissements matériels et immatériels. Enfin, la taille et l'exigence des clients requièrent une reconnaissance mondiale, en particulier concernant les systèmes sécuritaires.

■ Les perspectives de croissance :

A horizon 2021, les perspectives de croissance du marché international de matériel roulant ferroviaire sont robustes. Sur la base des tendances économiques actuelles et des carnets de commandes, l'UNIFE estime que le marché accessible du transport ferroviaire progressera au rythme annuel moyen de +3,5% entre 2013/2015, et 2019/2021 (+14,2% pour les trains à grande vitesse, +4,0% pour l'interurbain, +4,5% pour l'urbain, -2% pour les locomotives et +0,5% pour le fret). Le marché des Services devrait quant à lui croître au rythme annuel moyen de +2,3% sur la même période, tiré par la croissance sur la zone Asie Pacifique (+5,4%) notamment.

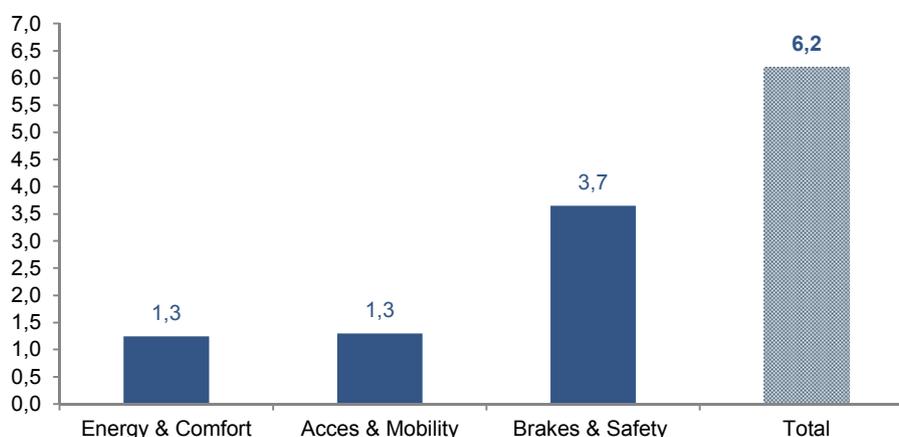
Le marché du matériel roulant ferroviaire bénéficie de catalyseurs de croissance relativement solides, tant pour les équipements que pour les services :

- le taux d'urbanisation de la population mondiale est en croissance depuis plus d'un siècle et devrait atteindre environ 80% en 2050 selon l'ONU (contre 50% aujourd'hui). Ce phénomène entraînera une hausse de la demande de transports collectifs urbains et interurbains ;
- nombre de pays à forte croissance démographique n'ont pas encore rendu totalement accessibles leurs marchés nationaux d'équipements ferroviaires, ce qui constitue une opportunité pour les sociétés installées. La progression de l'intensité technologique dans ces pays, financée par de nouveaux investissements publics et privés, représente également un facteur de croissance important pour les acteurs du secteur ;
- le transport ferroviaire reste l'un des modes de transport les moins polluants et consommateurs d'énergies fossiles. Dans le contexte environnemental actuel, marqué par l'attention croissante portée aux problématiques climatiques, cela représente un avantage concurrentiel croissant ;
- le vieillissement des flottes, dont l'âge moyen est estimé à environ 30 ans, constitue également un axe de développement, qui devrait profiter aux équipementiers comme aux constructeurs ;
- enfin, en dépit de sa cyclicité, le marché du fret de marchandises devrait profiter de l'internationalisation des échanges, ainsi que de la montée en puissance de nouvelles économies et de leur consommation de matières premières.

L'environnement concurrentiel

Selon les estimations de Faiveley, le marché des équipements de Première Monte était évalué à environ 6,2 milliards d'euros à fin septembre 2016.

Graphique 14 : Répartition par Division de Faiveley du marché accessible de la Première Monte (Mds€)



Source : Faiveley

La société estime être leader mondial sur les activités de climatisation (*Energy & Comfort*) et sur les portes palières et façades de quais (*Access & Mobility*). Sur la plupart de ses autres activités, la société occupe également un positionnement concurrentiel de premier plan. Elle se situe au deuxième rang mondial concernant l'activité de freinage (*Brakes & Safety*) devancée par le groupe Knorr-Bremse, et au troisième rang sur les portes embarquées (*Access & Mobility*) et les coupleurs (*Brakes & Safety*). Concernant les activités de Services, Faiveley se situe également parmi les leaders mondiaux.

Le positionnement concurrentiel de Faiveley sur la plupart de ses marchés en fait un acteur incontournable pour les principaux constructeurs de matériel roulant. Dans un secteur où la reconnaissance internationale est un atout indispensable, et où la capacité à obtenir les agréments

réglementaires et techniques autorise à investir de nouveaux marchés, la situation d'acteur de référence de la société sur ses différentes lignes produits lui garantit de bénéficier de la crédibilité nécessaire lors des appels d'offre émis par ses clients.

Relations avec les clients

Les contrats pour le matériel de Première Monte concernent la vente de systèmes et de produits neufs, manufacturés pour les constructeurs de matériel roulant (Alstom, Bombardier, Siemens,...). Ces contrats sont attribués suite à un processus d'appel d'offres. Faiveley a donc l'avantage de bénéficier d'une importante visibilité quant à son activité future. Les activités de Première Monte offrent une vision sur la base du carnet de commandes équivalent à 30 mois de chiffre d'affaires, pour un montant moyen des projets de l'ordre de 5 M€ environ. Par ailleurs, la diversification géographique de la société lui permet de lisser son activité entre les cycles d'investissements nationaux.

Les contrats engendrés par l'activité Services concernent la maintenance, la rénovation et la rechange des pièces, pour l'ensemble des exploitants de chemins de fer tout au long de la durée du cycle de vie d'un train, soit généralement entre 30 à 40 ans. L'activité de service après-vente est un flux récurrent de petites commandes liées à la base installée d'équipements de Faiveley : sa récurrence est liée à la nécessité pour les clients de s'adresser à la société afin de garantir le meilleur niveau de prestation de leurs équipements sur l'ensemble de leur durée de vie.

II.D. Analyse financière de Faiveley

II.D.1. Compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat de Faiveley sur la période 2009-2016³

Compte de résultat (M€)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6M 2015	6M 2016
Nombre d'actions (hors autocontrôle)	14,1	13,9	14,2	14,3	14,3	14,4	14,5	14,5	14,7
Chiffre d'affaires	875,9	913,9	900,5	987,7	957,2	1 048,4	1 105,2	532,8	520,5
<i>Croissance</i>		4,3%	-1,5%	9,7%	-3,1%	9,5%	5,4%		-2,3%
Coût des ventes	(628,9)	(652,4)	(666,7)	(739,4)	(730,2)	(794,1)	(824,1)	(401,1)	(383,8)
Marge brute	247,0	261,5	233,8	248,3	227,0	254,4	281,1	131,7	136,7
Coûts externes	(126,3)	(127,4)	(129,7)	(133,7)	(135,5)	(152,7)	(174,3)	(82,2)	(85,5)
Autres produits et charges opérationnels courantes	(1,9)	(4,2)	(9,4)	(2,4)	(6,9)	(11,3)	(3,8)	(1,2)	(4,0)
<i>Dont frais de personnel</i>	205,9	220,1	236,2	262,8	268,7	286,0	322,0	152,8	163,1
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	134,8	145,3	109,6	128,6	100,6	107,8	122,7	57,2	56,7
<i>Marge d'EBITDA courante (%)</i>	15,4%	15,9%	12,2%	13,0%	10,5%	10,3%	9,3%	10,7%	10,9%
<i>Dotations nettes Amts/Prov</i>	16,0	15,5	14,9	16,3	16,0	17,4	19,7	9,0	9,6
Résultat opérationnel courant	118,9	129,8	94,7	112,3	84,6	90,4	103,0	48,3	47,2
<i>Marge opérationnelle courante (%)</i>	13,6%	14,2%	10,5%	11,4%	8,8%	8,6%	11,1%	9,1%	9,1%
Coûts de restructuration	(0,3)	(2,6)	(1,2)	(1,0)	(1,3)	(1,6)	(6,8)	(1,3)	(0,6)
Gain / Pertes sur cession d'immobilisations	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,0	(0,0)
Résultat d'exploitation (EBIT)	118,2	126,7	93,3	111,1	83,3	88,7	96,1	47,0	46,5
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	13,5%	13,9%	10,4%	11,2%	8,7%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%
Résultat financier	(15,5)	(13,4)	(15,2)	(13,6)	(11,1)	(13,9)	(7,2)	(4,5)	(4,9)
Résultat courant avant impôts	102,7	113,2	78,1	97,5	72,2	74,9	88,9	42,5	41,6
Résultat exceptionnel avant impôts							(17,3)	(9,5)	(77,4)
Impôts totaux	(27,9)	(32,1)	(26,9)	(33,9)	(26,4)	(28,5)	(21,2)	(11,1)	(8,7)
Résultat après impôts	74,9	81,1	51,2	63,6	45,8	46,3	50,4	21,9	(44,5)
Minoritaires	3,7	5,5	3,7	4,3	0,0	(2,8)	4,7	2,2	(9,6)
Mise en équivalence					4,4	6,6	5,6	3,5	1,8
Résultat net comptable part du groupe	71,1	75,7	47,4	59,3	50,1	55,6	51,3	23,2	(33,1)
Dividendes (payés en N+1)	16,9	16,7	12,1	13,5	11,5	12,9	14,6		

Sources : Faiveley, Détroyat Associés

Note : les montants de dividendes sont calculés sur la base du nombre de titres hors autocontrôle.

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du groupe Faiveley a progressé de +26,3% sur la période 2009-2015, à un rythme annuel de +4,0 %. Cette période a été marquée par deux années de forte croissance (+9,7% et +9,5% pour les exercices 2012 et 2014) générée par le développement de l'activité aux Etats-Unis. Sur toute la période considérée, la croissance annuelle moyenne des ventes sur la zone Amériques a été de +23,3% tandis qu'elle a été de -0,1% pour l'Europe et de +5,8% pour la zone Asie-Pacifique. En revanche, au cours du premier semestre 2016, Faiveley a généré un chiffre d'affaire en baisse de -2,3% (-0,4% à périmètre et changes constants) fortement impacté par le ralentissement sur le marché du fret en Amérique du Nord (baisse organique du chiffre d'affaires de -18,4% sur le semestre) touchant également de manière importante les ventes de la division Services.

La création de la *joint-venture* américaine entre Faiveley Transport USA et Amsted Rail pour la fabrication de composants et de systèmes d'équipements de bogies destinés au marché du fret, ainsi que l'acquisition en 2012 de la société américaine Graham-White (société spécialisée dans la conception et la fabrication de technologies de séchage d'air comprimé et de composants de freinage sur le marché des locomotives et du transit ferroviaire) en ont été les principaux moteurs. Cette dernière a eu un impact de +4,5% sur la croissance totale du chiffre d'affaires au cours de l'exercice 2012 (et +47,8% sur le chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis). En 2015, c'est la forte croissance du

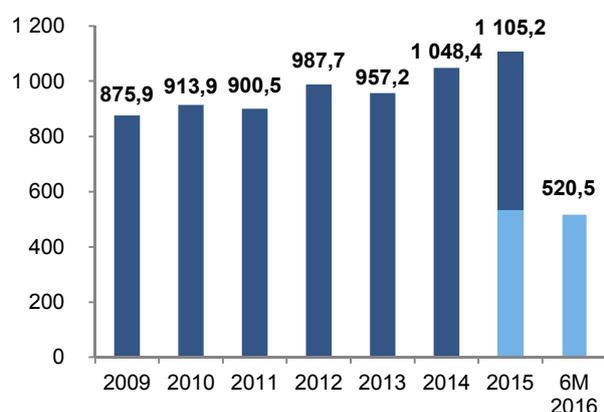
³ L'exercice de Faiveley court du 1^{er} avril au 31 mars de l'année suivante. Par souci de simplification de la lecture, les exercices ont été rebaptisés selon la nomenclature suivante : 2013 correspond à l'exercice 2013/2014, 2014 correspond à l'exercice 2014/2015...

fret américain qui a permis au groupe de générer une croissance de +5,4% de son chiffre d'affaires (+16,3% pour les ventes sur la zone Amériques en 2015). En revanche, la répartition géographique du chiffre d'affaires est restée très majoritairement européenne (73,0% du total des ventes en 2009 contre 57,4% en 2015). Néanmoins, la zone Amériques a pris un poids important dans le total des ventes du groupe atteignant 20% en 2015 (contre 7% en 2009). Au sein des divisions opérationnelles du groupe, l'activité de Services affiche la plus forte progression, à +10% en rythme annuel moyen grâce à la politique de développement des services d'ingénierie de maintenance de trains en opération.

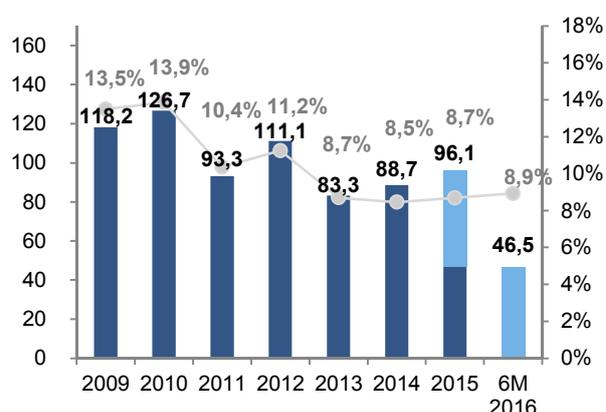
Résultat opérationnel

Le résultat opérationnel du groupe a diminué de -18,7% sur la période 2009-2015, soit une diminution de la marge opérationnelle de -480 points de base (13,5% en 2009 contre 8,7% en 2015). Il convient cependant de préciser que les niveaux de marge opérationnelle atteints en 2009 et 2010 se situaient à des plus hauts historiques. La baisse s'est réalisée de manière graduelle, mais plus particulièrement au cours de deux exercices : en 2011, le groupe a rencontré des problèmes d'exécution en Chine (sur l'unité de portes palières), qui se sont traduits par une révision à la baisse des marges sur certains contrats. La marge opérationnelle a alors diminué de -350 points de base (13,9% en 2010 contre 10,4% en 2011). Lors de l'exercice 2013, le groupe a rencontré des difficultés d'exécution sur certains grands projets, donnant lieu à un surcroît de dépenses d'ingénierie. Par ailleurs, en raison d'initiatives stratégiques lancées par le groupe (*Faiveley Worldwide Excellence* notamment), le montant de frais généraux et administratifs avait augmenté sur l'exercice. Néanmoins, depuis le lancement du programme de contrôle des coûts, la société a révisé à la hausse ses objectifs de marges (horizon 2019), qui devraient être en mesure de retrouver le niveau moyen observé sur la période 2009-2015 (10,7%). Au cours du premier semestre 2016, la marge opérationnelle du groupe est stable par rapport au premier semestre 2015 (hors éléments exceptionnels liés à la transaction avec Wabtec incluant les coûts de transaction et les *impairments* relatifs aux cessions en cours de de la *joint-venture* avec Amsted Rail et de Faiveley Transport Genevilliers).

Graphique 15 : Chiffre d'affaires de Faiveley (M€)



Graphique 16 : EBIT (M€) et marge d'EBIT de Faiveley⁴



Sources : Faiveley, Détroyat Associés

Résultat net et distribution de dividendes

L'évolution du résultat net du groupe reflète celle de la performance opérationnelle (baisse de 27,9% sur la période). La prise en compte des résultats des sociétés mises en équivalence a permis

⁴ Les coûts de transaction relatifs à l'opération avec Wabtec ont été retraités en éléments exceptionnels et ne rentrent donc pas en compte dans le calcul de l'EBIT.

d'atténuer la baisse à partir de l'exercice 2013 (entrée en vigueur de la norme IFRS 11⁵). Néanmoins, au cours du premier semestre 2016, les éléments relatifs au rapprochement avec Wabtec (14,4 M€ de frais de transaction et 63,2 M€ de pertes de valeurs) ont fortement impacté le niveau du résultat net part du groupe, négatif à -33,1 M€. La société a mené une politique de distribution de dividendes très stable sur toute la période (taux de distribution compris entre 22,1% et 25,6% entre 2009 et 2015).

II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie

Tableau 2 : Bilan de Faiveley sur la période 2009-2016⁶

Bilan	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6M 2016
Immobilisations incorporelles	593,0	607,0	689,0	694,2	714,3	755,4	752,1	701,3
<i>dont survaleur</i>	540,0	562,0	649,0	651,2	663,8	697,1	688,6	647,0
Immobilisations corporelles	66,3	63,5	68,9	71,5	68,0	70,6	77,7	73,9
Stocks	134,3	133,9	144,0	144,5	146,4	167,7	161,2	177,3
Créances d'exploitation	257,9	287,0	303,8	328,9	355,4	391,0	397,5	383,9
Actif d'exploitation	1 051,4	1 091,4	1 205,8	1 239,0	1 284,1	1 384,7	1 388,5	1 336,4
Immobilisations financières	11,7	17,6	15,1	15,2	22,9	68,0	57,6	37,3
<i>dont mise en équivalence et non-consolidées</i>	0,2	0,2	0,2	0,3	12,6	22,1	21,0	22,3
Trésorerie	196,7	198,4	210,2	175,0	239,2	236,8	236,1	225,7
Actifs destinés à la vente					-	7,1	7,5	7,8
Actif total	1 259,9	1 307,3	1 431,1	1 429,2	1 546,3	1 696,6	1 689,7	1 607,2
<i>BFR en % du chiffre d'affaires</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>NS</i>
Fonds propres	368,0	427,6	474,1	527,1	550,0	625,7	656,8	607,6
Minoritaires	8,7	25,6	31,0	32,8	27,7	31,7	32,1	16,6
Provisions	66,3	62,3	62,2	69,8	78,4	88,5	102,2	103,6
Dettes financières nettes	281,3	228,4	270,9	233,0	256,2	260,1	224,7	218,8
Dettes financières brutes	478,0	426,8	481,1	408,0	495,4	496,9	460,8	444,5
Dettes d'exploitation	338,9	365,0	382,6	391,5	394,8	453,7	437,8	434,8
Passif total	1 259,9	1 307,3	1 431,1	1 429,2	1 546,3	1 696,6	1 689,7	1 607,2
<i>Rotation de l'actif économique *</i>	<i>1,33</i>	<i>1,34</i>	<i>1,16</i>	<i>1,25</i>	<i>1,15</i>	<i>1,14</i>	<i>1,21</i>	<i>NS</i>

Sources : Faiveley, Détoyat Associés

Structure Financière et Structure de bilan

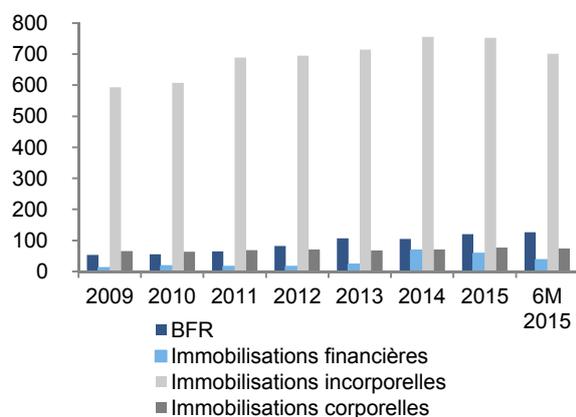
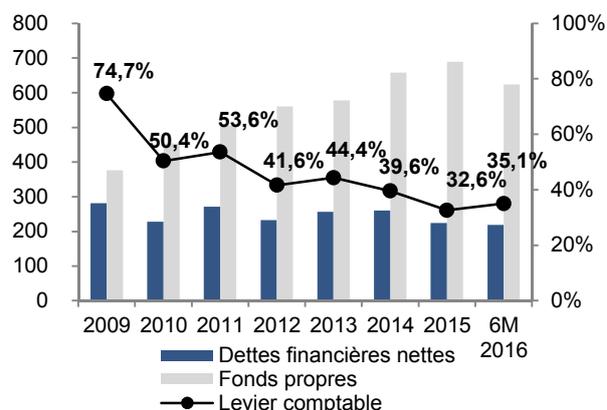
Le niveau d'endettement financier net a légèrement baissé entre 2009 et 2015 (-20,1%), ce qui se reflète dans l'évolution des frais financiers. Hausse des fonds propres et baisse de l'endettement net ont permis un net recul du levier comptable (32,6% en 2015 contre 74,7% en 2009). Ce niveau s'établit à 35% à la fin du premier semestre 2016.

L'actif immobilisé du groupe est principalement composé d'immobilisations incorporelles dont en majeure partie de la survaleur (91,5% en 2015) issue notamment de l'acquisition en 2004 de la société Sab Wabco (second équipementier européen spécialisé dans les systèmes de freinage pour l'industrie ferroviaire) et du rachat des intérêts minoritaires de Faiveley SA par la *holding* Faiveley Transport en 2008.

⁵ IFRS 11 : comptabilisation des co-entreprises par mise en équivalence et fin de la possibilité de les intégrer proportionnellement.

⁶ Précisions sur les calculs : la dette nette est ajustée des montants de provisions pour retraites, et les provisions sont ajustées des montants d'actifs différés d'impôt.

* La rotation est calculée ici comme le rapport entre le chiffre d'affaires et le total des fonds propres et des dettes financières nettes.

