

Dominique MAHIAS
28 avenue Hoche
75008 PARIS

Olivier PERONNET
14 rue de Bassano
75116 PARIS

Jean-Jacques DEDOUIT
19 rue Clément Marot
75008 PARIS

UNIBAIL-RODAMCO

Société Européenne au capital de 499.283.380 euros
7 place du Chancelier Adenauer
75016 PARIS
RCS de Paris n° 682 024 096

**APPORT DE TITRES DES SOCIETES WESTFIELD CORPORATION LIMITED
ET UNIBAIL-RODAMCO TH B.V.
EFFECTUE PAR LES ACTIONNAIRES DU GROUPE WESTFIELD
AU PROFIT DE LA SOCIETE UNIBAIL-RODAMCO**

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Paris
du 1^{er} février 2018*

**APPORT DE TITRES DES SOCIETES WESTFIELD CORPORATION LIMITED
ET UNIBAIL-RODAMCO TH B.V.
EFFECTUE PAR LES ACTIONNAIRES DU GROUPE WESTFIELD
AU PROFIT DE LA SOCIETE UNIBAIL-RODAMCO**

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS

Assemblée Générale des Actionnaires de la société UNIBAIL-RODAMCO

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 1^{er} février 2018, concernant l'apport de titres des sociétés WESTFIELD CORPORATION LIMITED et UNIBAIL-RODAMCO TH B.V., devant être effectué par les actionnaires du groupe WESTFIELD, au profit de la société UNIBAIL-RODAMCO (ci-après l'« Apport »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'Apport, prévu par l'article L225-147 du code de commerce.

La valeur de l'Apport est mentionnée dans le Projet de document, établi par la société UNIBAIL-RODAMCO en vue de votre assemblée générale extraordinaire, en application de l'article 212-34 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « Projet de Document E »), qui nous a été communiqué par la société UNIBAIL-RODAMCO en date du 28 mars 2018.

Nous attirons votre attention sur le fait que l'ensemble des considérations développées et conclusion émise dans le présent rapport ne s'entendent que si la version définitive du document précité correspond au Projet de Document E qui nous a été communiqué. En cas de différence entre la version définitive et la version qui nous a été communiquée, les considérations développées et conclusion émise dans le présent rapport pourraient être modifiées.

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

Notre mission prenant fin avec le dépôt de notre rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour celui-ci pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Le présent rapport est émis en application du code de commerce français et est destiné à des personnes soumises à la loi française, en l'espèce les actionnaires de la société UNIBAIL-RODAMCO. Il répond aux exigences de cette législation, mais pas à celles de la réglementation australienne dont bénéficient les actionnaires du groupe WESTFIELD, quand bien même notre rapport serait porté à la connaissance de toutes les parties concernées par l'opération de rapprochement entre les groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD.

Par ailleurs, notre rapport ne dispense pas de la lecture de l'ensemble de la documentation publique d'ores et déjà disponible ou qui sera mise à disposition, relative à cette opération.

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

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusion présentées, ci-après, selon le plan suivant :

1 – Présentation de l'opération et description de l'Apport

2 – Diligences et appréciation de la valeur de l'Apport

3 – Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1. Contexte de l'opération

Par communiqué de presse commun en date du 12 décembre 2017, les groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD ont annoncé leur projet de rapprochement, par acquisition du groupe WESTFIELD par la société UNIBAIL-RODAMCO (ci-après l'« Opération »), devant donner naissance au « *premier créateur et opérateur mondial de centres de shopping de destination* ».

L'Opération, dont les conditions sont mentionnées dans un *Implementation Agreement* signé par les dirigeants des groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD en date du 12 décembre 2017, (ci-après l'« *Implementation Agreement* ») doit être réalisée au travers d'une procédure de *Company and Trust Schemes of Arrangement* (ci-après les « *Schemes of Arrangement* »), régie par le droit australien.

Au terme de cette procédure, les actionnaires du groupe WESTFIELD, qui, à ce jour, sont détenteurs de titres « jumelés » (*stapled shares*) des entités WESTFIELD CORPORATION LIMITED (ci-après « WCL »), WESTFIELD AMERICA TRUST (ci-après « WAT ») et WFD TRUST (ci-après « WFDT ») :

- deviendraient détenteurs de titres « jumelés » des sociétés UNIBAIL-RODAMCO et WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V.
- et percevraient un montant en numéraire.

Ainsi, les actionnaires du groupe WESTFIELD recevraient, en échange d'un triplet de titres WCL, WAT et WFDT :

- 0,01844 couple de titres UNIBAIL-RODAMCO et WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V. ;
- 2,67 dollars américains

(ci-après, ensemble, la « *Rémunération globale de l'Opération* »).

Parmi les étapes de cette procédure figure une opération d'apport (l'Apport), régie par l'article L225-147 du code de commerce français, constituée de l'apport, à la société UNIBAIL-RODAMCO, par les actionnaires du groupe WESTFIELD :

- de leurs titres WCL ;
- d'une partie des actions (représentant 87,95% environ du capital) de la société UNIBAIL-RODAMCO TH B.V. (ci-après « TH NEWCO »), qu'ils auront, aux termes de l'*Implementation Agreement*, préalablement reçues en échange de leurs titres WFDT¹.

C'est dans ce contexte que le présent rapport s'inscrit, afin, en application de la loi française, de vérifier que l'Apport, sur lequel les actionnaires de la société UNIBAIL-RODAMCO sont appelés à se prononcer, n'est pas surévalué.

Nous précisons, par ailleurs, que, par courriel en date du 23 février 2018, l'Autorité des Marchés Financiers a, au vu de sa Position - Recommandation 2011-11, demandé à la société UNIBAIL-RODAMCO que la mission des commissaires aux apports soit étendue à l'appréciation de l'équité

¹ Il est également précisé que, préalablement à l'Apport et aux termes du Projet de Document E, l'activité OneMarket fera l'objet d'une scission partielle, WESTFIELD n'en conservant que 10% d'intérêts (ci-après la « *Scission OneMarket* »).

de la Rémunération globale de l'Opération, aux fins de « garantir une bonne information des actionnaires qui sont appelés à accepter une dilution par leur vote lors de l'approbation d'un apport ».

Cette extension de mission fait l'objet d'un rapport complémentaire de notre part.

1.2. Entités concernées par l'opération

1.2.1. WESTFIELD

Le groupe WESTFIELD est une entité économique composée des trois entités juridiques faîtières WCL, WFDT et WAT, dont les actions ou parts respectives sont « jumelées », aux termes de leurs statuts respectifs et d'un acte (*stapling deed*) en date du 30 juin 2014.

Ainsi, à chacune des actions ou parts des entités WCL, WFDT ou WAT, correspond une action ou part dans les deux autres entités, si bien que tout actionnaire du groupe WESTFIELD est juridiquement et concomitamment détenteur d'un certain nombre de triplets de titres WCL, WFDT et WAT.

2.078.089.686 triplets d'actions et parts WCL, WFDT et WAT sont admis aux négociations sur l'*Australian Securities Exchange*. Par ailleurs, 22.381.487 triplets supplémentaires sont susceptibles d'être émis, en application de plans d'intéressement du personnel.

Au 31 décembre 2017, les actions existantes sont détenues principalement par² :

- la famille LOWY, à hauteur de 9,6% environ ;
- le groupe VANGUARD, à hauteur de 8,0% environ ;
- le groupe BLACKROCK, à hauteur de 7,2% environ ;
- le groupe STATE STREET CORPORATION, à hauteur de 5,0% environ.

WESTFIELD est « un groupe de centres commerciaux intégré verticalement, menant des activités de détention, de création, de design, de construction, de gestion de fonds et d'actifs, de gestion immobilière, de location et de commercialisation et employant environ 2 000 personnes dans le monde. » (source : communiqué de presse du 12 décembre 2017). Il est implanté, notamment, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et détient une participation dans 35 centres commerciaux en activité, positionnés sur un segment de qualité supérieure.

Son activité principale repose sur la création, le développement et l'exploitation d'actifs « *flagship* », principaux véhicules de la marque WESTFIELD et offrant une expérience distinctive aux clients, aux enseignes et aux marques dans des marchés majeurs. Il compte ainsi 17 flagships qui représentent 84% des actifs sous gestion (source : présentation des résultats annuels 2017 de WESTFIELD).

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, le groupe WESTFIELD a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2,1 milliards de dollars américains environ (incluant la quote-part du chiffre d'affaires des sociétés mises en équivalence) et un résultat net consolidé part du groupe de 1,55 milliard de dollars américains environ. Ses capitaux propres consolidés, part du groupe, s'établissent à 10,8 milliards de dollars américains environ. A fin 2017, le groupe WESTFIELD emploie près de 2.000 employés.

² Source : états financiers du groupe WESTFIELD

1.2.1.1. WCL (société dont les titres sont apportés)

WCL, référencée sous l'*Australian Business Number* 12 166 995 197, est une société (*public company limited by shares*) de droit australien, dont le siège est situé Level 29, 85 Castlereagh Street, à Sidney.

Elle a été constituée le 16 décembre 2013.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, WCL a réalisé un résultat net de 24 millions de dollars américains environ. Ses capitaux propres s'établissent à 1,5 milliard de dollars américains environ.

WCL détient, notamment, des participations dans des centres commerciaux londoniens, ainsi qu'une participation de 17,41% dans WESTFIELD AMERICA, INC. (ci-après « WEA »), telle que présentée ci-après.

Les titres de WCL font l'objet de l'Apport.

1.2.1.2. WFDT

WFDT, référencé sous l'*Australian Registered Scheme Number* 168 765 875, est un *trust* de droit australien, représenté par la société WESTFIELD AMERICA MANAGEMENT LIMITED, dont le siège est situé Westfield Towers, 100 William Street, à Sidney.

Il a été constitué le 26 mars 2014.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, WFDT a réalisé un résultat net de 224 millions de dollars américains environ. Ses capitaux propres s'établissent à près de 5 milliards de dollars américains.

WFDT détient, notamment, des participations dans des centres commerciaux londoniens.

Les parts de WFDT ne font pas l'objet de l'Apport. Cependant, aux termes de l'*Implementation Agreement* et des projets de *Schemes of Arrangement*, les parts de WFDT doivent être apportées, par leurs détenteurs, à la société néerlandaise TH NEWCO (telle que présentée ci-après), qui percevront, en rémunération de cet apport, autant de titres de la société TH NEWCO (ci-après l'*« Apport TH NEWCO »*). Aux termes du Projet de Document E, parmi les 2.078.089.686 actions TH NEWCO perçues en rémunération de l'Apport TH NEWCO, 1.827.597.167 font l'objet de l'Apport (environ 87,95%).