Graphique 17 : Décomposition de l'actif économique de Faiveley (M€)

Graphique 18 : Structure financière comptable de Faiveley (M€)


Sources : Faiveley, Détroyat Associés

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement⁷ de Faiveley a progressé de manière assez linéaire au cours de la période 2009-2015 (+126,8% et +14,6% en rythme annuel moyen), sous l'effet de la hausse du montant des créances d'exploitation atteignant 10,9% du chiffre d'affaire en 2015 contre 6,1% en 2009. Le groupe a mis en place une politique de *factoring*⁸ au niveau de ses créances d'exploitation ce qui implique un niveau de BFR inférieur à ce qu'il serait en l'absence de *factoring*. En 2015, le montant des créances cédées était de 95,7 M€. Hors processus d'affacturage, le BFR représenterait environ 20% du chiffre d'affaires. Le montant des créances cédées était en légère baisse au 30 septembre 2016 à 79,7 M€. Par ailleurs, une politique de *reverse factoring*⁹ a été acceptée par le groupe à la demande de certains clients connaissant des difficultés.

Flux de trésorerie

Les flux de trésorerie générés par l'activité de la société ont baissé entre 2009 et 2015 (-15,0%), principalement à cause de l'augmentation du BFR. Les investissements annuels en actif immobilisé sont quant à eux restés stables (entre 1,9% et 3,3% du chiffre d'affaires). La fin d'année 2011 a été marquée par l'acquisition de la société Graham White, ce qui explique la forte hausse du flux liés aux opérations d'investissement cette année-là.

⁷ Besoin en Fonds de Roulement : (Stocks + Créances d'exploitation – Dettes d'exploitation).

⁸ Le *factoring* consiste à céder à une société d'affacturage un certain montant de ses créances clients.

⁹ Le *reverse factoring* se rapproche de l'affacturage classique, mais en diffère dans la mesure où c'est le débiteur qui est à l'initiative du processus avec l'aide de la société d'affacturage. Le créancier bénéficie alors de diverses modalités de règlement de ses créances de la part de la société d'affacturage.

Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie de Faiveley sur la période 2009-2016

Flux de trésorerie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6M 2015	6M 2016
Capacité d'autofinancement	99,3	97,8	71,2	91,5	70,7	82,3	103,2	40,2	41,8
Variation du BFR	(9,2)	(4,1)	(4,0)	(19,9)	(38,1)	4,4	(26,6)	4,3	(14,0)
Flux générés par l'activité (1)	90,2	93,7	67,1	71,6	32,7	86,8	76,6	44,5	27,8
Investissements en immobilisations	(17,0)	(17,9)	(17,1)	(20,5)	(18,5)	(23,7)	(36,0)	(15,8)	(16,5)
Cession d'immobilisation	0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	0,0	0,8
Investissements financiers nets	(0,7)	(1,8)	(1,0)	(0,5)	(0,6)	(0,2)	(2,9)	(0,2)	(0,2)
Cession d'immobilisations financières	0,5	0,7	1,2	0,6	3,0	0,5	0,7	0,0	2,8
Acquisition et cession de filiales	-	(5,0)	(77,6)	-	(27,4)	(1,9)	(1,3)	(1,3)	(1,1)
Flux liés aux opérations d'investissement (2)	(17,1)	(23,9)	(94,4)	(20,4)	(43,0)	(25,1)	(39,4)	(17,1)	(14,3)
Cash Flows nets (1)+(2)	73,1	69,7	(27,2)	51,2	(10,4)	61,6	37,2	27,4	13,5
Dividendes versés	(14,1)	(17,0)	(18,1)	(15,4)	(16,4)	(11,5)	(14,8)	(1,8)	(5,9)
Autre variation des fonds propres	(0,4)	(8,7)	(1,0)	0,7	1,7	0,8	3,0	2,0	0,4
Subventions d'investissement reçus	-	-	0,0	0,2	0,2	0,1	-	-	-
Variation des fonds propres (3)	(14,5)	(25,7)	(19,1)	(14,7)	(14,7)	(10,7)	(11,8)	0,2	(5,5)
Solde (1)+(2)+(3)	58,6	44,0	(46,3)	36,5	(25,1)	50,9	25,5	27,6	8,0
Encaissement net d'emprunts	(29,1)	(53,9)	57,7	(78,2)	94,2	(36,7)	(34,0)	(9,2)	(10,1)
Variation de trésorerie hors change	29,6	(9,9)	11,4	(41,7)	69,1	14,2	(8,5)	18,4	(2,1)
Incidence des variations de change	17,0	10,9	2,7	0,6	3,7	(17,6)	(0,6)	(0,8)	(6,4)
Variation de trésorerie	46,5	1,0	14,1	(41,1)	72,8	(3,4)	(9,1)	17,64	(8,5)

Sources : Faiveley, Détoyat Associés

II.D.3. Forces et faiblesses de Faiveley

Notre perception du positionnement stratégique de Faiveley est synthétisée dans la matrice forces/faiblesses ci-dessous (analyse SWOT). Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation de la société.

Tableau 4 : Analyse SWOT de Faiveley

Forces	Faiblesses
Le marché se caractérise par de fortes barrières à l'entrée	Le secteur du matériel roulant est majoritairement contrôlé par trois acteurs (Alstom, Bombardier et Siemens)
Faiveley enregistre très peu d'annulations de contrats	La forte exposition aux principaux clients qui représentent 44% des commandes (Alstom, Bombardier, Siemens, RATP, CRRC)
Les coûts de production de Faiveley sont assez peu volatils	Certains types de contrats "new platforms" sont très concurrentiels, et nécessitent beaucoup d'ingénierie, impactant fortement les niveaux de marge à court-terme
Faiveley se situe parmi les leaders mondiaux dans toutes ses divisions produits	Faiveley a montré par le passé, la forte sensibilité de sa marge opérationnelle aux problèmes d'exécution
La structure financière de Faiveley s'est assainie au cours des derniers exercices	Cyclicité de certaines activités de Première Monte et du marché du fret (Etats-Unis)
Le pourcentage de commandes connues l'année précédente est élevé (90%), rendant l'activité prévisible	Les variations des niveaux de commandes peuvent être importantes d'un exercice à l'autre
Le développement de l'activité de Services rend le groupe moins sensible aux retournements de cycles et plus robuste en termes de marge opérationnelle	
Opportunités	Menaces
Les nouveaux projets engagés dans la division <i>Acces & Mobility</i> devraient s'avérer plus profitables que les précédents	Le groupe Bombardier, qui a connu dernièrement de graves difficultés financières, est un des principaux clients de Faiveley.
Faiveley a engagé, depuis l'exercice 2014, de lourds programmes d'investissements (en IT principalement) permettant des réductions de coûts futures, et une amélioration de la marge opérationnelle	Le marché des locomotives décline très fortement en Chine
Le marché du transport ferroviaire possède de solides moteurs de croissance (urbanisation constante, préoccupations environnementales, augmentation du volume d'échanges)	Dépendance du marché ferroviaire aux problématiques de financement des infrastructures
Le niveau de marge sur le total des commandes enregistrées progresse pour la première fois depuis les cinq derniers exercices	Le <i>phasing</i> de certains contrats peut être amené à être modifié
	Les effets des initiatives stratégiques mises en place par Faiveley pourraient être décalés dans le temps

Sources : Faiveley, Détroyat Associés

III. Wabtec : présentation, analyse et stratégie

III.A. Historique et politique de croissance externe

Issu de la fusion en 1999 entre WABCO et MotivePower Industries, Wabtec est une société américaine spécialisée dans les équipements et les services à l'industrie ferroviaire. WABCO a été fondée en 1869 par George Westinghouse et a maintenu tout au long du XX^{ème} siècle un leadership en matière de technologies en matériel ferroviaire, notamment grâce à l'invention en 1869 du premier système de frein à air comprimé. Avant la fusion, elle avait été introduite en Bourse en 1995. La seconde société fusionnée, MotivePower Industries, était spécialisée dans la rénovation de locomotives aux Etats-Unis. Elle avait entamé une période de croissance externe dans les années 1990, notamment dans le secteur de la fabrication et la vente de pièces détachées pour trains, et avait été introduite en Bourse en 1994. Suite à la réunion des deux sociétés, la nouvelle entité Wabtec continue son développement par croissance externe et exporte de plus en plus ses activités à l'international. Entre 1999 et 2010, la société s'est notamment installée en Europe (France, Royaume-Uni, Allemagne et Italie), dans les pays émergents (Chine, Inde, Brésil) et dans les anciens pays du Commonwealth (Australie, Canada, Afrique du Sud).

En 2012, Wabtec rachète la société franco-néerlandaise Mors Smitt à Eurazeo PME, sur la base d'une valeur d'entreprise de 70 M€, et la société anglaise LH group à ses fondateurs, sur la base d'une valeur d'entreprise de 48 M\$. Mors Smitt était alors un des leaders mondiaux de la fabrication de composants électroniques pour l'industrie ferroviaire en Europe et en Asie, et réalisait 44 M€ de chiffre d'affaires. LH Group est spécialisée dans les services de maintenance et réhabilitation sur le segment de transport de passagers, et réalisait 65 M£ de chiffre d'affaires.

En 2013 et 2014, Wabtec poursuit la consolidation de ses positions au Royaume-Uni par l'acquisition de Napier Turbochargers pour 110 M\$, puis de Fandstan Electric pour 220 M\$. Napier produit des turbocompresseurs pour la marine, la production d'énergie et le secteur du rail, et réalisait un chiffre d'affaires de 35 M£ en 2012. Fandstan fabrique des systèmes de propulsion et de transmission d'énergie, notamment pour l'industrie du rail, et réalisait un chiffre d'affaires de 235 M\$ en 2013. Enfin, Wabtec avait étendu son spectre d'activités aux systèmes de signalisation juste avant l'annonce du projet d'offre initial, par le rachat de l'entreprise américaine Railroad Controls pour 76 M\$.

III.B. Actionnariat

Contrairement à Faiveley, Wabtec ne dispose pas d'un actionnaire de référence. Les actions de la société sont essentiellement détenues par des fonds institutionnels de gestion d'actifs, au premier rang desquels Blackrock, qui annonçait détenir 8,1% du capital au 4 novembre 2016, mais également FMR LLC (7,6%), Vanguard (7,3%), T. Rowe Price Group (6,9%) et Brown Advisory avec 5,3% du capital au 4 novembre 2016.

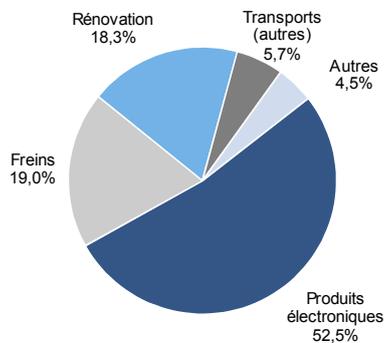
III.C. Les activités de Wabtec

Du fait de sa politique de développement par croissance externe, les activités de Wabtec sont en perpétuelle mutation et visent à couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur des équipements ferroviaires. Elles sont actuellement séparées en deux segments :

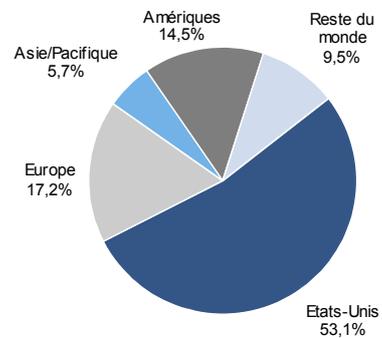
- **le Fret**, qui regroupe les activités de fabrication et de service après-vente de composants et systèmes pour les locomotives et wagons de fret. Il peut notamment s'agir de composants électroniques (signalisation, systèmes de contrôle, enregistreur), mais aussi de systèmes de freinage, de coupleurs ou d'appareils de traction, d'échangeurs thermiques ou d'inverseurs d'énergie ;

- **le Transit de passagers**, qui correspond à la fabrication et l'entretien de composants pour véhicules de transport de passagers. Le groupe produit des portes et fenêtres pour bus et métros, mais aussi des rampes d'accès ou des moteurs de traction.

Graphique 19 : Répartition sectorielle du chiffre d'affaires 2015



Graphique 20 : Répartition géographique du chiffre d'affaires 2015



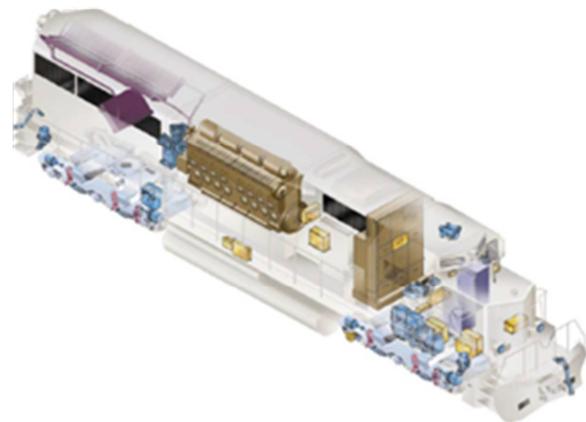
Source : Wabtec

Dans le secteur du rail, la zone d'opération des sociétés n'est pas sans influence sur le type de marché qu'elles adressent. Historiquement, l'activité de Wabtec était davantage tournée vers le fret de marchandises, qui constitue l'essentiel de l'utilisation du réseau ferroviaire américain. La politique de diversification géographique entreprise vise également à se développer vers le marché européen, plus orienté vers le transit de passagers.

Graphique 21 : Equipements de wagons de transit fournis par Wabtec



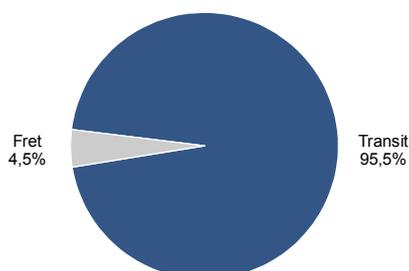
Graphique 22 : Equipements de locomotive de fret fournis par Wabtec



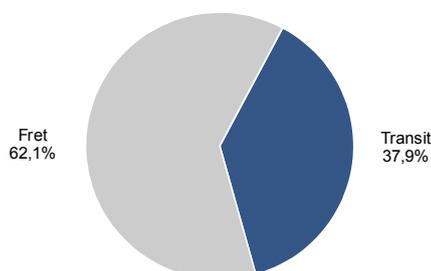
Source : Wabtec

Les activités de Wabtec restent cependant concentrées pour plus de la moitié aux Etats-Unis, et pour plus de 2/3 sur le continent américain, tandis que l'Europe représente moins de 20,0% du chiffre d'affaires de la société. Faiveley, quant à elle, déploie plus de 60,0% de ses activités en Europe, contre environ 15,0% en Amérique. L'activité de Wabtec est ainsi naturellement plus orientée vers le fret de marchandises.

Graphique 23 : Répartition Fret / Transit du chiffre d'affaires de Faiveley 2015



Graphique 24 : Répartition Fret / Transit du chiffre d'affaires de Wabtec 2015



Source : Wabtec

Wabtec propose également des services de fabrication de locomotives de manœuvre neuves, ainsi que de rénovation de wagons et de trains anciens.

III.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Wabtec

Wabtec et Faiveley évoluent dans un environnement opérationnel global assez similaire, au sein duquel les deux sociétés présentent des complémentarités évidentes, que ce soit en termes de présence géographique ou de marché sous-jacent.

Le marché du matériel roulant ferroviaire a été présenté au sein de la section II.C du présent rapport. Comme évoqué précédemment, sa subdivision la plus clairement établie réside dans la finalité du matériel roulant équipé : le transport ferroviaire englobe à la fois le transport de personnes, dit transit, et le transport de marchandises, ou fret.

La mondialisation, et plus particulièrement la création et l'élargissement de nombreuses zones de libre-échange, a engendré une hausse des besoins de déplacement des biens et personnes. L'urbanisation et le développement du tourisme ont nécessité la mise en place d'infrastructures de transit, que ce soit au niveau local, national ou international, et la libéralisation des échanges commerciaux a été favorisée par l'amélioration des conditions de transport des marchandises.

Dans ces conditions, les différentes solutions de transport ont été mises en concurrence par les particuliers et les entreprises. L'efficacité de chaque moyen de déplacement est évaluée par les acteurs concernés, selon des facteurs clairement déterminés : la décision repose essentiellement sur le triptyque durée / coût / qualité, que l'on retrouve pour le transit comme pour le fret.

Les variables géographiques, financières et sociodémographiques sont alors au cœur des choix d'aménagement du territoire : le transport ferroviaire peut apparaître comme la solution idoine dans certains espaces, compte tenu du développement économique ou de la densité démographique, et être difficilement utilisable dans d'autres. De plus, cette situation n'est pas historiquement figée, et les avancées technologiques peuvent remettre en cause la prédominance de certains moyens de transport.

Le meilleur exemple concerne les marchés européen et nord-américain : en Europe, le réseau est principalement dédié au transit de passagers et n'est utilisé que pour 20,0% du volume du fret de marchandises, principalement pour des matières premières comme le charbon. Environ 75,0% du fret européen est opéré par camion.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'étendue et la faible densité du continent nord-américain ont donné lieu, dès la fin du XIXème siècle, au développement d'un important réseau ferroviaire. Avec plus de 220 000 kilomètres de lignes ferroviaires, les États-Unis possèdent aujourd'hui le plus long réseau de la planète. Celui-ci est particulièrement utilisé pour le fret : 40,0% des marchandises

voyagent par ce moyen dans le pays, profitant d'un réseau privé économiquement viable et des nombreux secteurs industriels l'utilisant comme moyen de transport. Le transit de passagers par voie ferroviaire est beaucoup moins dense, à l'exception des réseaux intra-métropole et de la côte est. Compte tenu des distances entre les grandes villes nord-américaines, les passagers privilégient l'avion comme moyen de transport au détriment du train, utilisé essentiellement dans la sphère urbaine et périurbaine. Plusieurs projets de trains à grande vitesse sont actuellement à l'étude et le réseau ferroviaire est désormais commun avec le Canada et le Mexique, et considéré comme le plus efficient et le moins coûteux au monde.

Le transport de marchandises est plus corrélé que le transport de personnes à la croissance économique et subit davantage les cycles. Les sous-jacents de l'activité opérationnelle restent identiques à ceux du transit, mais les volumes de commandes peuvent varier de manière significative sur une courte période. Après plusieurs années florissantes, les difficultés actuelles connues par les marchés du fret chinois et américain sont révélatrices de cette situation, et se sont fortement répercutées sur les commandes de nouvelles locomotives au sein des deux pays.

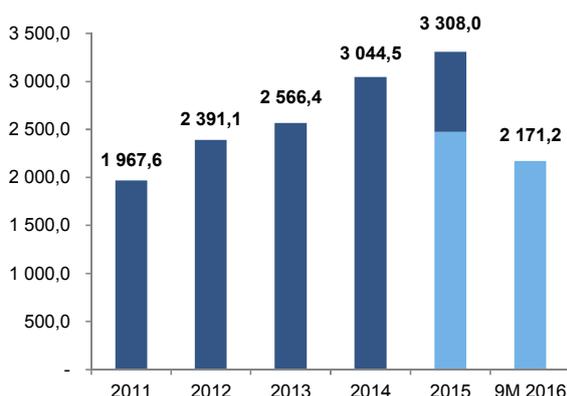
Après être devenu un acteur incontournable du marché de l'équipement ferroviaire aux Etats-Unis, Wabtec a souhaité développer ses activités en dehors du sol américain et a particulièrement opéré par croissance externe. Par ce biais, la société est parvenue à diversifier son portefeuille vers le transit, qui représente désormais plus d'un tiers de son chiffre d'affaires, tout en s'exposant à de nouvelles zones géographiques. Le rapprochement industriel avec Faiveley, objet de ce rapport, s'effectuerait ainsi dans la continuité de cette orientation stratégique.

III.E. Analyse financière de Wabtec

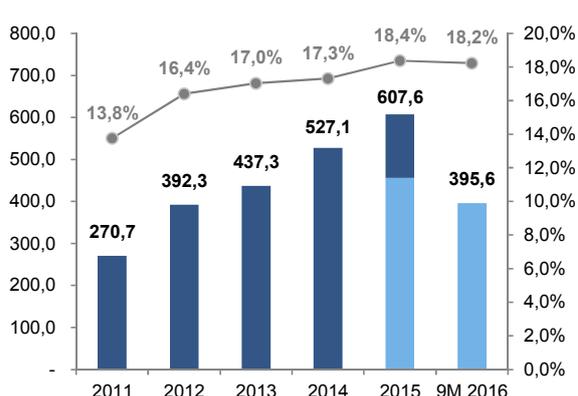
III.E.1. Compte de résultat

L'activité de Wabtec a été en forte croissance sur la période 2011-2015 : le chiffre d'affaires a progressé de 2,0 Mds\$ à 3,3 Mds\$, soit une croissance totale de +68,1% et une croissance annuelle moyenne de +13,9%. Le fort développement de la société est le fruit de la politique de croissance externe sélective et d'une volonté d'internationalisation de son activité.

Graphique 25 : Evolution du chiffre d'affaires (M\$)



Graphique 26 : Evolution de l'EBIT (M\$) et marge



Source : Wabtec, Détroiyat Associés

Wabtec est parvenu à consolider sa position de leader sur la plupart de ses marchés, tout en maintenant ses efforts sur la productivité et la baisse des coûts. Entre 2011 et 2015, l'EBIT a ainsi progressé de +124,4%, soit une croissance moyenne de +22,4% par an, pour une marge d'EBIT en hausse de +460 points de base sur la période à 18,4% en 2015. Cette forte rentabilité opérationnelle a permis à la société de dégager un autofinancement élevé, qui lui a permis de continuer à investir dans sa Recherche & Développement, tout en poursuivant sa politique de croissance externe.

Sur les 9 premiers mois de l'année 2016, le chiffre d'affaires publié par Wabtec est en baisse de -12,3%, notamment du fait du retournement du marché du fret américain. Malgré ces difficultés conjoncturelles, la société est parvenue à maintenir un niveau de marge d'EBIT à 18,2%, en baisse de seulement -20 points de base par rapport aux 9 premiers mois de l'année 2015.