1.2.1.3. TH NEWCO (société dont les titres sont apportés)

TH NEWCO, constituée sous la référence 70943559, est une *besloten venootschap met beperkte aansprakelijkheid* de droit néerlandais, dont le siège est situé Schiphol Boulevard 371, à Schiphol.

Elle a été constituée le 21 février 2018.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre.

TH NEWCO a été constituée dans le cadre de l'Opération afin, comme mentionné au paragraphe précédent, de recueillir les titres WFDT apportés par leurs détenteurs.

Comme indiqué au paragraphe précédent, 1.827.597.167 titres TH NEWCO (87,95% environ du capital) font (par l'intermédiaire d'un tiers mandataire (*transfer nominee*)) l'objet de l'Apport.

Aux termes du Projet de Document E, le solde du capital de TH NEWCO sera cédé à la société UNIBAIL-RODAMCO.

1.2.1.4. WAT

WAT, référencé sous l'*Australian Registered Scheme Number* 092 058 449, est un *trust* de droit australien, représenté par la société WESTFIELD AMERICA MANAGEMENT LIMITED, telle que précédemment évoquée.

Il a été constitué le 26 mars 2014.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, WAT a réalisé un résultat net consolidé part du groupe de 935 millions de dollars américains environ. Ses capitaux propres consolidés, part du groupe, s'établissent à près de 4 milliards de dollars américains.

WAT détient essentiellement une participation de 82,59% dans WEA, société de droit américain dotée du statut fiscal de *Real Estate Investment Trust*, elle-même détentrice de centres commerciaux américains.

Les parts de WAT ne font pas l'objet de l'Apport. Aux termes de l'*Implementation Agreement* et des projets de *Schemes of Arrangement*, les détenteurs de parts de WAT seront amenés, dans le cadre de l'Opération, à céder celles-ci à une entité de droit américain, qui sera détenue *in fine* par les actionnaires des groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD.

1.2.2. UNIBAIL-RODAMCO

UNIBAIL-RODAMCO est une société européenne à directoire et conseil de surveillance de droit français. Son siège est situé 7 place du Chancelier Adenauer – 75016 PARIS. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 682 024 096.

UNIBAIL-RODAMCO a été constituée le 23 juillet 1968, pour une durée de 99 ans, sauf prorogation ou dissolution anticipée.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et s'achève le 31 décembre.

Le capital social d'UNIBAIL-RODAMCO s'établit à 499.283.380 euros, divisé en 99.856.676 actions, entièrement libérées, de 5 euros de valeur nominale chacune. Par ailleurs, 53.983 actions supplémentaires sont susceptibles d'être émises, par conversion ou exercice d'instruments financiers.

Les actions de la société UNIBAIL-RODAMCO sont admises aux négociations sur les marchés NYSE Euronext Paris et Amsterdam.

Au 31 décembre 2017, elles sont détenues principalement par (source : UNIBAIL-RODAMCO) :

- le groupe APG ASSET MANAGEMENT, à hauteur de 6,0% environ ;
- le groupe BLACKROCK, à hauteur de 4,6% environ³ ;
- le groupe DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT INVESTMENT, à hauteur de 3,4% environ.

UNIBAIL-RODAMCO est le premier groupe européen coté du secteur de l'immobilier commercial, propriétaire d'un portefeuille de 43,1 milliards d'euros au 31 décembre 2017. Il est « *présent sur 3 segments majeurs de l'immobilier commercial : le développement, l'investissement et la gestion opérationnelle. Le Groupe applique sa stratégie à trois classes d'actifs : les centres commerciaux, les bureaux et les centres de congrès-expositions* » (source : site internet).

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, le groupe UNIBAIL-RODAMCO a enregistré des loyers nets consolidés de 1,6 milliard d'euros environ et réalisé un résultat net consolidé, part du groupe, de 2,4 milliards d'euros environ. Ses capitaux propres consolidés, part du groupe, s'établissent à 18,9 milliards d'euros environ. A fin 2017, le groupe UNIBAIL-RODAMCO emploie plus de 2.000 employés.

1.3. Description et évaluation de l'opération

1.3.1. Description de l'Apport

Aux termes du Projet de Document E, l'Apport est constitué :

- des 2.078.089.686 actions qui composent le capital de WCL ;
- de 1.827.597.167 actions qui, au moment de la réalisation de l'Apport, auront été émises par la société TH NEWCO et qui représenteront environ 87,95% de son capital ; ces titres seront émis, de pair à égal, en échange des titres WFDT apportés à TH NEWCO par les actionnaires du groupe WESTFIELD.

1.3.2. Evaluation de l'Apport

Aux termes du Projet de document E, l'Apport est valorisé à sa valeur réelle. La valeur de l'Apport s'établit à 8.197.172.977 euros.

1.4. Rémunération de l'Apport

Aux termes du Projet de document E, la société UNIBAIL-RODAMCO, en contrepartie de l'Apport, émettra 38.319.974 actions nouvelles de 5 euros de valeur nominale et procédera ainsi à une augmentation de capital social de 191.599.870 euros.

La différence entre la valeur de l'Apport, soit 8.197.172.977 euros, et le montant de l'augmentation de capital de la société UNIBAIL-RODAMCO, soit 191.599.870 euros, constituera une prime d'apport, dont le montant s'établit à 8.005.573.107 euros.

³ 10,01% au 19 janvier 2018 (source : déclaration de franchissement de seuil en date du 22 janvier 2018).

L'appréciation de la rémunération de l'Apport n'est, aux termes de l'article L225-147 du code de commerce, pas incluse dans notre mission légale.

En revanche, et comme mentionné au paragraphe 1.1. *in fine*, la Rémunération globale de l'Opération, fait l'objet d'une appréciation de notre part, à la demande de l'Autorité des Marchés Financiers. Cette appréciation fait l'objet d'un rapport complémentaire de notre part.

1.5. Principaux aspects juridiques et fiscaux de l'opération

Aux termes du Projet de document E :

- l'Apport constitue un apport simple, régi par les dispositions du code de commerce relatives aux augmentations de capital par voie d'apport en nature, en particulier l'article L225-147 dudit code ;
- l'Apport prendra effet juridique, de manière immédiate, à la date à laquelle il sera réalisé ;
- sur le plan fiscal, les modalités de l'Apport sont précisées au paragraphe 2.2.1.6. du Projet de Document E.

Par ailleurs, la réalisation de l'Apport est soumise aux conditions suspensives prévues aux articles 2.2. et 3.1. de l'*Implementation Agreement*, sur renvois successifs de la section 3.7.2. du document établi par la société UNIBAIL-RODAMCO en application de l'article L412-1 du code monétaire et financier, dont un projet nous a été communiqué en date du 28 mars 2018 (ci-après le « Projet de prospectus »), et de l'article 2.2.1.2. du Projet de Document E, soit, notamment et cumulativement, et sans préjudice de la liste exacte et exhaustive des conditions mentionnées dans ces documents :

- la consultation des instances représentatives du personnel d'UNIBAIL-RODAMCO ;
- l'approbation des autorités boursières compétentes ;
- l'approbation des *Schemes of Arrangement* par les actionnaires du groupe WESTFIELD ;
- l'approbation de l'Opération par les actionnaires de la société UNIBAIL-RODAMCO ;
- l'approbation de la forme définitive du Projet de prospectus par l'Autorité des Marchés Financiers ;
- l'approbation de l'Opération par la juridiction australienne compétente, en application de la législation australienne ;
- l'obtention d'un rapport de l'expert indépendant australien désigné en application de la réglementation australienne applicable, concluant que la procédure de *Schemes of Arrangement* est dans le meilleur intérêt des actionnaires de WESTFIELD ;
- l'absence de survenance d'un « *Prescribed Event* » ou d'un « *Material Adverse Effect* », tels que définis dans le Projet de prospectus ;
- l'autorisation d'admission à la cote des titres financiers devant être créés au terme de l'Opération.

2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1. Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports

En exécution de la mission qui nous a été confiée, nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission. Cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences à l'effet :

- de contrôler la réalité de l'Apport ;
- d'analyser les valeurs individuelles proposées ;
- de vérifier l'absence de surévaluation de la valeur de l'Apport considéré dans son ensemble ;
- de vérifier, jusqu'à la date d'émission du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur de l'Apport.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société bénéficiaire de l'Apport quant à la valeur de l'Apport envisagé. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut pas être utilisé dans ce contexte.

Par ailleurs, l'opération qui est soumise à votre approbation constitue une réorganisation sur laquelle il vous appartient de vous prononcer et sur laquelle nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, patrimonial, fiscal, juridique ou comptable, de quelque nature que ce soit.

Comme il est d'usage, nous avons considéré sincères et exhaustifs les informations et les documents qui nous ont été communiqués par les sociétés UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD, et leurs conseils respectifs.

Nous avons, en particulier, effectué les travaux suivants :

- nous nous sommes entretenus avec les responsables des groupes WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO en charge de l'opération proposée, ainsi qu'avec leurs conseils, aussi bien au niveau opérationnel qu'au niveau financier, tant pour prendre connaissance de son contexte que pour appréhender ses modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- nous avons procédé à des visites physiques de plusieurs sites significatifs exploités par le groupe WESTFIELD, appartenant aux sociétés dont les titres sont inclus dans l'Apport ;
- nous avons pris connaissance des principales composantes de la documentation juridique afférente à l'Opération ;
- nous avons pris connaissance du Projet de Document E ;
- nous avons pris connaissance de la communication financière des groupes WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO ;
- nous avons analysé les rapports de *due diligence* effectués, ainsi que les autres avis rendus, à la demande du groupe UNIBAIL-RODAMCO, dans le cadre de l'Opération ;