Tableau 5 : Compte de résultat sur la période 2011-2016

Nombre d'actions (en millions)	48,0	47,7	96,0	96,3	91,9	96,5	89,1
Compte de résultat (M\$)	2011	2012	2013	2014	2015	9M 2015	9M 2016
Chiffre d'affaires	1 967,6	2 391,1	2 566,4	3 044,5	3 308,0	2 475,1	2 171,2
<i>Croissance</i>	30,6%	21,5%	7,3%	18,6%	8,7%		(12,3%)
Autres produits d'exploitation							
Coût des ventes	(1 367,4)	(1 667,7)	(1 768,9)	(2 069,7)	(2 217,1)	(1 662,8)	(1 432,9)
Marge brute	600,3	723,4	797,5	974,8	1 090,9	812,3	738,3
Coûts externes	(284,7)	(287,0)	(309,0)	(386,4)	(418,6)	(307,8)	(293,4)
EBITDA	315,6	436,4	488,5	588,4	672,3	504,5	444,9
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	16,0%	18,3%	19,0%	19,3%	20,3%	20,4%	20,5%
Dotations nettes Amortissements	(15,0)	(15,3)	(17,7)	(22,4)	(21,7)	(16,0)	(16,1)
Dotations nettes Provisions	(29,9)	(28,9)	(33,5)	(38,8)	(43,1)	(32,2)	(33,3)
EBIT	270,7	392,3	437,3	527,1	607,6	456,4	395,6
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	13,8%	16,4%	17,0%	17,3%	18,4%	18,4%	18,2%
Résultat financier	(15,4)	(14,9)	(16,2)	(19,3)	(22,2)	(20,4)	(15,8)
Résultat courant avant impôts	255,3	377,4	421,1	507,9	585,4	436,0	379,8
Impôts totaux	(85,2)	(125,6)	(128,9)	(156,2)	(186,7)	(139,1)	(112,7)
Résultat net comptable part du groupe	170,1	251,7	292,2	351,7	398,6	296,8	267,1
<i>Marge nette part du groupe (%)</i>	8,6%	10,5%	11,4%	11,6%	12,1%	12,0%	12,3%
Dividendes (M\$)	3,8	6,2	19,2	27,0	33,1	19,3	23,2

Sources : Wabtec, Détroiyat Associés

La forte génération de cash de Wabtec lui a permis de maintenir sa dette nette à un niveau raisonnable (cf. analyse du bilan et flux de trésorerie ci-après), malgré une politique de croissance ambitieuse. La hausse des frais financiers a ainsi été contenue, permettant à la société d'afficher une marge nette en très forte hausse sur la période, passant de 8,6% en 2011 à 12,1% en 2015. Si Wabtec a régulièrement fait croître son dividende par action (de 4c \$ en 2011 à 28c \$ en 2015), le taux de distribution demeure relativement faible (6,5% en 2015), mais la société a assuré un retour de cash à ses actionnaires par la mise en place d'une politique de rachat d'actions.

III.E.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie

Comme évoqué précédemment, la politique de croissance externe de Wabtec est financée par l'importante génération de cash de l'activité, dans un contexte de maîtrise de sa dette et de faible retour aux actionnaires. Le tableau 6 présente le tableau de flux de trésorerie sur la période 2011-2016.

Tableau 6 : Tableau de flux de trésorerie sur la période 2011-2016

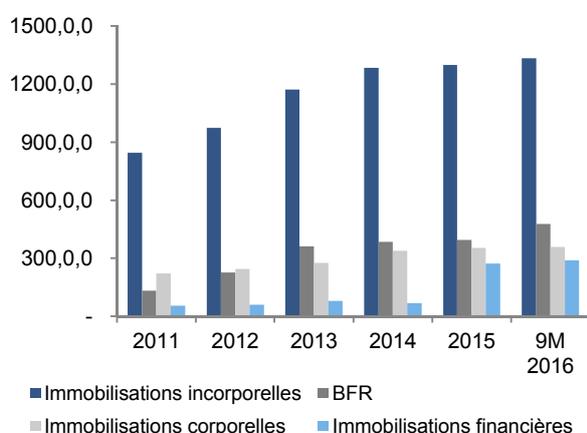
Flux de trésorerie (M\$)	2011	2012	2013	2014	2015	9M 2016
Capacité d'autofinancement	213,8	314,3	378,5	429,8	492,4	330,9
Variation du BFR	34,8	(76,8)	(142,8)	42,6	(44,1)	(84,1)
Flux générés par l'activité	248,6	237,4	235,7	472,4	448,3	246,9
Investissements en immobilisations	(38,0)	(36,0)	(41,2)	(47,7)	(49,4)	(31,7)
Cession d'immobilisations	0,7	1,0	6,0	0,4	1,8	0,1
Acquisition et cession de filiales	(108,9)	(149,9)	(223,5)	(300,4)	(332,5)	(84,4)
<i>Dont dépôt en consignation pour Faiveley</i>	-	-	-	-	(202,9)	-
Flux liés aux opérations d'investissement	(146,2)	(184,9)	(258,7)	(347,7)	(380,1)	(115,9)
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	(29,9)	(54,2)	(45,6)	(46,0)	(414,8)	(235,7)
Autre variation des fonds propres	9,3	7,6	9,4	1,9	(8,9)	(6,8)
Encaissement net d'emprunts	(26,2)	(78,1)	129,2	69,6	174,7	130,2
Flux liés aux opérations de financement	(46,8)	(124,7)	93,0	25,5	(248,9)	(112,3)
Variation de trésorerie hors change	55,7	(72,2)	70,0	150,2	(180,8)	18,7
Incidence des variations de change	(7,0)	2,4	(0,0)	(10,1)	(18,9)	5,5
Variation de trésorerie	48,7	(69,8)	70,0	140,1	(199,7)	24,2

Sources : Wabtec, Détroyat Associés

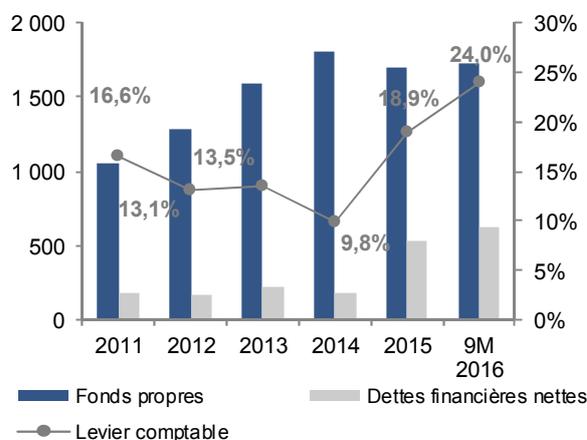
Le flux de trésorerie généré par l'activité de Wabtec a progressé de +80,3% sur la période 2011-2015 pour atteindre 448,3 M\$ en 2015. Les dépenses d'investissement annuelles en immobilisations sont demeurées inférieures à 50,0 M\$, et comprises dans une fourchette de 1,4% et 2,0% du chiffre d'affaires. L'essentiel de la croissance de la société a été externe : sur la période 2011-2015, Wabtec a investi 1,1 Mds\$ dans ses opérations de croissance externe, dont 202,9 M\$ relatifs à l'acquisition de Faiveley (dépôt en consignation de 186,9 M€), soit une moyenne de 223,0 M\$ par an.

Cette politique de croissance se reflète dans la structure du bilan de Wabtec, qui présente une forte proportion d'immobilisations incorporelles (53,8% de l'actif net en 2015). La progression des immobilisations financières en 2015 s'explique par le dépôt de cash consigné d'un montant de 186,9 M€ (202,9 M\$) dans le cadre de l'opération d'acquisition de Faiveley. Cet effet se retrouve également dans la progression de la dette financière nette, et vient s'ajouter aux importants rachats d'actions réalisés par la société au cours de l'année 2015. En effet, Wabtec a racheté 4,9 millions de ses actions sur l'ensemble de l'année 2015, soit 5,0% de son capital à fin décembre 2014, dont 4,6 millions d'actions pour le seul quatrième trimestre soit un montant de 365 M\$. Ces opérations expliquent la réduction des fonds propres comptables du groupe sur l'année 2015.

Graphique 27 : Composition de l'actif économique



Graphique 28 : Structure financière comptable



Source : Wabtec, Détroyat Associés

Note : dette nette corrigée du dépôt en consignation au titre de l'acquisition de Faiveley

Tableau 7 : Bilan simplifié sur la période 2011-2016

Bilan (M\$)	2011	2012	2013	2014	2015	9M 2016
Immobilisations incorporelles	844,9	974,3	1 172,1	1 285,1	1 299,1	1 334,3
<i>dont survaleur</i>	<i>587,5</i>	<i>666,0</i>	<i>786,4</i>	<i>862,3</i>	<i>858,5</i>	<i>877,1</i>
Immobilisations corporelles	222,0	244,1	276,1	339,3	353,2	358,0
Immobilisations financières	54,4	59,3	78,7	67,6	69,9	79,5
BFR	132,3	226,0	361,8	385,1	394,1	477,8
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>6,7%</i>	<i>9,5%</i>	<i>14,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,9%</i>	
Actif net	1 253,6	1 503,8	1 888,7	2 077,2	2 116,3	2 249,5
Provisions	31,9	53,2	86,6	91,4	92,6	104,0
Dettes financières nettes	174,1	168,5	215,0	177,3	322,4	415,1
Fonds propres	1 047,6	1 282,0	1 587,2	1 808,3	1 701,3	1 730,5
<i>Levier comptable</i>	<i>16,6%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,5%</i>	<i>9,8%</i>	<i>18,9%</i>	<i>24,0%</i>
Minoritaires	2,5	5,2	1,9	1,1	1,7	3,4
Fonds propres part du groupe	1 045,2	1 276,8	1 585,3	1 807,2	1 699,6	1 727,1

Sources : Wabtec, Déstroyat Associés

Note : dette nette et immobilisations financières corrigés du dépôt en consignation au titre de l'acquisition de Faiveley

Le besoin en fonds de roulement de Wabtec a fortement augmenté en 2013, du fait d'une hausse significative des créances non-facturées. Celles-ci ont par la suite été régularisées jusqu'à retrouver en 2015 un niveau similaire à 2012 (en % du chiffre d'affaires). Sur la période 2011-2015, le besoin en fonds de roulement moyen s'établit à 11,0% du chiffre d'affaires ou environ 40 jours d'activité.

III.E.3. Forces et faiblesses de Wabtec

L'analyse des principales forces et faiblesses de Wabtec présente d'importantes similarités avec celle effectuée précédemment pour Faiveley. Les principales différences résident dans :

- une position de leader encore plus affirmée sur ses principaux marchés ;
- une taille critique permettant de discuter d'égal à égal avec les grands constructeurs ferroviaires ;
- une forte exposition au marché du fret de marchandises, source de plus grande cyclicité du chiffre d'affaires ;
- une plus grande diversification du portefeuille de clients, liés à la moindre concentration du marché des constructeurs ferroviaires américains ;
- une capacité à anticiper les problèmes d'exécution qui se répercute dans le niveau des marges ;
- un panel de produits et de savoir-faire élargi, constitué par une politique d'acquisition sélective ;
- un historique de croissance externe et d'intégration des sociétés acquises, validant les capacités du management dans ce domaine.

IV. Examen des accords liés à l'Offre et mécanisme de liquidité

A la lecture des documents liés à l'Offre communiqués par Faiveley et ses conseils, nous n'avons pas identifié d'accord connexes susceptibles d'avoir un impact sur la valeur de la société ou susceptibles d'avoir un impact sur l'équité de l'Offre pour les actionnaires minoritaires. En particulier, le contrat de cession d'Actions entre l'Initiateur et les Vendeurs Initiaux ne prévoit pas de mécanisme de complément de prix, sauf dans le cas où l'Initiateur serait amené à déposer une surenchère sur son Offre, auquel cas il ferait bénéficier les Vendeurs Initiaux des conditions offertes dans le cadre de cette surenchère. Les autres termes prévus dans les accords ne constituent pas un avantage particulier pour les Vendeurs Initiaux¹⁰.

Mécanisme de liquidité

Détroyat Associés a examiné les conditions de liquidité offertes aux porteurs d'options de souscription, actions gratuites ou actions gratuites de performance.

Les options de souscription, attribuées le 23 novembre 2009, sont toutes exerçables au prix de 54,91 € par action. Pouvant être apportées à l'Offre, elles ne bénéficient d'aucun mécanisme de liquidité.

Au 16 novembre 2016, il existe plusieurs catégories d'actions gratuites :

- 34 654 actions gratuites livrées mais encore en période de Conservation. Celles-ci pourront être apportées à l'Offre compte tenu du calendrier prévisionnel de l'Offre,
- 30 384 actions gratuites en période d'Acquisition, qui n'ont été ni émises ni livrées à leurs bénéficiaires,
- 201 677 actions gratuites de Performance livrées par la Société, mais encore en période de Conservation,
- 200 056 actions gratuites de Performance en période d'Acquisition, qui n'ont donc pas été émises ni livrées à leurs bénéficiaires, dont 9 400 au titre des plans AGP4 et AGP5.

Les bénéficiaires des plans AGP4 et AGP5 ont accepté de renoncer à leurs actions gratuites de performance en échange d'un bonus en numéraire, traité comme du salaire, pour un montant de 100 euros par action, soit le prix offert en numéraire dans le cadre de l'Offre.

Un mécanisme de liquidité a été mis en place pour les autres bénéficiaires d'actions gratuites de performance qui ne peuvent pas être apportées à l'Offre (actions gratuites de performance soit en période de Conservation soit en période d'Acquisition). Ces derniers bénéficient d'une promesse d'achat sur les actions Faiveley détenues à l'issue de la période de conservation pour un prix équivalent à 1,365 fois le chiffre d'affaires de Faiveley, calculé sur 12 mois glissants, divisé par le nombre de titres en circulation au 27 juillet 2015. Si cette promesse d'achat n'est pas exercée, Wabtec disposera d'un engagement de la part des bénéficiaires de céder les actions Faiveley détenues sous les mêmes conditions. Le multiple de 1,365 utilisé dans le cadre de ce mécanisme de liquidité est conforme au multiple implicite ressortant du Prix d'Offre.

L'existence de ce mécanisme de liquidité assure l'équité entre les détenteurs actuels d'actions Faiveley, et les porteurs d'actions gratuites de Performance.

¹⁰ Les parties ont conclu un Pacte d'Actionnaires organisant les relations et la gouvernance au sein de Wabtec Corporation. Cet accord porte sur la nomination d'un observateur, la désignation des administrateurs (tant que les Vendeurs Initiaux détiendront plus de 50% des actions Wabtec, ils pourront faire nommer deux administrateurs désignés, et un administrateur désigne si leur participation dans Wabtec est comprise entre 25% et 50%), un accord de préemption (les Vendeurs Initiaux bénéficiant du droit de préemption dans Wabtec procéderait à des cessions de titres, de sorte que les Vendeurs Initiaux puissent maintenir un pourcentage de détention identique). Enfin, le Pacte d'Actionnaires prévoit un engagement de conservation par les Vendeurs Initiaux pendant trois ans à compter de l'achat de bloc, et un engagement selon lequel les Vendeurs Initiaux s'abstiendront d'acquiescer un contrôle renforcé de Wabtec.

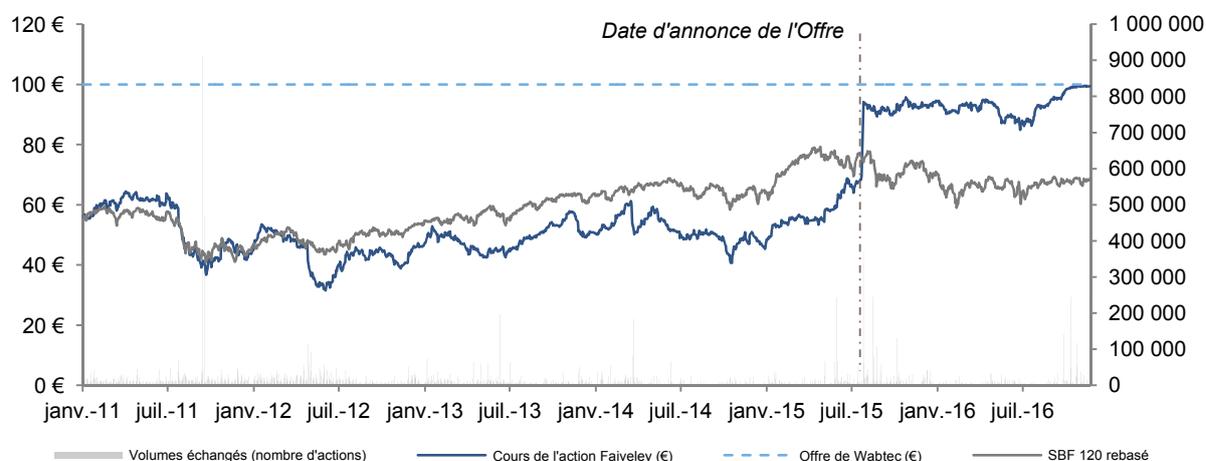
V. Evaluation de Faiveley et Wabtec

V.A. Examen des cours de bourse

V.A.1. Evolution du cours de l'action Faiveley

Avant l'annonce du premier projet d'offre et sur les cinq dernières années, le cours de l'action Faiveley a évolué dans une fourchette comprise entre 34,36 € (juin 2012) et 71,09 € (avril 2011). En effet, après avoir atteint son plus haut niveau historique à la veille de la crise boursière de l'été 2011, le cours a entamé 12 mois de forte baisse, amplifiés par la publication des résultats annuels 2011. Avant l'annonce du premier projet d'offre fin juillet 2015, le cours de l'action Faiveley n'avait jamais retrouvé son niveau du deuxième trimestre 2011.

Graphique 29 : Performance boursière de l'action Faiveley sur la période 2011 – nov.2016



Sources : Bloomberg, Détoyat Associés

Au 24 juillet 2015, veille de l'annonce du premier projet d'offre, le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens de l'action Faiveley avait atteint son plus haut niveau sur un an à 68,61 €. Son plus bas niveau sur cette période remontait au 20 octobre 2014 à 40,52 €. En moyenne sur un an, 8 147 titres étaient échangés par jour de négociation (cf. Tableau 8). Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissaient à 2,1 millions de titres soit 14,1% du capital de la société ou 30,9% du flottant.

Tableau 8 : Volumes échangés sur l'action Faiveley au 24 juillet 2015

Date	VWAP (€)	Nbre moyen d'actions échangées		Nbre cumulé d'actions échangées			
		('000)	/ # total d'actions (%)	('000)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	/ # total flottant (%)
24-juil.-15	68,61	14,45	0,10%	14,45	0,10%	0,22%	0,22%
Moy. 10 jours	67,92	12,00	0,08%	119,99	0,82%	1,81%	1,81%
Moy. 1 mois	67,10	10,06	0,07%	231,35	1,58%	3,49%	3,49%
Moy. 3 mois	61,79	15,52	0,11%	1 009,08	6,90%	15,20%	15,20%
Moy. 6 mois	60,10	10,36	0,07%	1 315,88	9,00%	19,82%	19,82%
Moy. 1 an	55,93	8,15	0,06%	2 053,16	14,05%	30,93%	30,93%
Plus haut sur 1 an	68,61		Date : 24-juil.-15				
Plus bas sur 1 an	40,52		Date : 20-oct.-14				

(*) sur la base du nombre total d'actions Faiveley (14,614 M d'actions) et du flottant total (6,638 M d'actions)

Sources : Bloomberg, Détoyat Associés

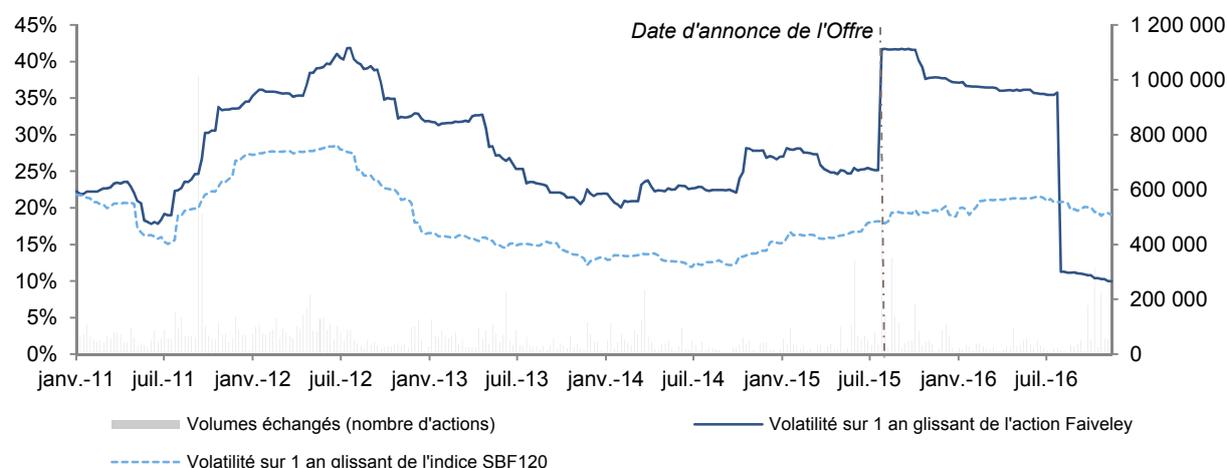
Pour le calcul de la liquidité des actions dans son modèle Trival®, Détroyat Associés effectue également un calcul des montants absorbables dans une variation de +/- 1% du cours de l'action. Pour Faiveley, le montant absorbable estimé au 24 juillet 2015 s'établissait à 1,2 M€, soit 18 752 actions de la société, au 447^{ème} rang sur 515 sociétés suivies dans Trival®.

Suite à l'annonce du premier projet d'offre, le cours de l'action Faiveley s'est logiquement ajusté, se rapprochant du prix de 100,0 € par action proposé dans le cadre de la branche numéraire.

Volatilité du cours de l'action Faiveley

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité présentée ci-dessous est calculée sur la base de la série de rentabilités hebdomadaires historiques de l'action Faiveley.

Graphique 30 : Volatilité sur 1 an glissant de l'action Faiveley sur la période 2011 – nov.2016



Sources : Bloomberg, Détroyat Associés

La volatilité de l'action Faiveley sur l'année 2010 était similaire à celle de l'indice SBF120, puis avait atteint un point bas à 17,8% au printemps 2011. Parallèlement à la forte baisse du cours entre la fin du mois de juin 2011 et la fin du mois de juin 2012 (-40,3%), la volatilité de l'action a ensuite fortement progressé pour atteindre un point haut à 41,9% en juillet 2012. La stabilisation des marchés qui s'en est suivie a permis à l'action Faiveley de retrouver un niveau conforme à sa volatilité sur longue période, évoluant dans une fourchette comprise entre 23,7% et 31,0% entre juin 2013 et juillet 2015, à la veille de l'annonce du premier projet d'offre.

Primes extériorisées par la branche numéraire

Les cours présentés dans le Tableau 9 ci-dessous sont corrigés des versements de dividendes intervenus en octobre 2014, 2015 et 2016.

Tableau 9 : Moyenne des cours pondérés par les volumes au 24 juillet 2015 et primes extériorisées par la branche numéraire

Données boursières Faiveley	Cours moyen pondéré (€) Prime (en %)	
24-juil.-15	68,61	45,8%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours	67,92	47,2%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	67,10	49,0%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	61,79	61,8%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	60,10	66,4%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 an	55,93	78,8%
<i>Plus haut sur 1 an</i>	<i>24-juil.-15</i>	<i>68,61</i>
<i>Plus bas sur 1 an</i>	<i>20-oct.-14</i>	<i>40,52</i>
		<i>146,8%</i>

Sources : Bloomberg, Détroiyat Associés

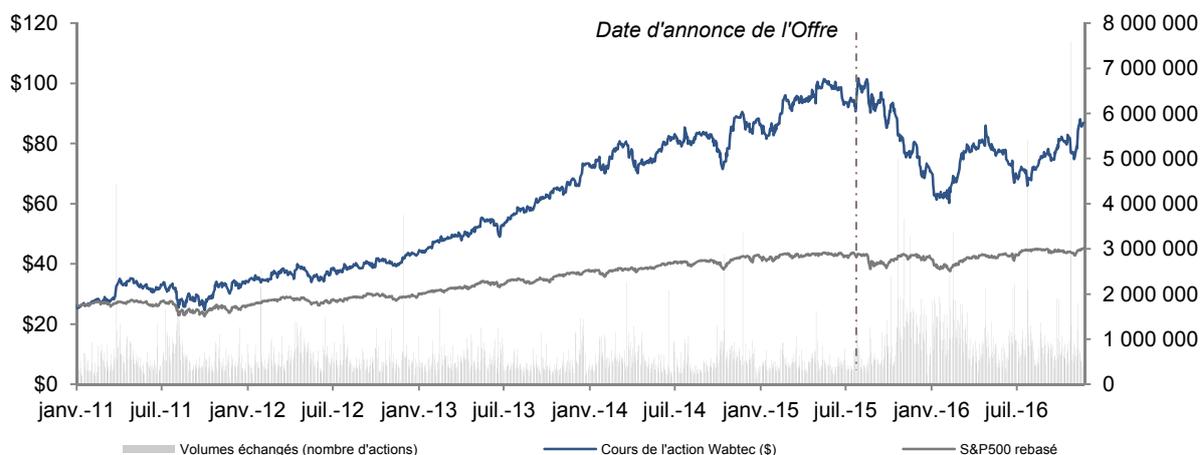
Le prix d'offre de la branche numéraire de 100,0 € extériorise une prime de +45,8% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes corrigé des dividendes au 24 juillet 2015 et de +43,7% par rapport au cours de clôture corrigé à cette même date. Ces niveaux représentant des plus hauts sur un an, les primes calculées par rapport aux moyennes de cours sont significativement supérieures : La branche numéraire extériorise une prime de +61,8% par rapport à la moyenne sur trois mois des cours moyens pondérés par les volumes corrigés des dividendes et de +78,8% par rapport à la moyenne sur un an.

V.A.2. Evolution du cours de l'action Wabtec

Sur les cinq dernières années, le cours de l'action Wabtec a évolué dans une fourchette comprise entre 25,07 \$ en octobre 2011 et 102,39 \$ en juillet 2015, atteignant ainsi son plus haut niveau historique quelques jours après l'annonce du premier projet d'offre.

Depuis le début du mois de septembre 2015, le cours de l'action Wabtec a été affecté par la détérioration du fret de marchandise américain : sur l'ensemble de l'année 2015, le trafic ferroviaire aux Etats-Unis s'inscrit en baisse de -2,5%, mais avec un fort recul au second semestre notamment du aux difficultés connues par le secteur manufacturier et par les producteurs de matières premières.

Selon les données communiquées par l'Association of American Railroads (AAR), la tendance à la baisse des transports ferroviaires aux Etats-Unis s'est poursuivie sur l'année 2016 et suit une tendance équivalente au Canada et au Mexique. Le 9 février 2016, le cours de l'action Wabtec atteignait ainsi son plus bas niveau depuis 2013 à 60,56 \$. Au 23 novembre 2016, le cours de clôture de l'action s'établit à 86,96 \$.

Graphique 31 : Performance boursière de l'action Wabtec sur 5 ans au 23 novembre 2016


Sources : Bloomberg, Détrøyt Associés

Au 24 juillet 2015, veille de l'annonce du premier projet d'offre, le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens de l'action Wabtec s'établissait à 91,35 \$. Son plus haut niveau sur cette période s'établissait à 101,17 \$ à la fin du mois de mai 2015 et son plus bas niveau à 71,55 \$ en octobre 2014. En moyenne sur un an, 533 016 titres étaient échangés par jour de négociation (cf. tableau 10). Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissaient à 134,9 millions de titres soit 140,0% du capital et du flottant de la société.

Tableau 10 : Volumes échangés sur l'action Wabtec au 24 juillet 2015

Date	VWAP (\$)	Nbre moyen d'actions échangées		Nbre cumulé d'actions échangées		Nbre cumulé d'actions flottant	
		('000)	/ # total d'actions (%)	('000)	/ # total d'actions (%)	(%)	(%)
24-juil.-15	91,35	678,29	0,70%	678,29	0,70%	0,70%	
Moy. 10 jours	93,92	479,95	0,50%	4 799,46	4,98%	4,98%	
Moy. 1 mois	93,94	462,50	0,48%	10 174,90	10,56%	10,56%	
Moy. 3 mois	97,13	483,48	0,50%	30 942,62	32,12%	32,12%	
Moy. 6 mois	94,45	485,24	0,50%	62 596,51	64,97%	64,97%	
Moy. 1 an	88,80	533,02	0,55%	134 853,26	139,97%	139,97%	
Plus haut sur 1 an	101,17						
Plus bas sur 1 an	71,55						

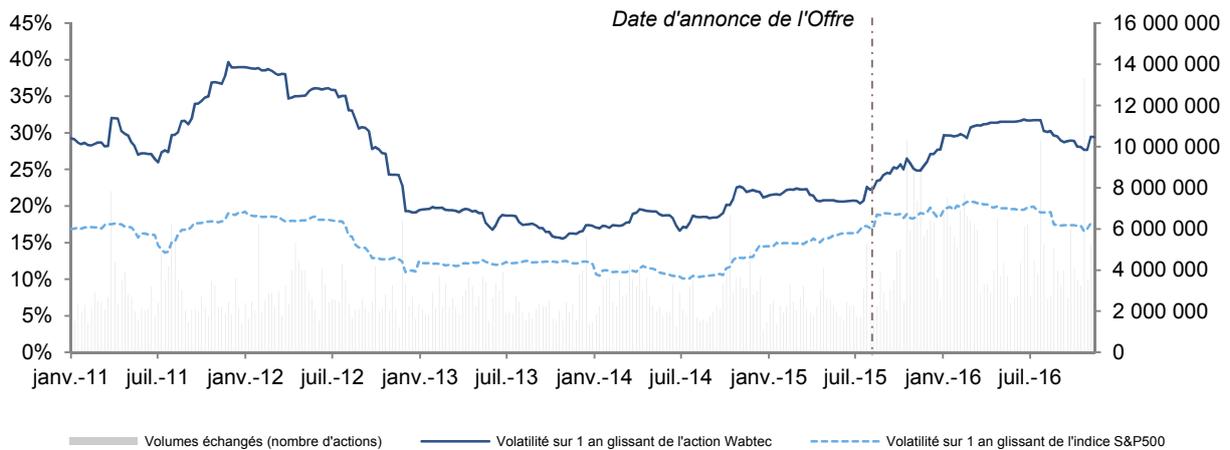
(*) sur la base du nombre total d'actions Wabtec (96,344 M d'actions) et du flottant total (96,344 M d'actions)

Sources : Bloomberg, Détrøyt Associés

Volatilité de l'action Wabtec

La volatilité présentée ci-dessous est calculée sur la base de la série de rentabilités hebdomadaires historiques de l'action Wabtec.

Graphique 32 : Volatilité sur 1 an glissant de l'action Wabtec depuis le début de l'année 2011



Sources : Bloomberg, Détroyat Associés

La volatilité de l'action Wabtec sur l'année 2010 s'établissait à 29,3%. Elle a connu une période de stress à l'automne 2011, au moment des craintes sur la viabilité de la reprise économique mondiale et sur l'augmentation des déficits publics. Après ce court épisode, et au fur et à mesure de la progression du cours de l'action, la volatilité du titre s'est fortement réduite, se rapprochant de celle de l'indice S&P 500. Entre le début de l'année 2013 et la fin du mois d'août 2015, elle évoluait dans une fourchette comprise entre 15,5% et 22,7%. La détérioration du marché du fret américain entamée à l'automne 2015 a fait repartir à la hausse la volatilité de l'action Wabtec, qui s'établissait à 29,4% au 23 novembre 2016.

V.A.3. Parité d'échange

La parité d'échange présentée dans le Graphique 33 est calculée sur la base du cours de l'action Wabtec converti en euros au taux *spot* quotidien.

Graphique 33 : Evolution de la parité d'échange Faiveley / Wabtec



Sources : Bloomberg, Détroyat Associés

Du fait de la très forte progression du cours de l'action Wabtec sur les cinq dernières années, la parité d'échange s'est fortement réduite jusqu'à l'annonce du premier projet d'offre. Au 24 juillet 2015,

le cours de clôture de l'action Faiveley s'établissait à 71,00 €, tandis que l'action Wabtec s'établissait à 91,34 \$ soit 83,20 €. Les cours de bourse pré-offre extériorisaient alors une parité d'échange de 0,853 action Wabtec par action Faiveley.

Depuis l'annonce, l'ajustement du cours de l'action Faiveley sur le prix proposé dans le cadre de la branche numéraire et la baisse du cours de Wabtec ont engendré une forte progression de la parité d'échange. Au 23 novembre 2016, la parité s'établissait à 1,204 action Wabtec par action Faiveley, après avoir atteint 1,700 action Wabtec par action Faiveley le 9 février 2016.

Primes extériorisées par la branche échange

Tableau 11 : Parités d'échange et primes sur la branche échange au 23 novembre 2016¹¹

Parités d'échange (X action(s) Wabtec pour 1 action Faiveley)	Ratio d'échange	Prime	
23-nov.-16	1,20	-4,2%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 10 derniers jours	1,23	-6,2%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 1 mois	1,33	-13,1%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 3 mois	1,36	-15,2%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 6 mois	1,37	-15,9%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 1 an	1,39	-17,2%	
<i>Plus haut sur 1 an</i>	9-févr.-16	1,70	-32,3%
<i>Plus bas sur 1 an</i>	23-nov.-16	1,20	-4,2%

Sources : Bloomberg, Déstroyat Associés

Malgré la hausse récente du cours de l'action Wabtec, le ratio d'échange de 1,154 (15 actions Wabtec pour 13 actions Faiveley) proposé aux actionnaires minoritaires extériorise une décote de -4,2% par rapport à la parité calculée sur les cours moyens pondérés par les volumes au 23 novembre 2016 et de -4,4% par rapport à celui calculé sur les cours de clôture à cette même date.

Pour information, le tableau 12 indique les parités d'échange implicites avant l'annonce du premier projet d'offre publique et les primes qui auraient été extériorisées sur cette base.

Tableau 12 : Parités d'échange et primes sur la branche échange au 24 juillet 2015¹²

Parités d'échange (X action(s) Wabtec pour 1 action Faiveley)	Ratio d'échange	Prime	
24-juil.-15	0,82	39,9%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 10 derniers jours	0,79	46,1%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 1 mois	0,79	46,8%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 3 mois	0,72	61,2%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 6 mois	0,69	68,3%	
Moyenne des parités calculées sur les moyennes de VWAP sur 1 an	0,71	61,5%	
<i>Plus haut sur 1 an</i>	1-août-14	0,86	34,5%
<i>Plus bas sur 1 an</i>	23-avr.-15	0,59	95,4%

Sources : Bloomberg, Déstroyat Associés

¹¹ Les cours et cours moyens pondérés sont corrigés des versements de dividendes pour Faiveley et Wabtec.

¹² Les cours et cours moyens pondérés sont corrigés des dividendes pour Faiveley et Wabtec

V.A. Les méthodes écartées

V.A.1. Méthode de l'Actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par Faiveley s'établit à 42,5 € par action au 30 septembre 2016, et celui de Wabtec à 19,4 \$ par action.

V.A.2. Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

V.A.3. Valorisation par les dividendes

Les deux sociétés n'étant pas considérées comme des valeurs de rendement, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue. Il lui a été substitué une méthode *DCF to equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible.

V.B. Les méthodes retenues

V.B.1. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Cette méthode est d'autant moins applicable dans le cas présent qu'une période de près d'un an et demi s'est écoulée entre l'annonce de la première offre et le dépôt du projet d'Offre.

Si l'on considère le prix d'offre de la branche numéraire (100,0 €) par rapport aux objectifs de cours, ce prix extériorise une forte prime (+40,9%) par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes sur Faiveley¹³ (71,0 €) au 24 juillet 2015, veille de l'annonce du premier projet d'offre.

Depuis lors, les objectifs de cours des analystes qui suivent encore Faiveley se sont alignés sur le prix de la première offre, tandis que tant le cours que les objectifs de cours sur Wabtec ont subi l'impact de la dégradation du fret américain. La moyenne des objectifs de cours des analystes¹⁴ pour l'action Wabtec s'établit à 84,9 \$ au 23 novembre 2016, soit une parité d'échange de 1,26 par rapport à la moyenne des objectifs de cours pour l'action Faiveley ayant convergé depuis l'annonce vers le prix d'offre de 100,0 €.

V.B.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, et des éléments de contexte économique et concurrentiel, Faiveley et Wabtec ont été modélisées selon les principes utilisés de manière indépendante par Détroyat Associés pour la mise en oeuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 3). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers de Détroyat Associés : un modèle de

¹³ Sur la base d'un consensus de 5 analystes brokers

¹⁴ Sur la base d'un consensus de 9 analystes brokers

valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs. Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Détoyat Associés auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Faiveley et Wabtec ont été évaluées en *stand-alone*, sans impact de l'Offre, sur la base des conditions de marché au 23 novembre 2016.

Les synergies attendues de la mise en œuvre du rapprochement entre les deux sociétés sont limitées par l'absence de recoupement de leurs activités en Europe (la situation étant assez voisine aux Etats-Unis). Wabtec a communiqué le 1^{er} décembre 2016 avoir identifié des synergies de coûts d'environ d'au moins 50 M\$ par an sur la base de la mutualisation de certaines fonctions et de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, sans que ces synergies ne soient détaillées. Cette estimation représente environ 0,6% de la valeur d'entreprise cumulée des deux sociétés et n'impacte pas significativement leur valorisation.

V.B.2.a. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Faiveley

Plan d'affaires communiqué par Faiveley

Faiveley a communiqué à Détoyat Associés un plan d'affaires établi au mois de mars 2016 et mis à jour en date du 3 juin 2016 sur la base des taux de change moyens au 31 mars 2016. Les données issues du plan d'affaires ont été estimées sur une base *stand-alone*, et ne prennent pas en compte les effets du rapprochement avec Wabtec. Seuls les coûts de transaction relatifs à l'opération ont été pris en compte dans le compte de résultat. Par ailleurs, les impacts des cessions qui seront réalisées par le groupe dans le cadre de cette opération de rapprochement (cession de la *joint-venture* avec Amsted Rail et de Faiveley Transport Gennevilliers) n'ont à ce jour pas été pris en compte dans la modélisation.

Le plan d'affaires de la société atteint une croissance sur la période 2016-2018¹⁵ légèrement supérieure à celle des cinq derniers exercices. La croissance sera tirée sur toute la durée du plan par le développement de l'activité de Services (dont le total des ventes atteindra presque 50% du chiffre d'affaires du groupe sur l'exercice 2018), et par une reprise dans le secteur de l'*Original Equipement* (OE), que ce soit pour l'activité de freins, de portes palières ou de chauffage et climatisation. La société a en effet enregistré une forte croissance de son carnet de commandes lors des exercices 2013, 2014 et 2015 (+16%, +6% et +3% respectivement) et dont les effets seront visibles (pour les contrats en OE) sur les ventes des exercices 2016 et 2017. L'impact des contrats sur le chiffre d'affaires intervient en général deux à trois ans après enregistrement de la commande. Au 31 mars 2016 le carnet de commandes représentait l'équivalent de 32 mois de chiffre d'affaires pour les activités Première Monte et environ 9 mois de chiffre d'affaires pour les activités Services.

L'exercice 2016 devrait voir se poursuivre la remontée du niveau de marge opérationnelle entamée en 2015. La société est parvenue à faire progresser son niveau de marge sur contrats enregistrés pour la première fois depuis cinq ans en 2014 et à maintenir cette tendance en 2015. Le niveau de la marge opérationnelle sur l'exercice 2015 a été justifié par l'impact des très nombreux projets engagés (audit, méthodologique, etc.) et la mise en place du projet *Creating Value 2018* qui a

¹⁵ 2016-2018 correspond aux années d'exercices indiquées dans le plan d'affaires et non aux années calendaires. Faiveley publiant ses comptes au 31 mars, l'exercice 2018 s'étend jusqu'en mars 2019.

eu pour effet de faire augmenter le niveau des frais commerciaux. Dès lors, la base de marge devrait être plus élevée sur les prochains exercices. Par ailleurs, les efforts de coûts engagés par le groupe, et le développement de l'activité de Services (activité à forte marge) permettent de justifier la hausse de la marge opérationnelle sur les prochaines années. Concernant la marge opérationnelle de la division *Access & Mobility*, la hausse significative est expliquée par la montée en cadence sur d'anciens contrats et un meilleur mix grâce aux nouveaux projets engagés (Santiago, RATP, NWRL). La société prévoit d'atteindre une marge d'EBIT ajustée sur l'exercice 2018 supérieure au niveau moyen généré sur la période 2009-2015.

Les investissements prévus par la société pour les prochaines années concernent majoritairement le développement des installations informatiques du groupe et d'un projet en République Tchèque. Par ailleurs, la société va investir dans une nouvelle ligne de logistique automatisée à Witten et dans la construction d'un nouvel atelier pour les composants de freins à Shanghai. Comme en 2015, les montants investis sur l'exercice 2016 seront élevés mais ils reviendront par la suite vers des niveaux plus en lien avec les montants historiques (environ 2,0% du chiffre d'affaires).

Le Besoin en Fonds de Roulement de la société progresse de manière assez constante sur toute la durée du plan. Il convient de rappeler que le BFR de la société a évolué de façon assez linéaire sur la période 2009-2015. Le plan d'affaires ne communique en revanche qu'une évolution du BFR ne prenant pas en compte la politique de *factoring* de la société.

Prorogation du plan d'affaires et estimation des données prévisionnelles

Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 3, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à moyen et long terme sur le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité et le niveau de marges sont progressivement réduits, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés du secteur dans Trival® ;
- Le niveau d'investissement et le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires sont légèrement rehaussés entre 2019 et 2020 par rapport aux prévisions 2016-2018, puis ils décroissent au fur et à mesure de la normalisation de la croissance de la société jusqu'à atteindre 12% du chiffre d'affaires en lien avec les données historiques et prise en compte de la politique de *factoring* ;
- Le taux d'imposition estimé par la société pour l'exercice 2015 a été de 29,6%, et est utilisé par Détroyat Associés tout au long du plan d'affaires. A partir de 2019, Détroyat Associés retient un taux d'impôt normatif de 30%, en lien avec les prévisions du management ;
- Le modèle *DCF to equity* intègre une contrainte d'endettement cible de 20% à partir de 2022. La typologie du bilan (actifs corporels, actifs incorporels, BFR), l'intensité capitalistique, la typologie des activités et leur cyclicité sont caractéristiques d'une activité et s'accompagnent d'une structure financière normative. Entre 2015 et 2019, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont calculés à partir des prévisions de la société sur les dividendes, qui permettent de poursuivre la politique de désendettement. Ensuite, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2050 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle d'actualisation des free cash-flows générés, *DCF to firm*).