- nous avons pris connaissance des comptes consolidés du groupe WESTFIELD, du bilan consolidé de WCL, des comptes individuels de WFDT et des comptes consolidés de WAT, arrêtés aux 31 décembre 2016, 30 juin 2017 et 31 décembre 2017 ; nous avons pris connaissance des opinions de l'auditeur légal y afférentes ;
- nous avons analysé l'état de rapprochement entre les capitaux propres consolidés du groupe WESTFIELD et les contributions respectives de WCL, WFDT et WAT à ces capitaux propres ; nous avons pris connaissance de l'opinion de l'auditeur légal y afférente ;
- nous avons analysé les travaux d'évaluation du groupe WESTFIELD effectués par la société UNIBAIL-RODAMCO et ses conseils ;
- nous avons analysé la répartition des valeurs ainsi déterminées, effectuée par la société UNIBAIL-RODAMCO, entre les entités WCL, WFDT et WAT ;
- nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de l'action WESTFIELD avant l'annonce de l'Opération ;
- nous avons analysé, par sondage, les rapports des experts immobiliers mandatés par le groupe WESTFIELD pour évaluer ses actifs, dans le cadre de l'arrêté de ses états financiers ; nous avons recueilli les explications complémentaires que nous avons estimé nécessaires ;
- nous avons analysé les projections de résultats du groupe WESTFIELD, telles que les envisage UNIBAIL-RODAMCO à la suite de son analyse ;
- nous avons analysé les prévisions de résultats des analystes financiers en charge du suivi de l'action WESTFIELD, ainsi que leurs objectifs de cours de bourse pour cette action ;
- nous avons procédé à nos propres travaux d'évaluation et à des tests de sensibilité des évaluations réalisées à la variation des hypothèses afférentes aux principaux paramètres d'évaluation ;
- nous nous sommes entretenus avec l'expert financier australien, chargé d'apprécier l'opération en application de la réglementation australienne ;
- nous avons pris connaissance des prévisions de synergies devant naître de l'Opération ;
- nous avons demandé aux dirigeants des groupes WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO de nous confirmer, par écrit, l'exhaustivité des informations transmises afférentes à cette opération ;
- nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés dans le cadre de notre appréciation de la Rémunération globale de l'Opération, à la demande de l'Autorité des Marchés Financiers, en application de sa Position-Recommandation 2011-11 ;
- nous avons effectué les diligences complémentaires que nous avons estimé nécessaires.

2.2. Mode de comptabilisation de l'Apport retenu par la société UNIBAIL-RODAMCO

Comme exposé au paragraphe 1.3.2. du présent rapport, l'Apport est comptabilisé à sa valeur réelle.

A ce titre :

- l'Apport constitue un apport en nature au sens de l'article L225-147 du code de commerce ;
- l'Apport constitue un apport de titres de participation conférant le contrôle de ces participations à la société bénéficiaire de l'Apport, au sens de l'article 710-2 du Règlement 2014-03 de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan comptable général, tel que modifié ;
- dès lors, l'Apport est soumis aux dispositions du Titre VII dudit Règlement ;
- s'agissant des apports effectués par des personnes physiques, ils sont, par principe, comptabilisés à la valeur réelle ;
- s'agissant des apports effectués par des personnes morales, ils constituent :
 - des apports réalisés entre entités sous contrôle distinct, au sens de l'article 741-1 du Règlement précité ;
 - des apports à l'endroit, au sens de l'article 742-1 du Règlement précité, dans la mesure où la société initiatrice de l'Opération est la société bénéficiaire de l'Apport ;
- aussi, en application de l'article 743-1 du Règlement 2014-03 précité, l'Apport est comptabilisé à la valeur réelle.

2.3. Réalité de l'Apport

Nous avons apprécié la réalité de l'Apport des actions WCL et TH NEWCO au regard de l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause son caractère transférable.

Il convient de relever que la réalisation de l'Apport est soumise à la levée des conditions suspensives mentionnées résumées au paragraphe 1.5. ci-avant.

En particulier, la réalisation de l'Apport nécessite (i) l'obtention d'un rapport de l'expert indépendant australien, désigné en application de la réglementation australienne, concluant que l'Opération est dans le meilleur intérêt des actionnaires de WESTFIELD, (ii) l'obtention des décisions des autorités boursières nécessaires, (iii) la décision d'approbation des *Schemes of Arrangement* par la juridiction australienne compétente, en application de la réglementation applicable et (iv) l'approbation des *Schemes of Arrangement* par les actionnaires du groupe WESTFIELD.

Par ailleurs, comme exposé au paragraphe 1.2.1.2. ci-avant, l'existence et la consistance des actions TH NEWCO, objet de l'Apport, nécessite la remise préalable desdites actions aux actionnaires de WESTFIELD, au titre de l'Apport TH NEWCO, en échange de leurs titres WFDT, dans le cadre de la mise en œuvre de l'*Implementation Agreement*.

2.4. Valeur de l'Apport

Aux termes du Projet de Document E, la valeur de l'Apport s'établit à 8.197.172,977 euros.

2.4.1. Travaux d'évaluation de l'Apport effectués par la société UNIBAIL-RODAMCO

Pour déterminer la valeur de l'Apport, la société UNIBAIL-RODAMCO a procédé en deux étapes :

1. Détermination de la valeur totale du groupe WESTFIELD, mise en œuvre selon une approche multicritères, utilisant :
 - la méthode de l'actif net réévalué déterminée selon la méthode de l'EPRA (*European Public Real estate Association*) ;
 - la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
 - la méthode du cours de bourse de l'action WESTFIELD, avant l'annonce de l'Opération ;
 - la méthode des cours cibles des analystes financiers, avant l'annonce de l'Opération.
2. Détermination de la valeur de l'Apport, soit la valeur des actions WCL et TH NEWCO⁴ apportées (à l'exclusion de la valeur des titres WAT, qui ne font pas l'objet de l'Apport), sur la base :
 - de leur contribution respective aux capitaux propres consolidés du groupe WESTFIELD au 31 décembre 2017, qui s'établissent à 67,21% pour l'ensemble WCL et WFDT et 32,79% pour WAT ;
 - de la quote-part de leur capital apportée.