Les tendances du plan d'affaires et de l'extrapolation sont les suivantes :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires d'environ +2,9% entre 2015 et 2025, de +2,2% entre 2025 et 2035, de +1,8% entre 2035 et 2050, et de +2,2% entre 2019 et 2050 ;
- Une marge d'EBITDA moyenne de 14,2% entre 2015 et 2025, de 13,5% entre 2025 et 2035, de 10,7% entre 2035 et 2050, et de 12,5% entre 2019 et 2050 ;
- Un BFR représentant sur toute la période de prorogation (2019-2050) environ 18% du chiffre d'affaires ;
- Des investissements sur toute la période de prorogation (2019-2050) représentant environ 2,1% du chiffre d'affaires ;
- Des dotations aux amortissements et des investissements représentant sur toute la durée de prévision environ 2,0% du chiffre d'affaires.

Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur fonds propres normative.

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital de Faiveley était de 14 760 496¹⁶ actions au 16 novembre 2016. Au 16 novembre 2016, le groupe détenait 89 437¹⁷ actions au titre de l'autocontrôle.

Au 16 novembre 2016, il existait 60 100 options de souscription et/ou d'achat d'action en circulation, exerçables depuis le 23 novembre 2013 et de prix d'exercice 54,91 €.

Au 16 novembre 2016, il existait également 30 384 actions gratuites attribuées, dont la disponibilité a été fixée au 15 janvier 2017, qui pourront être apportées à l'Offre compte tenu de son calendrier prévisionnel.

Au 16 novembre 2016, il existait également 200 056 actions gratuites de performances attribuées par la Société dont la période d'Acquisition n'est pas terminée, et 201 677 actions gratuites de performance d'ores et déjà acquises (et donc incluses dans le nombre de titres actuel) mais encore en période de conservation.

Par conséquent, le nombre d'actions retenu par Détroyat Associés dans le cadre de ses travaux d'évaluation se décompose comme suit :

- 14 760 496 actions en circulation ;
- 89 437 actions détenues en autocontrôle ;
- + 60 100 actions issues de l'exercice des options ;
- + 30 384 actions gratuites en période d'acquisition ;
- + 200 056 actions gratuites de performance en période d'acquisition ;

Le nombre d'actions retenu en hypothèse de dilution totale est donc de 14 961 599 actions.

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

Certaines des méthodes de valorisation décrites ci-après (méthode de valorisation intrinsèque *DCF to firm*, ou méthode des multiples) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des

¹⁶ Le nombre d'actions Faiveley en circulation au 30 novembre 2016 était de 14 756 996 actions.

¹⁷ Le nombre d'actions auto-détenues par Faiveley était de 82 537 au 30 novembre 2016.

provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin septembre 2016, Détoyat Associés a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Faiveley :

- les emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit ;
- les disponibilités et investissements à court terme (intégrant l'impact du dividende versé le 5 octobre 2016 au titre de l'exercice 2015/2016) ;
- les provisions pour indemnité de départ en retraite après impôt ;
- les pertes fiscales reportables activées à l'actif de Faiveley¹⁸ ;
- les intérêts minoritaires retenus à leur valeur au bilan ;
- les mises en équivalence ;
- les autres actifs financiers non courants ;
- le prix d'exercice des options de souscription d'action.

Tableau 13 : Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)

Dettes financières brutes	(387,27)
Trésorerie	211,1
Options de souscription d'action	3,3
Dettes financières nettes	(172,9)
Intérêts minoritaires	(16,6)
Mises en équivalence	22,3
Pertes fiscales reportables	13,8
Provisions pour retraites après impôt	(33,7)
Autres actifs financiers non courants	14,5
Total des éléments de passage	(172,6)

Sources : Faiveley, Détoyat Associés

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retranchent -172,6 M€.

Coût des fonds propres après impôt utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs de Détoyat Associés pour son modèle Trival® de *DCF to equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Le risque relatif de Faiveley résulte des éléments suivants :

- sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (Tableau 4), le risque de prévision retenu est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5¹⁹. Cette note de risque financier est de 4 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la société, mais aussi sa taille, sa capacité à générer des *cash-flows* opérationnels significatifs dans les prochaines années et à réduire sa dette jusqu'au niveau de levier cible. Cette note de risque financier est conforme à celle des principaux équipementiers ferroviaires de l'échantillon suivi par Détoyat Associés.

¹⁸ Le montant des pertes fiscales reportables est celui inscrit au bilan de Faiveley en date du 31 mars 2016.

¹⁹ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau d'endettement (cible) retenu et est calculé automatiquement.

- le risque sectoriel s'élève à 1,01 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx *Industrials*.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre Faiveley s'établit à 1,16 au 23 novembre 2016 et son coefficient d'illiquidité en bourse²⁰ est de 1,10. Après application de ces coefficients aux primes moyennes constatées sur les trois derniers mois par Détroyat Associés, le coût des fonds propres après impôt de Faiveley ressort à 8,62%.

Coût moyen pondéré du capital utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

La méthode directe d'estimation du coût moyen pondéré des capitaux, utilisée par Détroyat Associés dans son modèle de *DCF to firm* (ou encore « plan WACC », cf. annexe), décompose le coût moyen des capitaux en fonction du risque opérationnel de l'entité et de la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de Faiveley résulte de l'analyse des mêmes éléments que ceux utilisés pour l'estimation du risque relatif, à l'exception du risque financier, qui est neutralisé. Le coefficient d'illiquidité est remplacé par un coefficient de taille, calculé en valeur de marché, et qui s'établit à 1,22 sur la base de la valeur d'entreprise, intégrant la capitalisation boursière avant l'offre de Wabtec.

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût moyen pondéré des capitaux après impôt obtenu par Détroyat Associés s'élève à 7,26% pour Faiveley.

Tableau 14 : Coût des fonds propres et WACC après impôt de Faiveley au 23 novembre 2016

	Paramètres de marché (Moyenne 3M au 23/11/2016)	Paramètres Faiveley
Prime de risque au sein des actions	7,86%	9,13% = (7,86% * 1,16)
Prime d'illiquidité au sein des actions	1,30%	1,43% = (1,30% * 1,10)
Ordonnée à l'origine	(1,93%)	(1,93%)
Coût des fonds propres après impôt	7,23%	8,62%
	Paramètres de marché (Moyenne 3M au 23/11/2016)	Paramètres Faiveley
Prime de risque opérationnel	6,55%	6,75% = (6,55% * 1,03)
Prime de taille au sein des actions	3,37%	4,10% = (3,37% * 1,22)
Ordonnée à l'origine	(3,59%)	(3,59%)
WACC après impôt	6,33%	7,26%

Sources : Détroyat Associés

Au 23 novembre 2016, la valorisation de Faiveley par les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm* aboutit aux résultats présentés dans le Tableau 15.

L'évaluation de Faiveley par la méthode *DCF to equity* et sur la base de la moyenne 3 mois du coût des fonds propres après impôt s'établit à 78,55 €. La branche numéraire extériorise une prime de +27,3% par rapport à cette valorisation.

L'évaluation de Faiveley par la méthode *DCF to firm* et sur la base de la moyenne 3 mois du coût moyen pondéré des capitaux après impôt s'établit à 90,06 €. La branche numéraire extériorise une prime de +11.0% par rapport à cette valorisation.

²⁰ Le coefficient d'illiquidité dans Trival® tient compte du flottant en masse et des montants absorbables (volumes absorbés dans une variation de +/- 1% du cours de la société).

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Les tableaux qui suivent présentent une analyse de sensibilité des résultats obtenus à plusieurs des paramètres utilisés.

■ Sensibilité au taux d'actualisation :

Tableau 15 : Analyse de la sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de Faiveley au 23 novembre 2016

		Coût des fonds propres après impôt de Faiveley				
		Min	Spot	3M	12M	Max
		8,13%	8,61%	8,62%	8,76%	9,94%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Equity	83,65 €	78,65 €	78,55 €	77,18 €	66,91 €
	Prix de l'Offre	100,00 €				
	Prime DCF to Equity	19,55%	27,15%	27,31%	29,57%	49,45%
		WACC après impôt de Faiveley				
		Min	Spot	3M	12M	Max
		7,09%	7,24%	7,26%	7,32%	7,70%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Firm	92,45 €	90,33 €	90,06 €	89,25 €	84,37 €
	Prix de l'Offre	100,00 €				
	Prime DCF to Firm	8,17%	10,71%	11,04%	12,04%	18,53%

Sources : Détroyat Associés

■ Sensibilité au taux de croissance à long terme :

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valorisation aux variations du taux de croissance à long-terme.

Tableau 16 : Analyse de la sensibilité à la croissance de la valorisation de Faiveley au 23 novembre 2016

		Sensibilité à la croissance				
		-1%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Equity	72,93 €	75,63 €	78,55 €	81,70 €	85,11 €
	Prix de l'Offre	100,00 €				
	Prime DCF to Equity	37,12%	32,22%	27,31%	22,40%	17,50%
		Sensibilité à la croissance				
		-1%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Firm	82,58 €	86,17 €	90,06 €	94,28 €	98,87 €
	Prix de l'Offre	100,00 €				
	Prime DCF to Firm	21,09%	16,05%	11,04%	6,07%	1,14%

Sources : Détroyat Associés

■ Sensibilité au taux de marge à long terme :

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valorisation aux variations des taux de marge anticipés au-delà de l'horizon du plan d'affaires de la Société.

Tableau 17 : Analyse de la sensibilité à la marge opérationnelle de la valorisation de Faiveley au 23 novembre 2016

		Sensibilité à la marge opérationnelle				
		-1%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Equity	72,22 €	75,39 €	78,55 €	81,72 €	84,88 €
	Prix de l'Offre			100,00 €		
	Prime DCF to Equity	38,47%	32,64%	27,31%	22,37%	17,81%

		Sensibilité à la marge opérationnelle				
		-1%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Faiveley	DCF to Firm	82,14 €	86,10 €	90,06 €	94,02 €	97,97 €
	Prix de l'Offre			100,00 €		
	Prime DCF to Firm	21,74%	16,14%	11,04%	6,36%	2,07%

Sources : Détroyat Associés

La valorisation de Faiveley s'avère être très légèrement plus sensible aux variations de la croissance que de la marge opérationnelle.

V.B.2.b. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Wabtec

Consensus d'analystes pour 2016 et 2017

Détroyat Associés a construit un plan d'affaires à partir d'un consensus d'analystes au 23 novembre 2016. Le plan d'affaires s'étend sur deux années consécutives 2016-2017 en retenant les principaux agrégats financiers publiés par 9 analystes financiers²¹ depuis l'annonce des résultats des 9 premiers mois de l'année 2016. Le manque d'informations sur les années postérieures à 2017 explique que ce consensus n'ait été retenu pour l'élaboration du plan d'affaires que sur les deux prochaines années.

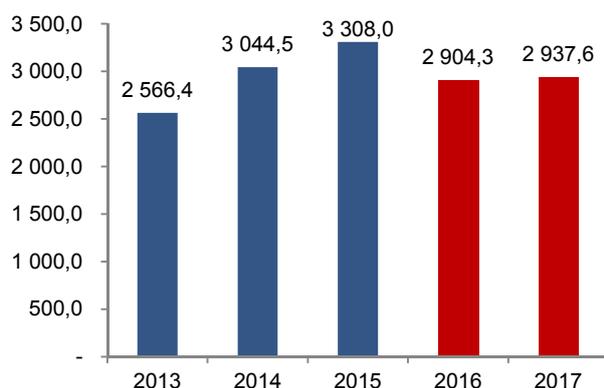
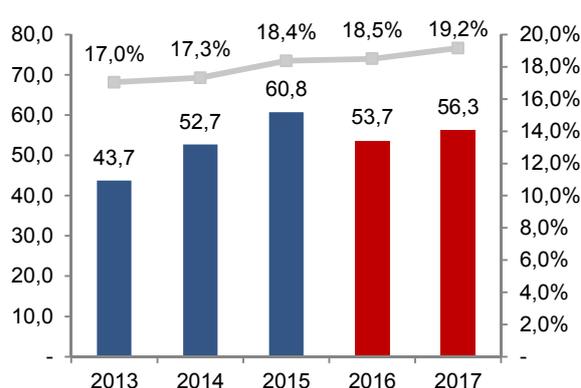
Les notes d'analystes retenues présentent les principales prévisions nécessaires à la construction des flux prévisionnels. Cette valorisation par consensus des analystes nécessite l'application d'un filtre de sélections des notes afin de retenir un échantillon cohérent et robuste.

■ Filtre de sélection des analyses analystes financiers :

- présentation de 2 années consécutives de prévisions incluant le chiffre d'affaires et l'EBIT ;
- analyses *stand-alone*, hors intégration de Faiveley.

L'activité de Wabtec a connu une forte croissance sur la période 2013-2015 (cf [III.E] Analyse financière de Wabtec). Cependant, cette hausse du chiffre d'affaires de la société a surtout été le fruit d'une politique de croissance externe sélective et ambitieuse, qui a abouti à une croissance annuelle moyenne de +13,9%.

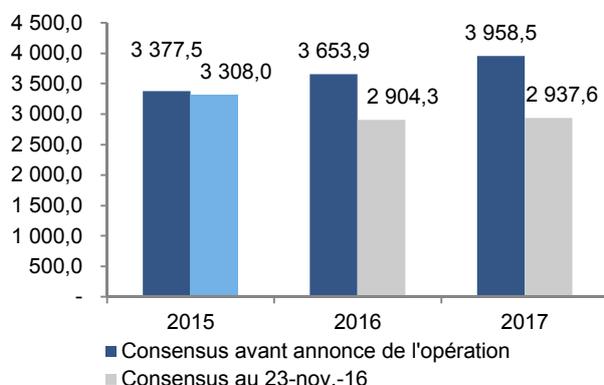
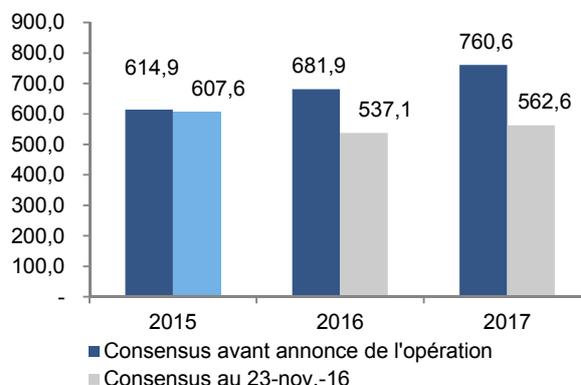
²¹ Avondale Partners, Great Lakes Review, KeyBanc Capital Markets, Longbow Research, Raymond James & Associates, Stifel, Wunderlich Securities, Wells Fargo Securities, Wellington Shields & Co, William Blair & Company

Graphique 34 : Evolution du chiffre d'affaires (M\$)

Graphique 35 : Evolution de l'EBIT (M\$) et marge


Sources : Wabtec, Détröyat Associés

Le consensus d'analystes sur la période 2016E et 2017E prévoit une baisse du chiffre d'affaire de -12,2% en 2016, après publication d'un chiffre d'affaires sur 9 mois en baisse de -12,3%, puis une reprise de la croissance en 2017 avec +1,1%. Cette baisse du chiffre d'affaires est principalement liée à la forte exposition de Wabtec au marché du fret ferroviaire : après avoir atteint des niveaux très élevés en 2014/2015, il s'est retourné depuis l'automne 2015, plus particulièrement en Chine et aux Etats-Unis, et conduit les analystes à la prudence sur les volumes d'activité de Wabtec à très court-terme.

Les graphiques 36 et 37 ci-dessous représentent l'évolution des prévisions du consensus sur Wabtec depuis l'annonce de l'opération.

Graphique 36 : Evolution récente du consensus de chiffre d'affaires (M\$)

Graphique 37 : Evolution récente du consensus d'EBIT (M\$)


Sources : Wabtec, Détröyat Associés

Malgré les prévisions de chiffre d'affaires en baisse, le consensus d'analystes prévoit une marge d'EBIT en légère progression en 2016 et 2017 par rapport au point haut atteint en 2015, de respectivement +10 et +70 points de base. Les dépenses d'investissement sont maintenues relativement stables par le consensus d'analystes et représentent environ 1,7% du chiffre d'affaires en 2016 et 2017, conforme au niveau de 2015 et à la moyenne sur les quatre dernières années. Du fait du manque d'informations communiquées par les analystes sur leurs prévisions de besoin en fonds de roulement, celui-ci a été maintenu à un niveau normatif de 12,0% du chiffre d'affaires.

Autres informations et prorogation du consensus

Les prévisions du consensus d'analystes pour les années 2016 et 2017 ont été prolongées par Détroyat Associés sur trois années supplémentaires, soit la période 2018-2020.

Détroyat Associés modélise une forte remontée de la croissance organique sur cette période, soit une progression moyenne annuelle du chiffre d'affaires de +5,0%, notamment à la faveur de la reprise anticipée du marché du fret de marchandises. La marge d'EBIT atteint 18,9% en 2018, très légèrement inférieure aux prévisions du consensus en 2017, 18,5% en 2019 puis 18,0% en 2020. Les investissements sont légèrement en progression au regard de la reprise de la croissance en 2018 et s'établissent entre 1,8% et 2,0% du chiffre d'affaires. Le besoin en fonds de roulement est maintenu à 12,0% du chiffre d'affaires.

Le taux d'impôt sur les sociétés est également considéré comme stable sur la période 2016-2020 à un niveau de 31,0%, conforme aux dernières années.

L'élaboration du *DCF to equity* nécessite également la modélisation du coût de la dette, maintenu stable à 3,0% de la dette nette tout au long du plan d'affaires. Ce niveau a été établi à partir de l'analyse de la dette actuelle et du risque financier de la société, présenté plus bas.

Estimation des données prévisionnelles

Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 3, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- les prévisions à moyen et long terme sur le chiffre d'affaires et la marge d'EBIT sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité et le niveau de marges sont progressivement réduits, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés du secteur dans Trival® ;
- le niveau d'investissement et le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires sont en légère décroissance au fur et à mesure de la normalisation de la croissance de la société ;
- le modèle *DCF to Equity* intègre une contrainte d'endettement cible de 15,0% à partir de 2021, inférieure à celle retenue pour Faiveley. Entre 2016 et 2020, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont calculés à partir des prévisions de Détroyat Associés sur la capacité de la société à verser des dividendes, tout en réduisant sa dette vers le niveau cible. Ensuite, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible ;
- en cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2050 (modèle d'actualisation des flux disponibles pour les actionnaires, *DCF to equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle d'actualisation des cash-flows libres générés, *DCF to firm*).

En agrégeant les prévisions du consensus d'analyste et l'extrapolation réalisée par Détroyat Associés, les principaux agrégats de la société évoluent de la façon suivante :

- une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de -5,8% entre 2015 et 2017, puis +5,0% entre 2018 et 2020, +3,1% entre 2021 et 2030 puis +2,0% entre 2031 et 2050 ;
- une baisse annuelle moyenne de l'EBITDA de -0,5% entre 2015 et 2020, +1,1% entre 2021 et 2030 puis +0,2% entre 2031 et 2050 (mise en œuvre du principe de décroissance de la rente sur longue période afin d'atteindre une rentabilité normative des fonds propres) ;
- un BFR représentant sur toute la période de prévision environ 11,0% du chiffre d'affaires ;

- des dotations aux amortissements et des investissements représentant sur toute la durée de prévision 1,4% du chiffre d'affaires ;
- conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival® la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur fonds propres normative.

Coût du capital et coût des fonds propres après impôt utilisés pour l'actualisation des flux prévisionnels

Les calculs du coût du capital et du coût des fonds propres utilisés pour l'actualisation des flux prévisionnels de Wabtec sont effectués selon une méthodologie similaire à celle employée pour Faiveley.

Le risque relatif de Wabtec s'établit à 0,92. Les paramètres de sa détermination sont identiques à ceux de Faiveley (risque de prévision, risque sectoriel) à l'exception de la note de risque financier à 2 (contre 4 pour Faiveley) en raison d'une structure financière plus favorable.

Après application des coefficients propres au titre Wabtec aux paramètres de marché calculés en moyenne sur 3 mois au 23 novembre 2016, le coût des fonds propres obtenu par Détroyat Associés s'établit à 6,40%.

Compte tenu du faible endettement de Wabtec, le coût du capital est supposé égal au coût des fonds propres, soit 6,40% en moyenne sur 3 mois au 23 novembre 2016.

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

Détroyat Associés a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Wabtec, sur la base des comptes publiés au 30 septembre 2016 :

- la dette à court et long terme ;
- la trésorerie et les équivalents de trésorerie ;
- le dépôt en consignation au titre des acquisitions en cours, qui concerne en majeure partie Faiveley, réintégré à la trésorerie dans le cadre de notre valorisation *stand-alone* ;
- la trésorerie générée par l'exercice des *stock-options* ;
- les provisions pour indemnité de départ en retraite, après prise en compte de la fiscalité ;
- les pertes fiscales reportables activées ;
- les provisions et autres passifs ;
- les intérêts minoritaires retenus à leur valeur au bilan.

Tableau 18 : Éléments de passage de la valeur d'entreprise aux fonds propres (M\$)

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 sept.2016	M\$
Dettes nettes	(569,5)
Dépôts en consignation pour les acquisitions en cours, y compris Faiveley	210,0
Trésorerie générée par l'exercice des <i>stock-options</i>	39,1
Engagements de retraite, fiscalisés	(38,9)
Déficits fiscaux reportables	1,0
Autres passifs à long terme	(22,8)
Intérêts minoritaires	(3,4)
Somme des éléments de passages au 30 septembre 2016	(384,6)

Source : Wabtec, Détröyat Associés

L'ensemble des ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise de Wabtec à la valeur des fonds propres retranche -384,6 M\$.