Sur la base de ces travaux d'évaluation, aux termes du paragraphe 2.4.4.3. du Projet de Document E, « *Compte tenu de la prépondérance immobilière d'Unibail-Rodamco, c'est essentiellement la NAV qui a été retenue pour déterminer la valeur de l'Apport, ainsi que la méthode du DCF hors impact des synergies. Par ailleurs, les différentes méthodes de valorisation utilisées ne tiennent compte d'aucune prime de contrôle, ni de la valorisation des synergies attendues, ni même de la valorisation de la marque Westfield. En conséquence, la valeur de l'Apport a été retenue dans la fourchette entre la NAV et la valeur du DCF, hors impact des synergies* » (traduction libre).

La valeur de l'Apport a ainsi été fixée à la somme de 8.197.172,977 euros.

⁴ Comme indiqué au paragraphe 1.2.1.2. ci-avant, au moment de l'Apport, le patrimoine de la société TH NEWCO sera constitué des seuls titres WFDT, à elle apportés au titre de l'Apport TH NEWCO.

2.4.2. Appréciations quant aux méthodes de valorisation mises en œuvre et travaux des commissaires aux apports

Nous constatons que les méthodes de valorisation de l'Apport, mises en œuvre pour déterminer la valeur de l'Apport, relèvent de méthodes usuelles en matière de valorisation d'entreprise, et pertinentes pour des entreprises immobilières telles que le groupe WESTFIELD.

a) Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser une société :

- sur la base de ses capitaux propres consolidés, tels qu'ils apparaissent dans ses états financiers ;
- réévalués des plus-values latentes estimées, non reconnues dans les capitaux propres consolidés, en vertu de la réglementation comptable applicable.

Nous observons que :

- la méthode de l'actif net réévalué est usuellement retenue en matière de valorisation de sociétés foncières ;
- les principes de son application sont notamment régis par une association professionnelle reconnue, l'EPRA (*« European Public Real estate Association »*), qui promeut les bonnes pratiques les plus utilisées en Europe en matière de publication financière ;
- dans les comptes consolidés du groupe WESTFIELD, les actifs correspondant à des immeubles de placement sont évalués à la juste valeur, sur la base d'expertises immobilières externes ;
- les capitaux propres consolidés du groupe WESTFIELD retenus intègrent la valeur des sociétés mises en équivalence, sur la base de la quote-part détenue par le groupe dans les capitaux propres de ces sociétés, après réévaluation de leurs immeubles de placement à la juste valeur, sur la base d'expertises immobilières externes ;
- cette méthode permet d'appréhender la valeur d'une société foncière, sur la base, pour les actifs immobiliers, de valorisations résultant d'expertises immobilières effectuées par des évaluateurs spécialisés, les éléments contribuant à son calcul étant ensuite soumis à la revue des auditeurs légaux dans le cadre de leur mission légale ;
- en outre, la société UNIBAIL-RODAMCO a valorisé (i) les projets immobiliers en cours de développement, estimés sur la base de leurs coûts et revenus futurs et (ii) les activités de services exercées par le groupe WESTFIELD, elles-mêmes valorisées par la méthode des flux de trésorerie actualisés, corroborée par l'observation des niveaux de multiples induits.

Nous avons :

- pris connaissance du processus mis en œuvre pour le calcul de l'actif net réévalué du groupe WESTFIELD ;
- pris connaissance, par sondage, des rapports d'expertise immobilière sur lesquels se fondent les évaluations des immeubles détenus ; corroboré ces évaluations avec les montants retenus dans les comptes consolidés du groupe WESTFIELD ; recueilli les précisions complémentaires que nous avons estimé nécessaire d'obtenir ;
- analysé les valorisations des projets immobiliers en développement et des activités de service, effectuées par la société UNIBAIL-RODAMCO ; nous nous sommes entretenus avec les opérationnels en charge de ces évaluations et avons recueilli les précisions complémentaires que nous avons estimé nécessaires ;
- effectué les vérifications arithmétiques que nous avons estimé nécessaires ;
- effectué les tests de sensibilité de la valorisation effectuée selon la méthode de l'actif net réévalué, aux principaux paramètres concourant à sa détermination ;
- pris en compte les dernières données financières disponibles du groupe WESTFIELD, soit celles au 31 décembre 2017 ;
- effectué les autres diligences que nous avons estimé nécessaires.

b) Flux de trésorerie actualisés

Cette méthode permet d'appréhender la valeur d'une société sur la base, à la fois :

- de sa rentabilité prévisionnelle, elle-même fondée sur des prévisions d'exploitation à moyen terme ;
- de l'appréciation du risque de son activité par le marché, à travers l'utilisation d'un taux d'actualisation ;
- de sa situation financière, au travers du niveau d'endettement net retenu.

Dans la mesure où elle est fondée sur des prévisions d'activité, cette méthode est pertinente dès lors que l'évaluation porte sur une participation majoritaire, ce qui est le cas en l'espèce pour l'Appart.

Nous observons que :

- en l'absence d'information publique, la société UNIBAIL-RODAMCO, pour déterminer les flux de trésorerie futurs nécessaires à la mise en œuvre de cette méthode, dont les résultats figurent dans le Projet de Document E, s'est fondée sur les prévisions émises en la matière par deux analystes financiers chargés du suivi de l'action WESTFIELD ;

- la société UNIBAIL-RODAMCO a, par ailleurs, modélisé sa propre appréciation des prévisions financières de WESTFIELD, sur la base des informations recueillies au cours du processus de préparation de l'Opération ;
- les résultats de la méthode des flux de trésorerie sont particulièrement sensibles aux paramètres retenus dans sa mise en œuvre, en particulier le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini.