Détermination du nombre d'actions de Wabtec

Au 30 septembre 2016, le nombre d'actions après autocontrôle composant le capital de Wabtec est de 89 065 387. L'exercice éventuel des différents plans d'options ouverts impose la prise en compte de 1 109 867 options dans la monnaie, dont le prix d'exercice moyen est de 35,23 \$. De la même manière, les actions gratuites et les actions de performance attribuées, respectivement 328 620 et 424 750, sont également prises en compte. Le nombre d'actions retenu dans la modélisation de Détröyat Associés est donc de 90 928 624.

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Les tableaux qui suivent présentent une analyse de sensibilité des résultats obtenus à plusieurs des paramètres utilisés.

■ Sensibilité au taux d'actualisation :

Tableau 19 : Analyse de la sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de Wabtec au 23 novembre 2016

		Coût des fonds propres				
		Min	3M	Spot	12M	Max
		6,02%	6,40%	6,50%	6,53%	7,40%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Equity	72,48 \$	69,02 \$	68,18 \$	67,89 \$	61,11 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016		86,96 \$			
	<i>Décote par rapport au cours</i>	(16,6%)	(20,6%)	(21,6%)	(21,9%)	(29,7%)
		Coût du capital				
		Min	3M	Spot	12M	Max
		6,02%	6,40%	6,50%	6,53%	7,40%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Firm	73,24 \$	69,73 \$	68,87 \$	68,59 \$	61,70 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016		86,96 \$			
	<i>Décote par rapport au cours</i>	(15,8%)	(19,8%)	(20,8%)	(21,1%)	(29,1%)

Source : Détröyat Associés

Au 23 novembre 2016, la valorisation de Wabtec par la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valeur centrale de 69,02 \$ par action Wabtec, soit une décote de -20,6% par rapport au cours de

clôture de l'action de 86,96 \$. A cette même date, la valorisation de Wabtec par la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valeur centrale de 69,73 \$, soit une décote de -19,8%.

■ **Sensibilité au taux de croissance à long terme :**

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valorisation aux variations du taux de croissance à long-terme.

Tableau 20 : Analyse de la sensibilité à la croissance de la valorisation de Wabtec au 23 novembre 2016

		Sensibilité à la croissance				
		-1,0%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Equity	63,23 \$	66,01 \$	69,02 \$	72,28 \$	75,83 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016	86,96 \$				
	Décote par rapport au cours	(27,3%)	(24,1%)	(20,6%)	(16,9%)	(12,8%)
		Sensibilité à la croissance				
		-1,0%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Firm	63,61 \$	66,54 \$	69,73 \$	73,18 \$	76,93 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016	86,96 \$				
	Décote par rapport au cours	(26,9%)	(23,5%)	(19,8%)	(15,8%)	(11,5%)

■ **Sensibilité au taux de marge à long terme :**

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valorisation aux variations des taux de marge anticipés au-delà de l'exercice 2018.

Tableau 21 : Analyse de la sensibilité à la marge opérationnelle de la valorisation de Wabtec au 23 novembre 2016

		Sensibilité à la marge opérationnelle				
		-1,0%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Equity	65,15 \$	67,08 \$	69,02 \$	70,95 \$	72,89 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016	86,96 \$				
	Décote par rapport au cours	(25,1%)	(22,9%)	(20,6%)	(18,4%)	(16,2%)
		Sensibilité à la marge opérationnelle				
		-1,0%	-0,5%	hyp. Centrale	0,5%	1,0%
Valeur de l'action Wabtec	Prix de l'action DCF to Firm	65,60 \$	67,66 \$	69,73 \$	71,79 \$	73,85 \$
	Prix de l'action au 23 novembre 2016	86,96 \$				
	Décote par rapport au cours	(24,6%)	(22,2%)	(19,8%)	(17,4%)	(15,1%)

Sources : Détroyat Associés

La valorisation de Wabtec s'avère être très légèrement plus sensible aux variations de la croissance que de la marge opérationnelle tout comme celle de Faiveley.

Primes extériorisées par la branche échange en titres

Tableau 22 : Parités d'échange extériorisés sur la base des valorisations par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* au 23 novembre 2016

	<i>DCF to Firm</i>		<i>DCF to Equity</i>	
	USD	EUR	USD	EUR
+ Valorisation de l'action Wabtec	69,73 \$	65,09 €	69,02 \$	64,43 €
- Dividende de 10 cts détaché le 28 novembre 2016	0,10 \$	0,09 €	0,10 \$	0,09 €
= Valorisation de l'action Wabtec post détachement du div.	69,63 \$	65,00 €	68,92 \$	64,34 €
Valorisation de l'action Faiveley		90,06 €		78,55 €
Parité d'échange		1,386		1,221
Ratio d'échange proposé		1,154		1,154
Prime extériorisée (%)		(16,7%)		(5,5%)

Source : Détroyat Associés

Compte tenu d'une parité euro/dollar de 1,07, les valorisations par les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm* au 23 novembre 2016 extériorisent des parités d'échange respectives de 1,221 et 1,386 post détachement du dividende à verser par Wabtec le 28 novembre 2016, soient des décotes respectives de -5,5% et -16,7% par rapport au ratio d'échange proposé.

V.B.3. Méthode des comparables boursiers

V.B.3.a. Application à Faiveley et Wabtec

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Les activités de Faiveley et Wabtec présentant de nombreuses similarités, le même échantillon de sociétés comparables est utilisé pour la valorisation des deux sociétés. La seule différence tient dans l'intégration de Wabtec à l'échantillon de sociétés comparables retenues pour Faiveley.

Nous avons identifié un échantillon de 8 sociétés comparables cotées opérant sur des domaines d'activités comparables à Faiveley et Wabtec. La société Schaltbau, retenue dans premier temps, a été retirée de l'échantillon suite à la publication de deux « *profit warnings* » (5 septembre 2016 et 9 novembre 2016) qui perturbent la pertinence des multiples.

Afin de déterminer le degré de comparabilité des sociétés cotées identifiées, nous avons construit 2 filtres, chacun constitué de différents critères de comparabilité :

■ Filtre 1 – Activité et présence géographique :

- activité comparable de fabricants d'équipements pour le secteur ferroviaire, fournissant l'ensemble de la chaîne de valeur ;
- présence dans des marchés développés en Europe et en Amérique.

La mise en œuvre de ces critères de comparabilité nous a permis d'identifier 7 sociétés cotées en Europe et en Amérique (en plus de Wabtec) :

- **Europe** : Vossloh, Alstom, Ansaldo, CAF²² et Talgo ;
- **Amérique** : Greenbrier et American Railcar.

■ **Filtre 2 – Exposition et portefeuille d'activités :**

- portefeuille d'activités Fret / Transit équilibré ;
- activité de leasing limitée ;
- chiffre d'affaires et résultat opérationnel en croissance.

La mise en œuvre de ce second filtre nous a conduit à retenir un échantillon « Tier 1 » composé de 6 sociétés considérées comme les plus comparables à Faiveley et Wabtec sur la base des critères de comparabilité retenus et utilisées pour extérioriser la valeur des deux sociétés par la méthode des comparables boursiers. Un échantillon « Tier 2 » composé de 2 sociétés est retenu à titre de référence indicative.

■ **Echantillon Tier 1 :**

- Alstom, Vossloh, Ansaldo, CAF et Talgo (auquel s'ajoute Wabtec pour la valorisation de Faiveley)

■ **Echantillon Tier 2 :**

- Greenbrier et American Railcar

Le positionnement en tant que référence indicative des sociétés américaines est lié à leur très forte exposition au marché du fret américain : Greenbrier et American Railcar réalisent respectivement 93,7% et 94,8% de leur chiffre d'affaires aux Etats-Unis, et sont quasi-exclusivement exposées au marché du fret de marchandises. Du fait des difficultés récentes connues par ce marché (cf. plus haut), cette exposition se retrouve dans les prévisions du consensus sur l'évolution de leur chiffre d'affaires, EBIT et EBITDA à horizon 2018 (cf. Tableau 23).

Le tableau présenté en annexe 1 décrit plus précisément les différentes sociétés retenues, tandis que le Tableau 23 ci-dessous en présente les caractéristiques opérationnelles, en termes de marges et de croissance.

Tableau 23 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

Société	Pays	CA	TCAM 2016-2018			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2015R	CA	EBITDA	EBIT	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Tier 1											
Alstom	France	6 163,0	5,0%	8,6%	9,1%	7,6%	8,0%	8,1%	5,5%	5,8%	5,9%
Vossloh	Allemagne	1 200,7	12,7%	19,9%	30,5%	9,0%	10,1%	10,2%	5,0%	6,2%	6,7%
Ansaldo	Italie	1 383,8	5,4%	4,8%	7,3%	11,0%	10,9%	10,9%	9,5%	9,8%	9,8%
Construcciones	Espagne	1 283,6	15,9%	20,6%	25,9%	11,7%	12,6%	12,6%	8,9%	10,2%	10,5%
Talgo	Espagne	520,7	(0,0%)	(2,4%)	(2,3%)	20,2%	20,4%	19,3%	16,8%	17,1%	16,1%
Moyenne			7,8%	10,3%	14,1%	11,9%	12,4%	12,2%	9,1%	9,8%	9,8%
Médiane			5,4%	8,6%	9,1%	11,0%	10,9%	10,9%	8,9%	9,8%	9,8%
WABTEC	Etats-Unis	3 308,0	1,4%	2,6%	2,6%	20,7%	21,2%	21,2%	18,5%	19,2%	18,9%
Tier 2											
Greenbrier	Etats-Unis	2 605,3	(18,8%)	(32,3%)	(38,6%)	16,1%	13,0%	11,2%	13,5%	9,6%	7,7%
American Railcar	Etats-Unis	889,3	(15,2%)	(12,2%)	(18,4%)	30,4%	32,9%	32,6%	23,1%	22,4%	21,4%
Moyenne			(17,0%)	(22,3%)	(28,5%)	23,3%	22,9%	21,9%	18,3%	16,0%	14,6%
Médiane			(17,0%)	(22,3%)	(28,5%)	23,3%	22,9%	21,9%	18,3%	16,0%	14,6%

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : TCAM : taux de croissance annuel moyen ; données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

²² CAF : Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 24 pour les deux échantillons Tier 1 et Tier 2. Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 23 novembre 2016.

Nous avons retenu les multiples d'EBIT qui tiennent compte à la fois des niveaux de marge opérationnelle et d'intensité capitalistique des sociétés. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre les différentes sociétés, ainsi que les multiples d'EBITDA qui ne permettent pas de prendre en compte l'intensité capitalistique des sociétés ni les différences éventuelles dans les politiques d'amortissement. Les multiples de PER (*Price Earnings Ratio*) sont pour leur part biaisés par les différences de structure financière des sociétés.

Tableau 24 : Multiples boursiers calculés sur la base des moyennes 1 mois des cours pondérés par les volumes quotidiens au 23 novembre 2016 (M€)

Société	Capitalisation boursière	Dette nette	Valeur d'entreprise	VE / EBITDA			VE / EBIT		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Tier 1									
Alstom	5 607,2	226,0	3 561,3	6,8x	5,9x	5,6x	9,5x	8,1x	7,7x
Vossloh	889,8	133,1	1 028,6	11,2x	8,5x	7,3x	20,4x	13,8x	11,1x
Ansaldo	2 083,8	(254,4)	1 781,3	11,2x	10,4x	9,5x	13,0x	11,5x	10,6x
Construcciones	1 199,5	(397,5)	811,4	10,1x	8,0x	6,6x	13,2x	9,9x	7,9x
Talgo	615,4	(6,2)	609,2	6,9x	5,7x	5,0x	8,3x	6,8x	6,0x
Moyenne				9,3x	7,7x	6,8x	12,9x	10,0x	8,7x
Mediane				10,1x	8,0x	6,6x	13,0x	9,9x	7,9x
WABTEC	6 752,6	540,0	7 316,1	12,6x	12,1x	11,8x	14,1x	13,5x	13,2x
Moyenne Tier 1 + WABTEC				9,8x	8,4x	7,6x	13,1x	10,6x	9,4x
Mediane Tier 1 + WABTEC				10,7x	8,2x	6,9x	13,1x	10,7x	9,2x
Tier 2									
Greenbrier	901,2	77,1	1 710,0	4,4x	6,5x	8,3x	5,3x	8,8x	12,0x
American Railcar	716,0	351,1	1 045,9	5,8x	6,5x	7,8x	7,7x	9,6x	11,9x
Moyenne				5,1x	6,5x	8,1x	6,5x	9,2x	12,0x
Mediane				5,1x	6,5x	8,1x	6,5x	9,2x	12,0x

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

En appliquant les multiples d'EBIT moyens 2016, 2017 et 2018 de l'échantillon Tier 1 + Wabtec, soit 13,1x, 10,6x et 9,4x, aux prévisions d'EBIT²³ du plan d'affaires de Faiveley, les résultats de l'évaluation par cette méthode aboutissent à une valeur implicite de 89,58 € par action Faiveley. La branche numéraire fait ainsi apparaître une prime induite de +11,6% par rapport à cette valeur implicite.

Primes extériorisées par la branche échange

En appliquant les multiples d'EBIT moyens 2016, 2017 et 2018 de l'échantillon Tier 1, soit 12,9 x, 10,0x et 8,7x, aux prévisions d'EBIT du consensus construit pour l'évaluation de Wabtec par la méthode DCF, la valeur implicite de l'action Wabtec ressort à 62,31 \$, avant prise en compte du dividende.

²³ L'EBIT utilisé correspond à l'EBIT groupe ajusté du résultat des sociétés mises en équivalence

Tableau 25 : Parités d'échange extériorisées sur la base des valorisations par la méthode des comparables boursiers

	<i>Multiples boursiers</i>	
	USD	EUR
+ Valorisation de l'action Wabtec	62,31 \$	58,17 €
- Dividende de 10 cts détaché le 28 novembre 2016	0,10 \$	0,09 €
= Valorisation de l'action Wabtec post détachement du div.	62,21 \$	58,07 €
Valorisation de l'action Faiveley		89,58 €
Ratio d'échange		1,543
Ratio d'échange proposé		1,154
Prime extériorisée (%)		(25,2%)

Source : CapIQ, Détroiat Associés

Compte tenu d'une parité euro/dollar de 1,07, la valorisation par la méthode des comparables boursiers extériorise une parité d'échange de 1,543 post détachement du dividende à verser par Wabtec le 28 novembre 2016, soit une décote de -25,2% par rapport au ratio d'échange proposé.

V.B.4. Méthode des transactions comparables

La Méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de 8 transactions comparables portant sur une part du capital significative de la cible et annoncées lors des six dernières années. Le détail de ces transactions est présenté en Annexe 2.

Tableau 26 : Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)			Marge (LTM)	
	Nom	Pays	Nom	% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
24-févr.-15	Ansaldo	Italy	Hitachi Rail Europe	40,1%	1 623,5	1,23x	11,4x	13,0x	10,9%	9,5%
04-nov.-15	Vossloh España	Espagne	Stadler Rail	100,0%	172,0	0,77x	nd	nd	nd	nd
11-févr.-14	Fandstan	Royaume-Uni	Wabtec	100,0%	157,8	0,87x	8,2x	9,8x	10,6%	8,8%
28-nov.-12	Invensys Rail	Royaume-Uni	Siemens	100,0%	2 156,4	2,25x	nd	15,0x	nd	15,0%
07-sept.-11	Delachaux	France	Sogrepar	36,3%	1 066,2	1,38x	9,2x	10,4x	15,0%	13,2%
28-avr.-11	STS Rail	Royaume-Uni	Mors Smitt Holding	100,0%	2,7	0,85x	nd	10,0x	nd	8,5%
16-févr.-10	Portec Rail Products	Etats-Unis	FosterThomas	100,0%	86,6	1,14x	7,5x	9,3x	15,3%	12,3%
12-janv.-10	American Railcar Industries	Etats-Unis	Icahn Enterprises	54,3%	127,8	0,43x	4,7x	11,9x	9,2%	3,6%
Moyenne						1,11x	8,2x	11,4x	12,2%	10,1%
Médiane						1,00x	8,2x	10,4x	10,9%	9,5%

Sources : Capital IQ, Détroiat Associés

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

Les transactions évoquées dans la section III n'ont pas été prises en compte par manque d'information.

Si l'acquisition par Hitachi de la participation majoritaire de Finmeccanica dans Ansaldo a été retenue, l'Offre Publique d'Achat lancée sur le groupe suite à cette transaction ne l'a pas été car n'ayant rencontré que très peu de succès (6,4% du capital apporté). A titre informatif, l'offre a été lancée sur la base d'un multiple EV/EBIT de 11,5x. Ansaldo est pris en compte dans la méthode des comparables.

En appliquant le multiple moyen d'EBIT de 11,4x au 23 novembre 2016 et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits précédemment, le prix par action de Faiveley issu de la méthode des transactions comparables ressort à 70,71 €. La branche numéraire fait ainsi apparaître une prime induite de +41,4% par rapport à cette valeur implicite.

Primes extériorisées par la branche échange

En appliquant le multiple moyen d'EBIT de 11,4x au 23 novembre 2016 et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits précédemment, le prix par action de Wabtec issu de la méthode des transactions comparables ressort à 64,03 \$.

Tableau 27 : Parité d'échange extériorisée sur la base des valorisations par la méthode des transactions comparables

	Transactions comparables	
	USD	EUR
+ Valorisation de l'action Wabtec	64,03 \$	59,77 €
- Dividende de 10 cts détaché le 28 novembre 2016	0,10 \$	0,09 €
= Valorisation de l'action Wabtec post détachement du div.	63,93 \$	59,68 €
Valorisation de l'action Faiveley		70,71 €
Parité d'échange		1,185
Ratio d'échange proposé		1,154
Prime extériorisée (%)		(2,6%)

Sources : Capital IQ, Détroiyat Associés

Compte tenu d'une parité euro/dollar de 1,07, la valorisation par la méthode des transactions comparables extériorise une parité d'échange de 1,185, post détachement du dividende à verser par Wabtec le 28 novembre 2016, soit une décote de -2,6% par rapport au ratio d'échange proposé.

V.C. Références d'évaluation

L'analyse des transactions récentes effectuées sur le capital de Faiveley peut constituer une référence supplémentaire dans l'appréciation de l'Offre.

■ Opérations sur le capital par l'équipe de direction :

Thomas Feser, Vice President - Corporate Développement a exercé ses droits sur le capital de Faiveley à travers l'exercice de produits optionnels au cours de l'année 2014. Sur la totalité de l'année 2014, Thomas Feser a cédé 2 153 actions au prix moyen de 51,62 €.

A cours de l'année 2015 et avant le 28 juillet 2015, Thomas Feser est intervenu 10 fois sur le capital de la société à travers l'exercice de produits optionnels. Thomas Feser a ainsi pu céder 20 447 actions Faiveley au prix moyen de 58,66 € par action. Aucune action n'a été cédée à un prix supérieur à 68,52 € (prix de cession de l'opération réalisée le 26 juin 2015).

Le 3 février 2016, Thomas Feser a exercé 7 000 options de prix d'exercice 54,91 € et a ainsi pu céder 7 000 actions de la société au prix de 92,00 € par action. Le cours de clôture en date du 3 février 2016 était de 92,40 € par action.

Serge Choumaker, Membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés, a exercé 5 500 options de prix d'exercice 54,91 € et a ainsi pu céder 5 500 actions de la société au prix de 68,95 € par action. Le cours de clôture en date du 26 juin 2015 était de 69,82 € par action.

Le 27 septembre 2016, Olivier Ravit, Président de la division *Energy & Comfort* chez Faiveley, a exercé 7 000 options de prix d'exercice 54,91 € et a ainsi reçu 7 000 actions de la société dont le cours de clôture était de 97,58 €.

■ **Franchissement de seuil :**

Le 29 janvier 2016, DNCA Finance, a déclaré à l'Autorité des Marchés Financiers avoir dépassé le seuil de détention du capital de la société après acquisition de titres sur le marché. DNCA détient alors 5,81% du capital de la Société et 3,81% des droits de vote.

Le 10 octobre 2016, DNCA Finance a déclaré à l'Autorité des Marchés Financiers avoir dépassé le seuil de détention du capital de la société après acquisition de titres sur le marché. DNCA détient alors 7,64% du capital de la Société et 5,01% des droits de vote.

Le 14 octobre 2016, Syquant Capital, a déclaré à l'AMF avoir franchi à la hausse, le seuil de 5% du capital de Faiveley Transport et détenir, 5,20% du capital et 3,41% des droits de vote de la Société. Le 25 novembre 2016, Syquant Capital a déclaré à l'AMF avoir franchi à la hausse le seuil de 10% du capital de Faiveley Transport et détenir 10,18% du capital. Syquant a cependant déclaré ne pas avoir l'intention de prendre le contrôle du groupe Faiveley Transport, ni de demander une place dans les organes de gouvernance.

■ **Rachat de bloc préalablement à l'Offre :**

Le 30 novembre 2016, Wabtec a finalisé le rachat du bloc de 50,66% du capital de la Société détenu par la famille Faiveley. Ce rachat a été effectué pour 26,8% en numéraire au prix de 100 € par action et pour 73,2% par échange contre des actions ordinaires Wabtec sur la base d'un ratio de 1,125 action ordinaire Wabtec par action Faiveley, auquel il faut ajouter 150.000 actions ordinaires Wabtec, soit un ratio total de 1,1524. Les conditions offertes aux actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre sont donc identiques pour l'Offre principale aux conditions offertes aux actionnaires familiaux et légèrement plus favorables que celles offertes à l'Actionnaire Majoritaire, en ce qui concerne l'Offre subsidiaire en titres (15 actions ordinaires Wabtec pour 13 actions Faiveley, soit un ratio d'échange de 1,154 contre 1,1524 pour les actionnaires familiaux).