Nous avons :

- pris connaissance des prévisions d'activité retenues par les analystes financiers ;
- pris connaissance des prévisions d'activité modélisées par la société UNIBAIL-RODAMCO, sur la base des informations recueillies au cours du processus de préparation de l'Opération ;
- pris connaissance des modalités de détermination du taux d'actualisation retenu et procédé à nos propres analyses ;
- pris connaissance de l'endettement net retenu ;
- effectué les vérifications arithmétiques que nous avons estimé nécessaires ;
- effectué les tests de sensibilité de la valorisation effectuée selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, aux principaux paramètres concourant à sa détermination ;
- pris en compte les dernières données financières disponibles du groupe WESTFIELD, soit celles au 31 décembre 2017 ;
- effectué les autres diligences que nous avons estimé nécessaires.

c) Cours de bourse

Ce critère permet d'appréhender directement la valeur d'une société sur la base du cours de bourse de son action.

Il présente l'avantage de résulter, de manière directe, de la confrontation de l'offre et de la demande, sur un marché régulé et organisé.

En revanche :

- il ne permet d'approcher la valeur d'une société que de manière imparfaite, si les caractéristiques existantes et potentielles de ladite société ne sont pas parfaitement appréhendées par les opérateurs de marché ;
- s'agissant des sociétés foncières, leur cours de bourse est souvent affecté d'une décote, au regard de la valeur de leurs actifs immobiliers ;
- il constitue une approche mesurant la valeur d'actions détenues à titre minoritaire et n'intègre pas la prime de contrôle que confère la détention majoritaire d'une entité, comme celle qui doit résulter de l'Appart.

Nous avons :

- pris connaissance des cours de bourse de l'action WESTFIELD observés par la société UNIBAIL-RODAMCO préalablement à l'annonce de l'Opération ;
- procédé à nos propres analyses de ces cours de bourse ;
- pris connaissance de la pertinence du cours de bourse de l'action WESTFIELD, au regard du volume de transactions réalisées sur cette action ;
- effectué les autres diligences que nous avons estimé nécessaires.

d) Objectifs de cours de bourse des analystes financiers

Cette méthode permet d'appréhender directement la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours de bourse, publiés par les analystes financiers qui assurent le suivi de l'action de ladite société.

Elle permet de bénéficier de l'analyse d'opérateurs de marchés spécialistes de la société évaluée. Elle présente, en revanche, l'inconvénient de ne reposer que sur des prévisions, par principe sujettes à aléas, et dont l'analyse sous-jacente n'est, de surcroît, pas toujours aisée à rationaliser. En outre, elle constitue, comme la méthode du cours de bourse, une approche de valorisation de titres minoritaires.

Nous avons :

- pris connaissance des objectifs de cours de bourse de l'action WESTFIELD publiés par les analystes financiers, préalablement à l'annonce de l'Opération, retenus par la société UNIBAIL-RODAMCO ;
- procédé à nos propres observations ;
- pris connaissance du nombre et de la qualité des analystes financiers retenus ;
- effectué les autres diligences que nous avons estimé nécessaires.

e) Modalités d'affectation de la valeur totale de WESTFIELD aux entités incluses dans l'Apport, WCL et WFDT

La valeur de l'Apport a été déterminée en affectant la valeur de la totalité du groupe WESTFIELD (constitué des trois entités WCL, WFDT et WAT), déterminée selon les méthodes décrites aux a) à d) ci-avant, aux deux entités incluses dans l'Apport, WCL et WFDT⁵, sur la base de leur contribution aux capitaux propres consolidés du groupe WESTFIELD, au 31 décembre 2017.

⁵ Comme indiqué au paragraphe 1.2.1.2. ci-avant, au moment de l'Apport, le patrimoine de la société TH NEWCO sera constitué des seuls titres WFDT, apportés à elle au titre de l'Apport TH NEWCO.

Nous avons :

- pris connaissance des calculs d'affectation effectués par la société UNIBAIL-RODAMCO ;
- pris connaissance du rapport de procédures convenues, établi par l'auditeur légal du groupe WESTFIELD, relatif aux contributions respectives des entités WCL, WFDT et WAT, aux capitaux propres consolidés du groupe WESTFIELD au 31 décembre 2017 ;
- relevé que ces capitaux propres consolidés :
 - o comprenaient la juste valeur des propriétés immobilières du groupe WESTFIELD (y compris pour la quote-part de celles détenues par des sociétés mises en équivalence), retenues sur la base de rapports d'experts immobiliers ;
 - o correspondaient aux montants mentionnés dans les états financiers certifiés sans réserve par l'auditeur légal ;
- procédé à des simulations alternatives sur la base d'une affectation plus effective de la valeur des actifs et passifs du groupe WESTFIELD aux entités dont les titres sont apportés ;
- effectué les autres diligences que nous avons estimé nécessaires.

f) Méthodes d'évaluation non retenues

La méthode des multiples de sociétés comparables cotées et la méthode des multiples de transactions réalisées n'ont pas été retenues par la société UNIBAIL-RODAMCO, en raison (i) de l'absence de société identifiée véritablement comparable au groupe WESTFIELD, en matière, notamment, de niveau qualitatif des centres commerciaux exploités et de niveau de projets en développement, et (ii) du manque d'information, quant à ces caractéristiques, des sociétés susceptibles d'être considérées comme comparables à WESTFIELD.