VI. Analyse des travaux des banques présentatrices

Société Générale et UBS, banques présentatrices, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères comme cela est usuel. S'agissant d'une offre mixte (en numéraire ou en titres), nous présentons d'abord les méthodes utilisées pour la valorisation individuelle de chacune des sociétés Faiveley et Wabtec, puis les résultats des éléments d'appréciation de l'Offre en numéraire, et enfin les résultats concernant l'Offre en titres.

VI.A. Ajustements de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres et nombre de titres pris en compte

Plusieurs méthodes d'évaluation supposent de déterminer dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont déduits ensuite des éléments de passage pour aboutir à une valeur des fonds propres. Les calculs présentés par Détroyat Associés d'une part, et Société Générale et UBS d'autre part, intègrent quasiment les mêmes éléments de passage. Les principales différences de traitement dans les ajustements de passage entre les calculs présentés par Détroyat Associés et par les banques présentatrices résident dans les points suivants :

- Le nombre d'actions utilisé par les banques présentatrices s'élève à 90 478 985 actions pour Wabtec et 14 928 876 pour Faiveley (contre respectivement 90 928 624 et 14 961 599 dans les calculs présentés par Détroyat Associés). Ces différences, peu significatives, ont pour principale raison la méthode de traitement des instruments dilutifs (*stock-options*) : les banques présentatrices utilisent la « *Treasury*

Stock Method » qui consiste à considérer que la société valorisée utilise les fonds reçus du fait de l'exercice de ces *stock-options* pour racheter sur le marché une partie de ses propres actions, tandis que Détroyat Associés travaille en hypothèse de dilution totale (en considérant la création du nombre d'actions total résultant de l'exercice des options et sa contrepartie en trésorerie). Du fait de cette différence de méthode, Détroyat Associés intègre dans les ajustements de passage entre valeur d'entreprise et fonds propres une trésorerie supplémentaire liée à l'exercice des options de 39,1 M\$ pour Wabtec, et de 3,3 M€ pour Faiveley, en contrepartie d'un nombre de titres plus élevé. L'utilisation de l'une ou l'autre méthode a un impact marginal sur les résultats obtenus en valeur par action.

- Concernant Wabtec, deux différences sont à signaler : Détroyat Associés retient également pour Wabtec les autres passifs à long terme (soit 22,8 M\$), tandis que les banques présentatrices intègrent dans le calcul de la dette le dividende payé à fin novembre (9 M\$, ce montant étant retenu par Détroyat Associés directement dans le calcul de la variation de la dette d'une année sur l'autre).

En définitive, ces différences de méthodologie dans la détermination des ajustements de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres ne sont pas de nature à influencer significativement les valorisations obtenues.

VI.B. Les méthodes écartées

Société Générale et UBS écartent les mêmes méthodes que Détroyat Associés, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué, et par les dividendes actualisés.

VI.C. Les méthodes retenues

Les méthodes utilisées par les banques présentatrices sont identiques pour Faiveley et Wabtec. L'évaluation multi-critères est basée sur quatre approches : l'analyse des cours de bourse, l'actualisation des flux prévisionnels, la valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers, la valorisation par les transactions comparables. L'approche par les objectifs de cours des analystes est présentée à titre indicatif seulement.

VI.C.1. L'analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par Société Générale et UBS est similaire à celle de Détroyat Associés²⁴ à l'exception de l'absence d'utilisation des moyennes 10 jours et 1 an comme références supplémentaires pour l'appréciation du prix de l'Offre.

De manière cohérente avec les travaux de Détroyat Associés, les banques présentent, lorsqu'il s'agit de l'appréciation du prix d'Offre en numéraire, l'analyste du cours de bourse de Faiveley avant l'annonce du premier projet d'offre (le cours du titre Faiveley s'étant depuis lors logiquement rapproché du prix de 100 € par action).

Pour l'analyse de la parité offerte dans le cadre de l'Offre en titres, Société Générale et UBS présentent les résultats sur la base de cours de Faiveley et Wabtec à la date du 24 novembre 2016. Détroyat Associés présente pour sa part son analyse à deux séries de dates : une analyse sur la base des cours au 23 novembre 2016, mais aussi sur la base des cours prévalant avant l'annonce du premier projet d'offre. Cette deuxième série de calcul permet en effet de rendre compte de la prime

²⁴ Il peut néanmoins subsister de très légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée ou la méthode d'ajustement des dividendes.

qui pouvait être offerte avant que les cours de Faiveley ne s'alignent sur le prix de 100 € par action, et avant que le cours de Wabtec ne soit affecté par la mauvaise tenue du fret américain.

VI.C.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Concernant Faiveley :

Société Générale et UBS ont utilisé les éléments présents dans le plan d'affaires de la société pour établir leur valorisation, comme l'a fait Détroyat Associés.

Les banques ont prolongé les estimations jusqu'en 2025, avant de déterminer une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Détroyat Associés a utilisé son modèle Trival. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital. La modélisation retenue par Détroyat Associés dans ses travaux court jusqu'en 2050.

Les flux prévisionnels estimés par Société Générale et UBS d'une part, et par Détroyat Associés d'autre part, sont très proches en ce qui concernent les hypothèses de taux de croissance à long terme des investissements et des amortissements²⁵, ainsi que de taux d'impôt. Ils diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- Partant du taux de croissance de la fin du plan d'affaires de la Société, les banques font converger ce taux vers un taux normatif de +2,25%. Détroyat Associés retient une hypothèse de croissance moyenne sur toute la période de modélisation de 2,0%, un niveau équivalent à celui des sociétés du secteur des biens d'équipement dans Trival®.
- La marge d'EBITDA estimée en normatif par les banques correspond au taux de marge atteint en fin de plan d'affaires. Les marges retenues par Détroyat Associés, bien que supérieures à la moyenne générée sur la durée du plan d'affaires sur la majeure partie de la période de modélisation, sont en moyenne en-deçà des hypothèses de Société Générale et UBS. Cet élément est toutefois compensé par un taux d'actualisation plus faible utilisé par Détroyat Associés.
- Société Générale et UBS retiennent comme hypothèse un niveau de variation de BFR en pourcentage de la variation annuelle du chiffre d'affaires identique à celui constaté en fin de plan d'affaires. Sur la durée de sa modélisation, Détroyat Associés retient des besoins de financement du BFR plus faibles, en liaison aussi avec une croissance qui se ralentit.
- Les travaux des banques aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 8,5%, sur la base d'un taux sans risque de 1,1% (moyenne 3 mois du taux sans risque de maturité 10 ans), d'une prime de risque de marché (moyenne 3 mois de la prime de risque²⁶ au 24 novembre 2016) de 8,9%, d'un coût de la dette après impôt de 1,5% et d'un Bêta endetté de 0,92 calculé à partir de l'échantillon de sociétés utilisé pour Faiveley dans la méthode des comparables, hors Talgo (dans la mesure où ce titre est considéré par les banques présentatrices comme très volatil et perturbant donc le calcul des bêtas). La structure financière retenue est calculée sur la base de ce même échantillon et correspond à un taux d'endettement de 11%. Détroyat Associés dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 5). Notamment, le coût du capital est estimé en

²⁵ Les hypothèses d'investissements au-delà de l'horizon du plan d'affaires retenues par les banques présentatrices et par Détroyat Associés sont équivalentes en moyenne (2,1% du CA pour Détroyat Associés, 2,2% pour les banques). De même, les prévisions d'amortissements sont voisines.

²⁶ Les taux sans risque et les primes de risque sont calculés comme moyenne des données communiquées par Bloomberg pondérées par la répartition géographique du chiffre d'affaires de Faiveley.

neutralisant l'impact de la structure financière à partir du risque opérationnel de la Société et de sa taille. L'estimation du coût du capital intègre également la taille de la Société. Les travaux menés aboutissent à un coût du capital de 7,26% inférieur à celui présenté par Société Générale et UBS. Par ailleurs, Détroyat Associés utilise, outre la méthode des cash-flows prévisionnels (méthode *DCF to firm*), une méthode d'estimation des flux revenant aux actionnaires (méthode *DCF to equity*, en prenant en compte une contrainte de levier d'endettement cible).

En définitive, la valorisation obtenue par Détroyat Associés par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to firm* ou *DCF to equity*) s'élève entre 78,55 € et 90,06 € en valeurs centrales, soit des niveaux en moyenne équivalents à la valorisation médiane des banques (84,3 € en valeur centrale)²⁷.

Concernant Wabtec :

Comme Détroyat Associés, Société Générale et UBS ont utilisé des prévisions de Consensus de Marché sur une durée de deux ans (2016 et 2017), en l'absence de plan d'affaires de Wabtec. Les analystes retenus pour construire ce Consensus sont toutefois légèrement différents²⁸, sans que cela n'ait un impact sur les prévisions ressortant de ces deux Consensus, qui sont très proches. Ces chiffres issus de consensus de marché sont également utilisés dans la méthode des comparables boursiers.

Les banques ont prolongé les estimations jusqu'en 2024, afin de réduire le poids de la valeur terminale de sa modélisation. Dans le cadre de sa modélisation, Détroyat Associés a utilisé, comme pour Faiveley son modèle de valorisation propriétaire.

Les flux prévisionnels estimés par Société Générale et UBS d'une part, et par Détroyat Associés, d'autre part, diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- Les banques retiennent un taux de croissance annuel moyen de +4,2% du chiffre d'affaires entre 2018 et 2024, décroissant vers un taux normatif de +2,3% en 2024 et ensuite. Détroyat Associés retient une hypothèse de croissance moyenne de +4,0% entre 2018 et 2025, puis une croissance sur le reste de la période de modélisation de +2,1%.
- La marge d'EBITDA estimée par les banques en normatif correspond au niveau estimé en fin de période d'extrapolation. Il apparaît assez stable sur toute la période prévisionnelle. Comme pour Faiveley, ce niveau de marge est supérieur aux prévisions à très long terme élaborées par Détroyat Associés, qui retient une hypothèse d'extinction progressive de la rente d'exploitation. Cet effet est, comme pour Faiveley, en partie compensé par un taux d'actualisation plus faible utilisé par Détroyat Associés.
- Les hypothèses d'investissements au-delà de 2025 retenues par les banques présentatrices sont en moyenne sensiblement supérieures à celles estimées par Détroyat Associés. Les prévisions d'amortissements sont ajustées en conséquence.
- Comme pour Faiveley, Société Générale et UBS retiennent comme hypothèse des besoins de financement du BFR plus élevés que ceux prévus par Détroyat Associés

²⁷ Les flux prévisionnels retenus par Détroyat Associés sont un peu plus faibles en terme de marges que ceux des banques, mais sont actualisés à un taux inférieur.

²⁸ Les banques présentatrices ont retenu les prévisions des brokers suivants : Wunderlich, Stifel, Stephens, William Blair, Wells Fargo, Great Lakes, CLSA. Détroyat Associés a pour sa part retenu : Wunderlich, Stifel, William Blair, Wells Fargo, Great Lake, Keybanc Capital Market, Longbow.

■ Les travaux des banques aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 8,2%²⁹, soit un niveau inférieur à celui retenu pour Faiveley. Détroyat Associés aboutit pour sa part à un coût du capital de 6,40%, par sa méthodologie d'estimation du coût du capital ressortant du modèle Trival® déjà mentionné. La différence entre le coût du capital utilisé par Détroyat Associés entre Faiveley et Wabtec résulte de la différence de taille entre les deux sociétés. Comme pour Faiveley, Détroyat Associés utilise, outre la méthode des cash-flows prévisionnels, une méthode d'estimation des flux revenant aux actionnaires (méthode *DCF to equity*, en prenant en compte une contrainte de levier d'endettement cible).

En définitive, la valorisation obtenue par Détroyat Associés par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to firm* ou *DCF to equity*) s'élève entre 64,43 € et 65,09 € par action en valeur centrale³⁰ des niveaux inférieurs à la valorisation retenue par les banques (77,4 € en valeur centrale)³¹.

VI.C.3. La méthode des comparables boursiers

L'échantillon de sociétés considérées comme comparables par Détroyat Associés et par les banques présentatrices est composé d'équipementiers et de constructeurs ferroviaires mais diffère sur la prise en compte de la société Vossloh. Compte tenu de la restructuration actuelle du groupe, et de l'impact potentiel sur les niveaux de multiples extériorisés, les banques présentatrices n'ont pas retenu ce dernier dans leur échantillon.

Outre cette légère différence dans l'échantillon retenu, la mise en œuvre de la Méthode des comparables boursiers par Société Générale et UBS diffère des travaux de Détroyat Associés sur les points suivants :

- La date de référence retenue est légèrement différente (le 23 novembre 2016 pour Détroyat Associés et le 24 novembre 2016 pour les banques présentatrices).
- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : les banques ont calculé la valeur d'entreprise de Faiveley sur la base de multiples d'EBITDA, d'EBIT et de P/E (à titre indicatif) 2017e, et 2018e. Pour les raisons évoquées dans la partie III.C.4, Détroyat Associés a choisi de ne pas retenir les multiples d'EBITDA et de P/E (*Price to Earnings Ratio*) et de privilégier les résultats basés sur les trois années du plan d'affaires de Faiveley (2016, 2017 et 2018).

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les fourchettes de valorisation obtenues par Détroyat Associés et par les banques pour Faiveley (89,6 € dans une fourchette de 89,1 € à 90,5 € et, pour les banques, une fourchette de 84,1 € à 91,3 €). Les niveaux de valorisation extériorisés par les multiples de P/E (*Price to Earnings*) utilisés à titre indicatif par Société Générale et UBS et écartés par Détroyat Associés ressortent entre 99,0 € et 100,4 €.

Pour Wabtec, les résultats obtenus sont présentés par les banques présentatrices uniquement à titre indicatif. Ces derniers s'établissent respectivement dans une fourchette de valorisation comprise entre 49,4 € et 64,8 €. Détroyat Associés par souci de cohérence de méthode de valorisation entre Faiveley et Wabtec a retenu la valorisation de Wabtec par multiples, et aboutit à une valorisation comprise entre 49,4 € à 69,0 € par action.

²⁹ Sur la base d'un taux sans risque de 2,2%, d'une prime de risque de marché (moyenne 3 mois de la prime de risque au 24 novembre 2016) de 8,0%, d'un coût de la dette après impôt de 2,1% et d'un Beta endetté de 0,86 calculé à partir de l'échantillon de sociétés utilisées dans la méthode des comparables en dehors de Talgo (cf. plus loin).

³⁰ Les calculs présentés tiennent compte d'une parité euro dollar de 1,0712 pour Détroyat Associés, soit la parité moyenne depuis l'élection de Donald Trump jusqu'au 24 novembre 2016, tandis que les calculs des banques intègrent la parité spot au 24 novembre 2016, soit 1,062.

³¹ Le taux d'actualisation plus faible retenu par Détroyat Associés ne compense pas entièrement le fait que les marges prévisionnelles soient plus faibles que les prévisions des banques présentatrices.

VI.C.4. La méthode des transactions comparables

Société Générale et UBS ont retenu un échantillon de 4 transactions comparables sur une période s'étalant de 2011 à 2015. Détroyat Associés a choisi de retenir un période plus longue, allant jusqu'à 2010. En conséquence, Détroyat Associés a retenu 8 transactions comparables, dont les transactions portant sur STS Rail, Portec Rail Products et American Railcar Industries, qui ne se trouvent pas dans l'échantillon retenu par les banques.

Il ressort de l'échantillon choisi par les banques, un multiple EV/EBITDA moyen de 10,5x et un multiple EV/EBIT moyen de 12,2x tandis qu'il est de 11,4x pour l'échantillon de Détroyat. Par ailleurs, tout comme pour la méthode de valorisation par les comparables, Détroyat Associés a choisi de ne pas retenir le multiple d'EBITDA.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Détroyat Associés et les banques pour Faiveley (respectivement 70,71 € et une fourchette de 74,4 € à 82,4 € pour les banques).

Pour Wabtec, sur la base des mêmes échantillons, la valorisation ressort à 59,68 € (après versement du dividende) pour Détroyat Associés et dans une fourchette de 60,2 € à 70,1 € pour les banques présentatrices.

VI.C.5. La méthode des objectifs de cours

Société Générale et UBS ont choisi de présenter l'analyse des objectifs de cours des analystes seulement à titre indicatif, comme l'a également fait Détroyat Associés. Les banques ont recensé une moyenne des objectifs de cours de 71,0 € sur le titre Faiveley avant l'annonce de la première offre (dans une fourchette de 57,0 € à 80,0 €). La fourchette présentée par Détroyat Associés est identique, à 71,0 € en moyenne (dans une fourchette de 57,0 € à 80,0 €).

La moyenne des objectifs de cours des analystes³² relevée par Détroyat Associés pour l'action Wabtec s'établit à 84,9 \$ au 23 novembre 2016.

³² Sur la base d'un consensus de 9 analystes brokers

VI.D.Résultats comparés sur l'offre en numéraire sur Faiveley, à 100 € par action

Tableau 28 : Comparaison des résultats entre Détroyat Associés et les banques présentatrices

Méthode		 
Examen des cours de bourse avant l'annonce de la première offre (au 24 juillet 2015)	Prime offerte par l'Offre de 43,7% par rapport au cours de clôture du 24 juillet 2015, ajusté du dividende Prime comprise entre 47,2% et 78,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 10 jours, 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois au 24 juillet 2015, ajustés du dividende	Prime de 43,7% par rapport au cours coté du 24 juillet 2015 Prime comprise entre 48,8% et 65,9% par rapport aux cours moyens sur 1 mois, 3 mois, et 6 mois au 24 juillet 2015
Méthode des comparables boursiers	Valeur de l'action comprise entre 89,06 € et 90,51 € sur la base des multiples EV/EBIT 2016, 2017 et 2018, pour une valeur moyenne de 89,58 € Soit une prime de 11,6 % en moyenne	Valeur de l'action comprise entre 84,1 € et 89,3 € sur la base de multiples EV/EBITDA 2017 et 2018, entre 86,4 € et 91,3 € sur la base de multiples EV/EBIT 2017 et 2018 et entre 99,0 € et 100,4 € sur la base des P/E 2017 et 2018 (à titre indicatif). Soit des primes comprises entre +10% et +19% pour les valorisations obtenues sur la base des multiples d'EBITDA et d'EBIT
Méthode des transactions comparables	Valeur de l'action de 70,71 € sur la base du multiple moyen EV/EBIT Soit une prime de 41,4 %	Valeur de l'action comprise entre 74,4 € et 83,4 € sur la base de multiples EV/EBITDA, et entre 73,5 € et 82,4 € sur la base de multiples EV/EBIT
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	Valeur de l'action dans une fourchette de 69,91 € à 83,65 € avec une valeur centrale de 78,55 €, sur la base d'un DCF to Equity, soit une prime moyenne de 27,3 % Valeur de l'action dans une fourchette de 84,37 € à 92,45 € avec une valeur centrale de 90,06 €, sur la base d'un DCF to Firm, soit une prime moyenne de 11 %	Valeur de l'action comprise dans une fourchette allant de 80,5 € à 88,4 € avec une valeur centrale de 84,3 €

Source : Détroyat Associés et banques présentatrices

Les différences qui ont pu être constatées ci-dessus dans les paramètres d'application des méthodes de valorisation du titre Faiveley entre Détroyat Associés et les banques présentatrices n'impactent pas en définitive de manière significative les résultats obtenus.

VI.E. Résultats comparés sur l'offre en titres, à une parité de 15 actions Wabtec pour 13 actions Faiveley³³

Tableau 29 : Comparaison des résultats entre Détroyat Associés et les banques présentatrices

Méthode		 
Examen des cours de bourse au 23 novembre 2016, ajusté des dividendes	Parité de 1,204 par rapport au cours de clôture du 23 novembre 2016, ajusté du dividende à verser par Wabtec, soit une prime induite de -4,2 %	Parité de 1,22 par rapport au cours coté du 24 novembre 2016, soit une prime de -5%
	Prime comprise entre -17,2% et -6,2% par rapport aux cours moyens pondérés sur 10 jours, 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois au 23 novembre 2016, ajustés du dividende	Parité comprise entre 1,35 et 1,43 par rapport aux cours moyens sur 1 mois, 3 mois, et 6 mois au 14 novembre, soit une prime comprise entre -15% et -19%
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif pour les banques présentatrices)	Parité comprise entre 1,293 et 1,806 sur la base des multiples EV/EBIT 2016, 2017 et 2018, pour une parité moyenne de 1,543 Soit une prime de -25,2 % en moyenne	Parité comprise entre 1,70 et 1,79 sur la base de multiples EV/EBITDA 2017 et 2018, entre 1,58 et 1,66 sur la base de multiples EV/EBIT 2017 et 2018 et entre 1,55 et 1,68 sur la base des P/E 2017 et 2018, soit une fourchette de prime entre -26% et -36%
Méthode des transactions comparables	Parité de 1,1848 sur la base du multiple moyen EV/EBIT Soit une prime de -2,6 %	Parité comprise entre 1,24 et 1,25 sur la base de multiples EV/EBITDA, et entre 1,17 et 1,18 sur la base de multiples EV/EBIT, soit une prime comprise entre -1% et -7%
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	Parité moyenne de 1,221, sur la base d'un DCF to Equity, soit une prime moyenne de -5,5 %	Parité de 1,09, soit une prime de +6%
	Parité moyenne de 1,386, sur la base d'un DCF to Firm soit une prime moyenne de -16,7 %	

Source : Détroyat Associés et banques présentatrices

Les résultats de calcul de parité sur la base des valorisations des banques présentatrices demeurent cohérents avec les analyses présentées par Détroyat Associés et sont réalisés sur des bases en *stand alone*, hors impact de l'Offre et effet éventuel de synergie. L'écart le plus sensible porte sur la parité résultant de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels: Détroyat Associés retenant une valeur de Wabtec inférieure selon cette méthode aux calculs de Société Générale et UBS, la décote qu'extériorise la parité d'offre est plus significative dans les calculs présentés par Détroyat Associés.