Nous observons, en outre, que les caractéristiques comptables des sociétés foncières et le rythme de reconnaissance de leur résultat (en fonction de la mise en exploitation ponctuelle d'actifs, puis de l'évolution, non linéaire, de la juste valeur de leurs actifs) rendent délicate la mise en œuvre de cette méthode sur des bases consistantes, que nous n'avons pas non plus retenue.

2.4.3. Résultat des travaux des commissaires aux apports

Sur la base des travaux que nous avons effectués, tels que mentionnés au paragraphe 2.4.2. ci-avant, il convient de relever les éléments suivants :

2.4.3.1. Méthodes de valorisation

Pour les raisons exposées au paragraphe 2.4.2. ci-avant, pour apprécier la valorisation du groupe WESTFIELD :

- les méthodes qui nous semblent devoir être privilégiées sont celles de l'actif net réévalué et des flux de trésorerie actualisés ;
- la méthode des cours de bourse et la méthode des objectifs de cours des analystes nous semblent devoir être considérées à titre de recouplement, en prenant en compte le fait qu'elles se fondent sur des analyses de valeurs de participations minoritaires ;
- les méthodes de multiples de sociétés comparables (sociétés cotées ou transactions) ne nous apparaissent pas pouvoir être mises en œuvre de manière appropriée.

Nous avons également considéré la prime liée au contrôle du groupe WESTFIELD qu'octroierait l'Opération, ainsi que les synergies attendues de l'Opération.

A titre de recouplement, nous avons également observé la valeur du groupe WESTFIELD induite par la Rémunération globale de l'Opération, compte tenu du cours de bourse de l'action UNIBAIL-RODAMCO et de la parité euro/dollar au jour de l'annonce de l'Opération. Nous observons que la Rémunération globale de l'Opération résulte d'une offre effectuée, par un professionnel de l'immobilier, soumis à la surveillance des autorités administratives boursières, à l'aide de ses conseils financiers, à l'issue d'un processus d'acquisition organisé.

2.4.3.2. Valeurs individuelles

Aux termes du Projet de document E, les valeurs individuelles des apports ne sont pas mentionnées. Nous ne formulons donc pas d'observation y afférente.

2.4.3.3. Points d'attention des commissaires aux apports

Sur la base des travaux que nous avons effectués, tels que mentionnés au paragraphe 2.4.2. ci-avant, il convient de relever les éléments suivants :

- nous rappelons que l'activité exercée par les entités WCL et WFDT (dont les titres doivent être transférés à TH NEWCO), et la valeur de l'Apport qui en résulte, sont soumises aux facteurs de risques mentionnés au chapitre 5.3.5. du Projet de Document E ;
- les résultats de la méthode des flux de trésorerie actualisés (dans une large mesure) et de la méthode de l'actif net réévalué (dans une moindre mesure) reposent sur des prévisions d'activité des entités dont les titres sont apportés ; par principe, ces prévisions sont soumises à aléas ;
- en particulier, la valeur de l'Apport repose en partie sur la capacité des centres commerciaux exploités par WCL et WFDT à appréhender les mutations actuelles des

activités de distribution et, notamment leur digitalisation progressive ; les actions entreprises par le groupe WESTFIELD en ce sens, orientées notamment vers le développement de l'« expérience client », sont destinées à répondre à cet enjeu ; c'est dans l'hypothèse d'une réussite de ces actions que la valeur de l'Apport a été appréciée ;

- les résultats de la méthode de l'actif net réévalué reposent en grande partie sur le maintien du niveau actuel des marchés américain et britannique de l'immobilier commercial ; en cas de variation négative substantielle, non connue à ce jour, ces résultats seraient amenés à être révisés, le cas échéant de manière significative, à la baisse ;
- la valeur de l'Apport repose en partie sur le maintien du régime fiscal spécifique aux *Real Estate Investment Trusts*, actuellement applicable aux activités du groupe WESTFIELD au Royaume-Uni et aux Etats-Unis ; c'est dans l'hypothèse d'un maintien de ce régime que la valeur de l'Apport a été appréciée ;
- la valeur de l'Apport, exprimée en euros, repose en partie sur le maintien de parités monétaires de l'euro à l'égard du dollar américain et de la livre sterling, à des niveaux comparables à ceux actuellement observés.

2.4.3.4. Appréciation de la valeur globale de l'Apport

Sur la base des diligences que nous avons effectuées, notre appréciation des méthodes d'évaluation mises en œuvre permet d'encadrer la valeur de l'Apport, cette dernière se situant entre la valeur issue de la méthode de l'actif net réévalué et celle issue de la méthode DCF.

La méthode de l'actif net réévalué est particulièrement pertinente pour la valorisation d'une société foncière. Pour tenir compte des autres éléments qui n'y sont pas intégrés, tels que la marque, et pour refléter également la valeur de prise de contrôle d'un vaste portefeuille d'actifs, le fait de considérer, comme l'a fait UNIBAIL-RODAMCO, que la valeur de l'Apport se situe entre le résultat de la méthode de l'actif net réévalué et celui de la méthode DCF, établi sur la base du consensus des analystes, hors synergies, n'appelle pas de commentaire de notre part.

En conséquence, nos diligences ne remettent pas en cause la valeur de l'Apport.

La valeur globale de l'Apport n'appelle pas d'autre observation de notre part.

3. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'Apport retenue s'élève à 8.197.172,977 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur de l'Apport est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 28 mars 2018

Les commissaires aux apports

Dominique MANIAS



Olivier PERONNET



Jean-Jacques DEDOUIT