En définitive, même si certains paramètres d'application des méthodes de valorisation diffèrent entre les banques présentatrices et Détroyat Associés, l'approche de valorisation retenue par les banques présentatrices est cohérente avec celle de Détroyat Associés.

³³ Les calculs présentés tiennent compte d'une parité euro dollar de 1,0712 pour Détroyat Associés, soit la parité moyenne depuis l'élection de Donald Trump jusqu'au 24 novembre 2016, tandis que les calculs des banques intègrent la parité spot au 24 novembre 2016, soit 1,062.

VII. Conclusion de Détroyat Associés

Le 27 juillet 2015, le Conseil de Surveillance de Faiveley a mandaté Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitables des termes et conditions de l'Offre Publique Mixte initiée par Wabtec sur les actions de la Société.

Le lancement de cette Offre fait suite au rachat du bloc détenu par la famille Faiveley, qui détenait 50,66% du capital et (66,01%) des droits de vote de la société. Il est intervenu le 30 novembre 2016 et a été effectué pour 26,8% en numéraire au prix de 100 € par action et pour le solde par échange contre des actions ordinaires Wabtec sur la base d'un ratio de 1,125 action ordinaire Wabtec par action Faiveley, auquel il faut ajouter 150 000 actions ordinaires Wabtec, soit un ratio de 1,1524 action Wabtec pour 1 action Faiveley.

Dans le cadre de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Faiveley se voient offrir un choix légèrement plus favorable à celui proposé à l'Actionnaire majoritaire, c'est-à-dire un rachat de leurs titres en numéraire à un prix identique de 100,0 € par action pour toutes leurs actions s'ils le souhaitent, ou une offre alternative leur permettant d'apporter leurs titres en échange d'actions ordinaires Wabtec, sur la base d'un ratio d'échange de 15 actions ordinaires Wabtec pour 13 actions ordinaires Faiveley (soit une parité d'échange de 1,154, contre une parité de 1,1524 action Wabtec pour 1 action Faiveley pour les actionnaires familiaux).

Le prix de 100,0 € par action proposé dans le cadre de la branche numéraire extériorise des primes comprises entre +43,7% et +78,8% par rapport aux cours de bourse sur les 12 mois ayant précédé l'annonce de la première offre le 27 juillet 2015. Au 23 novembre 2016, il extériorise également :

- des primes de +11,0% et +27,3% par rapport aux valorisations de Faiveley par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*, établies sur la base du plan d'affaires de la Société, prolongé par Détroyat Associés ;
- une prime de +11,6% par rapport à la valorisation de la Société à cette même date établie sur la base d'un échantillon de sociétés boursières comparables ;
- une prime de +41,4% par rapport à la valorisation de la Société à cette même date établie sur la base des transactions comparables récentes.

Tableau 30 : Comparaison des valorisations obtenues pour Faiveley au 23 novembre 2016 par les différentes méthodes et prime par rapport à la branche numéraire

		Valeur par action (€)	Prime induite
Examen des cours de bourse au 24 juillet 2015 (ajustés des dividendes)	Cours de clôture	69,60 €	43,7%
	Cours moyen pondéré par les volumes 10 jours	67,92 €	47,2%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	67,10 €	49,0%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	61,79 €	61,8%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	60,10 €	66,4%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	55,93 €	78,8%
	Plus haut 12 mois	68,61 €	45,8%
	Plus bas 12 mois	40,52 €	146,8%
Méthode des comparables boursiers	Multiples boursiers VE / EBIT	89,58 €	11,6%
Méthode des transactions comparables	Multiples de transactions VE / EBIT	70,71 €	41,4%
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	DCF to firm	90,06 €	11,0%
	DCF to equity	78,55 €	27,3%
Analyse des objectifs de cours des analystes financiers	Moyenne avant l'annonce	70,98 €	40,9%

Source : Détroyat Associés

Dans le cadre de la branche échange, les actionnaires de Faiveley se voient proposer 1,154 action Wabtec par action Faiveley. Ce ratio d'échange extériorisait des primes significatives par rapport aux parités calculées sur les cours des deux sociétés avant l'annonce de l'opération le 27 juillet 2015. Depuis, le cours de l'action Wabtec a baissé de -12,1% suite à la détérioration du fret de marchandise américain, alors que le cours de l'action Faiveley a fortement progressé pour se rapprocher du prix proposé sur la branche numéraire. Au 23 novembre 2016, le ratio d'échange proposé extériorise des décotes comprises entre -4,2% et -17,2% par rapport aux parités calculées sur les cours de bourse des 12 mois. Au 23 novembre 2016, il extériorise également :

- des décotes de -16,7% et -5,5% par rapport aux valorisations de Faiveley et Wabtec établies par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* ;
- une décote de -25,2% par rapport aux valorisations de Faiveley et Wabtec établies sur la base d'un échantillon de sociétés boursières comparables ;
- une décote de -2,6% par rapport aux valorisations de Faiveley et Wabtec établies établie sur la base des transactions comparables récentes.

Ces parités ont été calculées post détachement du dividende de 0,10 \$ à verser par Wabtec le 28 novembre 2016, soit avant l'ouverture de l'Offre.

Tableau 31 : Comparaison des parités d'échanges obtenues au 23 novembre 2016 par les différentes méthodes et primes par rapport à la branche échange

		<u>Parités d'échange</u>	<u>Prime induite</u>
Examen des cours de bourse au 23 novembre 2016	Parité sur les cours de clôture	1,204	(4,2%)
	Parité sur les moyennes de VWAP 10 jours	1,230	(6,2%)
	Parité sur les moyennes de VWAP 1 mois	1,328	(13,1%)
	Parité sur les moyennes de VWAP 3 mois	1,360	(15,2%)
	Parité sur les moyennes de VWAP 6 mois	1,372	(15,9%)
	Parité sur les moyennes de VWAP 12 mois	1,393	(17,2%)
	Plus haut 12 mois	1,704	(32,3%)
	Plus bas 12 mois	1,204	(4,2%)
Méthode des comparables boursiers	Multiples boursiers VE / EBIT	1,543	(25,2%)
Méthode des transactions comparables	Multiples de transactions VE / EBIT	1,185	(2,6%)
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	<i>DCF to Firm</i>	1,386	(16,7%)
	<i>DCF to Equity</i>	1,221	(5,5%)

Source : Détroyat Associés

L'Offre proposée aux actionnaires minoritaires de Faiveley leur permet, à leur choix :

- En cas d'apport à l'Offre subsidiaire en titres, de répliquer les conditions proposées à l'Actionnaire principal au moment du rachat de son bloc de titres et de demeurer investis dans une société leader de son secteur, de taille en bourse plus élevée. Les conditions de parité qui leur sont proposées sont légèrement plus favorables que celles offertes à l'Actionnaire principal
- Ou, s'ils apportent leurs titres à la branche en numéraire, de bénéficier de primes significatives par rapport aux cours cotés avant la première offre, ainsi que par rapport aux valorisations ressortant des conditions actuelles prévalant sur les marchés financiers.

Les conditions de l'Offre sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires minoritaires de la Société.

Philippe Leroy, Président de Détroyat Associés

VIII. Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés suit de nombreux groupes dans le secteur des biens d'équipements, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 32 : Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rocheport & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Détroyat Associés

Détroyat Associés n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Détroyat Associés dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Philippe Leroy – Président :

Philippe Leroy est Président de Détroyat Associés. Il a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, Philippe a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Philippe a été responsable de l'origination et l'exécution d'opérations réalisées pour le compte de banques et de compagnies d'assurances à la Chase Manhattan Bank et chez HSBC. Il était en charge des financements structurés et réglementaires. Il a également été Directeur Corporate finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Philippe a conduit diverses missions pour le compte de la sphère publique notamment avec le Ministère des finances, l'Agence des participations de l'Etat et la Caisse des Dépôts et Consignations et entretient régulièrement des relations avec l'AMF. Il a par ailleurs exercé de nombreux mandats sociaux et est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

■ Aurélien Bricout – Associé et Co-Responsable de l'Exécution :

Aurélien Bricout est diplômé de HEC Paris et de la Copenhagen Business School. Il est Associés & Co-responsable de l'équipe d'exécution chez Détroyat Associés depuis 2015. Il a rejoint Détroyat Associés en 2013 après des expériences en fusions & acquisitions chez DC Advisory (ex-Close Brothers) et en restructurations financières chez Houlihan Lokey ainsi qu'en fonds d'investissement.

■ Pierre Charmion – Manager, Equipe d'Exécution :

Pierre Charmion est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine. Il a commencé sa carrière chez BNP Investment Partners au sein du département Gestion, puis chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles Taux. Il a animé des cours à l'Université Paris Nanterre dans le Mastère de Méthodes Scientifiques de Gestion. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés en 2011, Pierre a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Il est intervenu sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution :

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2011 et a mené de nombreuses missions de conseil et d'expertise, notamment pour le compte de sociétés industrielles. Il est en charge du suivi des sociétés du secteur des biens d'équipement et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Arthur Imbert – Analyste, Equipe d'Exécution :

Arthur Imbert a rejoint l'équipe de Détroyat Associés en 2015, dédié aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Lazard en analyse M&A. Il a démarré sa carrière au sein du département de physique de l'Université d'Oxford puis chez KPMG et Barclay's. Il est Ingénieur diplômé de Supélec.

■ Catherine Meyer – Associée et Responsable du Contrôle Qualité :

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers (notamment Alcatel-Lucent en 2015, Société d'Edition de Canal Plus en 2015, Club Méditerranée en 2014, Meetic et LaCie en 2013). Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés,

d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

Déroulement de la mission de Détroyat Associés

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance de Faiveley du 27 juillet 2015, la mission de Détroyat Associés s'est déroulée du 28 juillet 2015 au 30 novembre 2016. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 23 novembre 2016.

Au cours de cette période, Détroyat Associés a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- **Faiveley**
 - Guillaume Bouhours, Directeur Financier, Faiveley ;
 - Domitille Vielle, anciennement Manager Relations Investisseurs, Faiveley.
- **Wabtec**
 - Patrick D. Dugan, Senior Vice President & Chief Financial Officer, Wabtec.
- **Rothschild & Cie, banque conseil de la Société**
 - Romain Nourtier, Managing Director, Rothschild & Cie ;
 - Pierre Nafalski, Director, Rothschild & Cie ;
 - Mathieu Claro, Assistant Director, Rothschild & Cie ;
 - Gabriel Rebibo, Associate, Rothschild & Cie.
- **Darrois, Villey, Maillot, Brochier, avocat conseil de la société**
 - Alexandre Durand, Avocat à la Cour, Darrois Villey, Maillot, Brochier ;
 - Olivier Huyghues, Avocat à la Cour, Darrois Villey, Maillot, Brochier.
- **Société Générale, banque présentatrice de l'Offre**
 - Asgar Sondarjee, Director Corporate Finance France, Société Générale ;
 - Julien Benhamou, Director, Société Générale ;
 - Grégoire Monnier, Associate, Société Générale ;
 - Nicolas Gruner, Analyst, Société Générale.
- **UBS, banque présentatrice de l'Offre**
 - Pierre Drevillon, UBS ;
 - Nicolas le Ray, Executive Director, UBS ;
 - Varvara Meskhi, Analyst, UBS

Pour mener sa mission, Détroyat Associés s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles. Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

- **Analyse de documents**
 - rapports annuels de Faiveley et Wabtec depuis 2009 ;
 - analyse des publications des résultats trimestriels et semestriels de Faiveley et Wabtec ;

- analyse du plan d'affaires 2015-2019 établi par Faiveley ;
- examen du consensus 2016-2017 pour Wabtec ;
- examen des documents de présentation élaborés par Rothschild & Cie et Darrois Villey, Maillot, Brochier à destination du Conseil et de l'équipe de direction de Faiveley ;
- analyse des notes d'analystes sur Faiveley et sur Wabtec ;
- examen des travaux de Société Générale et UBS, banques présentatrices de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par les banques présentatrices ;
- analyse du projet de « note d'information » et « autres informations » ;
- analyse financière, comptes et stratégie de Faiveley et Wabtec ;
- analyse de l'environnement technologique et concurrentiel ;
- examen des transactions sur les titres sur les deux dernières années ;
- évaluation de Faiveley et Wabtec selon une approche multicritères ;
- analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur depuis 2010 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour Faiveley et Wabtec ;
- analyse du projet de note en réponse.

■ Lecture des documents

- lecture du *Tender Offer Agreement* ;
- lecture du *Tender Offer Agreement* amendé ;
- lecture du *Share Purchase Agreement* initial
- lecture du *Share Purchase Agreement* amendé ;
- lecture des procès-verbaux d'assemblées générales depuis 2013 ;
- lecture des procès-verbaux de conseil de surveillance depuis 2013.

■ Utilisation des bases de données

- utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- utilisation de la base de données Trival® de Détrouyat Associés.

■ Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus

■ Mise en œuvre du Contrôle Qualité

■ Rédaction du rapport d'expertise

■ Présentation du rapport à la Société

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent à 240 000€ hors TVA.

IX. Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon

Tableau 33 : Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (Tier 1)

Société	Pays	Description de l'activité	Tier 1		CA 2015R par activité	CA 2015R par région
			Capi. boursière	2015R		
		Fabrication d'équipements de locomotives, de wagons pour le fret et véhicules de transport. Production de systèmes de freinage ferroviaire, locomotives, air système d'air conditionné et d'échange de chaleur	7 122M\$	Chiffre d'affaires 3 308M\$ Marge d'EBIT 16,7%		
		Activités de construction de locomotives, spécialisé dans les équipements ferroviaires pour la voie, l'aiguillage et les systèmes de signalisation.	890M€	Chiffre d'affaires 1 201M€ Marge d'EBIT 3,8%		
		Fabrication de véhicules, d'équipements et de systèmes destinés au secteur du transport ferroviaire et services ferroviaires pour les transports urbains et fret.	5 607M€	Chiffre d'affaires 6 163M€ Marge d'EBIT 5,2%		
		Conception, fabrication et commercialisation de systèmes et d'équipements de signalisation destinés au transport ferroviaire.	2 084M€	Chiffre d'affaires 1 384M€ Marge d'EBIT 9,8%		
		Fabrication et fourniture de matériel roulant ferroviaire, études de viabilité, génie civil, électrification, signalisation et la maintenance.	1 200M€	Chiffre d'affaires 1 284M€ Marge d'EBIT 9,9%		

Sources : Capital IQ, Détroyat Associés

Tableau 34 : Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (Tier 1 suite)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Tier 1		CA 2015R par activité	CA 2015R par région
				2015R			
		Conception, fabrication et maintenance de matériel roulant ferroviaire	615M€	Chiffre d'affaires 521M€	Marge d'EBIT 15,4%		

Sources : Capital IQ, Détroiyat Associés

Tableau 35: Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (Tier 2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Tier 2		CA 2015R par activité	CA 2015R par région
				2015R			
		Fabrication, conception et distribution d'équipements de wagons de chemin de fer.	951M\$	Chiffre d'affaires 2 605M\$	Marge d'EBIT 14,9%		
		Fabrication et conception de wagons-citerne et wagons-trémie. Prestations de services et de locations sur les wagons.	755M\$	Chiffre d'affaires 889M\$	Marge d'EBIT 25,5%		

Sources : Capital IQ, Détroiyat Associés

X. Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Hitachi/ Ansaldo STS

Le 24 février 2015, le groupe japonais Hitachi (entreprise spécialisée dans l'électronique) a racheté les 40% détenus jusqu'alors par Finmeccanica dans Ansaldo (entreprise spécialisée dans la fabrication d'équipements de signalisation pour le transport ferroviaire). La transaction a été réalisée sur la base d'une Valeur d'Entreprise représentant 1,23x le chiffre d'affaires, 11,4x l'EBITDA, et 13x l'EBIT. La Valeur d'Entreprise d'Ansaldo était alors estimée à 1,624 Md€, valorisant la participation d'Hitachi à 773 M€. Le groupe Hitachi a par la suite lancé une offre publique sur les minoritaires restants, mais n'a recueilli que 6,5% de ces derniers.

Stadler Rail / Vossloh Espana

Le 4 novembre 2015, Stadler Rail, fabricant suisse de matériel roulant ferroviaire, spécialisé dans les trains régionaux et de banlieue a fait l'acquisition de 100% de Vossloh Espana qui opérait en tant que filiale de du groupe allemand Vossloh (fabricant de locomotives et d'équipement pour la voie et la signalisation). L'acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 172 M€, dont 48 M€ ont été payés en cash, et le solde a concerné la reprise des dettes de Vossloh Espana. Stadler Rail a réalisé environ 1.9 Md CHF de chiffre d'affaires en 2014 contre environ 230 M€ pour Vossloh Espana. Cette acquisition représente une opération stratégique pour Stadler Rail, compte tenu de la vague de consolidation actuelle du secteur. Vossloh Espana opère désormais en tant que filiale de Stadler depuis le 4 janvier 2016, mais la transaction doit encore être approuvée par les autorités de la concurrence.

Wabtec / Fandstan

Le 11 février 2014, le groupe américain Wabtec (fabricant d'équipements ferroviaires) a réalisé l'acquisition de l'intégralité de la société britannique Fandstan (entreprise spécialisée dans la gestion et la transmission de l'énergie électrique et de données aux véhicules en mouvement). La transaction a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de Fandstan de 157,8 M€, extériorisant les multiples suivants (sur les agrégats 2013) : 0,87x le chiffre d'affaires, 8,2x l'EBITDA et 9,8x l'EBIT. Sur l'exercice 2013, Fandstan avait donc réalisé 248,5 M\$ de chiffre d'affaires et une marge opérationnelle de 8,8%.

Siemens / Invensys Rail

Le 28 novembre 2012, le conglomérat industriel allemand Siemens a annoncé son intention d'acquérir Invensys Rail, filiale spécialisée dans les équipements ferroviaires (signalisation, systèmes de gestion du trafic, contrôle, automatisation) du groupe d'électromécanique britannique Invensys. Siemens avait décidé à cette occasion de céder ses activités de bagages, de tri postal et de colis. L'acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise d'Invensys Rail de 2,15 M€. Invensys Rail avait généré environ 930 M€ de chiffre d'affaires et 139 M€ de résultat opérationnel l'exercice précédent.

Sogrepar/ Delachaux

Dans le cadre de la restructuration des intérêts de la famille Delachaux (juin à septembre 2011) des accords de cession de titres ont eu lieu puis une offre publique d'achat simplifiée a été lancée par Sogrepar SAS (regroupant les intérêts de certains actionnaires familiaux Delachaux et de CVC Parnters) au prix de 82 € par action. La transaction a été réalisée sur la base d'une Valeur d'Entreprise représentant 1,38x le chiffre d'affaires, 9,2x l'EBITDA, et 10,4x l'EBIT. La Valeur d'Entreprise de la société Delachaux était alors estimée à 1,066 Md€. A l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, un retrait obligatoire a été mis en œuvre.

Mors Smitt Holding / STS Rail

Le 28 avril 2011, Mors Smitt Holding, leader mondial des relais électromécaniques embarqués pour l'industrie ferroviaire a annoncé son intention d'acquérir STS Rail, société britannique spécialisée dans les relais électromécaniques adaptés aux spécificités du marché britannique et asiatique. L'acquisition permettait donc à Mors Smitt de se diversifier géographiquement et d'acquérir de nouvelles technologies. L'acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 3 M€. Lors de l'exercice précédant l'opération, STS Rail avait réalisé 3,6 M€ de chiffre d'affaires et publié un résultat opérationnel de 0,3 M€. Le 14 juin 2012, Mors Smitt a été racheté à Eurazeo par Wabtec pour \$ 88 M.

FosterThomas / Porter Rail Products

Le 16 février 2010, FosterThomas Company a signé un accord déterminant l'acquisition de la société Porter Rail Products, fabricant d'équipements ferroviaires américain (rails, systèmes lubrifiants, joints de rails, outils de réparation de locomotives et wagons) pour le transit, l'exploitation minière et les principaux marchés industriels. L'acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 87 M€ correspondant à un prix de \$11,71 par action de Porter Rail Products. FosterThomas a été contraint de relever le prix d'offre à \$11,8 par action le 30 août 2010 compte tenu du trop faible nombre de titres apportés à l'offre. Par ailleurs, la clôture de l'offre a été décalée au 30 décembre 2010, contre une clôture initialement prévue le 25 mars 2010. Sur l'exercice précédent l'opération, Porter Rail Product avait réalisé environ 81 M€ de chiffre d'affaires et publié un résultat opérationnel de 10 M€.

Icahn Enterprises / American Railcar Industries

Le 12 janvier 2010, Icahn Enterprises, conglomérat américain diversifié a fait l'acquisition de 54.3% de la société American Railcar (société spécialisée dans la conception de wagons-citernes et wagons-trémies, ainsi que dans la location de wagons). L'acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 128 M€, correspondant à environ 11,5 millions d'actions American Railcar. Icahn Capital, détient aujourd'hui 60,31% de la société.

XI. Annexe 3 : Présentation détaillé du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

XI.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres

individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant de 30 millions€ pour le plus faible à 660 milliards€ pour le plus élevé (environ 165 milliards€ pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe

précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

XI.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70%.

11 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Le 22 décembre 2016

Monsieur Stéphane Rambaud-Measson
Président du Directoire