

**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 €  
7 place du Chancelier Adenauer  
75016 Paris  
RCS de Paris n° 682 024 096

---

### **Rapport des Commissaires aux apports afférent au caractère équitable de la rémunération globale proposée par la société UNIBAIL-RODAMCO en contrepartie des titres du groupe WESTFIELD**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Paris  
du 1<sup>er</sup> février 2018*

*Mission complémentaire  
sollicitée par l'Autorité des Marchés Financiers  
en date du 23 février 2018*

**Rapport des Commissaires aux apports  
afférent au caractère équitable de la rémunération  
globale proposée par la société UNIBAIL-RODAMCO en  
contrepartie des titres du groupe WESTFIELD**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

Par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 1<sup>er</sup> février 2018, nous avons été désignés commissaires aux apports dans le cadre de 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.

Par courriel en date du 23 février 2018, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) 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 du caractère équitable de la rémunération globale dans le cadre de l'opération de rapprochement entre les groupes WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO. A cette fin, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération globale du rapprochement entre les groupes WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO. Notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération résulte des modalités de l'Opération (telle que définie ci-après), décrites dans le projet de note d'opération qui nous a été communiqué en date du 28 mars 2018 (« Projet de Document E »), et qui ont été arrêtées dans un accord cadre (« *Implementation Agreement* ») signé par les représentants des groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD en date du 12 décembre 2017. Cette Opération porte sur l'acquisition des titres du groupe WESTFIELD par UNIBAIL-RODAMCO, par voie d'échange de titres et paiement en numéraire (ci-après l'Opération).

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération sont pertinentes, et d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération globale par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du présent 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 prévu par la Position-Recommandation 2011-11 de l'AMF relative à la mission du commissaire aux apports, et est destiné à des personnes soumises à la loi française, en l'espèce les actionnaires d'UNIBAIL-RODAMCO. Il répond aux exigences de cette réglementation mais pas à celles de la réglementation australienne, dont bénéficient les actionnaires de WESTFIELD, quand bien même notre rapport serait porté à la connaissance de toutes les parties concernées par l'Opération.

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.

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

- 1. Présentation de l'Opération**
- 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'Opération**
- 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération globale proposée**
- 4. Synthèse**
- 5. Conclusion**

## 1. Présentation de l'Opération

### 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, devant donner naissance au « *premier créateur et opérateur mondial de centres de shopping de destination* ».

Le groupe WESTFIELD est composé de trois entités : WESTFIELD CORPORATION LIMITED (ci-après « WCL »), WESTFIELD AMERICA TRUST (ci-après « WAT »), et WFD TRUST (ci-après « WFDT »), dont les titres font l'objet d'un jumelage (*stapled securities*), tout actionnaire de WESTFIELD détenant ainsi un même nombre de titres de chacune des trois entités. Ces titres ainsi jumelés, font l'objet d'une cotation unique sur l'*Australian Securities Exchange* (ASX).

L'Opération comporte des opérations de réorganisation préalables, aussi bien au sein d'UNIBAIL-RODAMCO que de WESTFIELD, et l'acquisition des trois entités composant actuellement WESTFIELD, sera principalement réalisée sous la forme de plusieurs *Schemes of arrangement* de droit australien :

1. Déjumelage des titres WCL, WAT et WFDT ;
2. Acquisition de WAT par US NEWCO, société nouvelle de droit américain créée par UNIBAIL-RODAMCO (*WAT Trust Scheme*) ;
3. Apport par UNIBAIL-RODAMCO des actions US NEWCO à NEWCO BI (qui deviendra WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V.), société nouvelle de droit néerlandais ;
4. Apport des titres WFDT représentatifs de 100% de son capital, à une société nouvelle de droit néerlandais, UNIBAIL-RODAMCO TH B.V. (ci-après « TH NEWCO ») ;
5. Apport de titres WCL et TH NEWCO à UNIBAIL-RODAMCO conformément au *Share Scheme* (l'Apport), étant précisé que l'activité OneMarket<sup>1</sup> aura fait l'objet d'une scission à hauteur de 90% préalablement à l'Apport (ci-après « Scission OneMarket »).

---

<sup>1</sup> OneMarket, anciennement Westfield Retail Solutions, est la plateforme technologique de WESTFIELD.

L'opération de déjumelage et les différents *schemes* sont conditionnés de sorte que le déjumelage ne peut avoir lieu que si les *schemes* sont mis en place, et vice-versa.

Notre désignation en qualité de commissaires aux apports s'inscrit dans le cadre de l'Apport. Le présent rapport sur la rémunération globale de l'Opération constitue une annexe à notre rapport émis sur la valeur des apports ; il porte sur l'Opération globale, et non sur le seul périmètre de l'Apport.

Au terme de cette procédure, les actionnaires du groupe WESTFIELD :

- deviendront détenteurs de titres jumelés des sociétés UNIBAIL-RODAMCO, et WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V. ;
- et percevront un montant en numéraire.

Ainsi, les actionnaires du groupe WESTFIELD recevront, en échange d'une unité de titres jumelés WCL, WAT et WFDT :

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

(ci-après, ensemble, la « Rémunération »).

A l'issue de l'Opération, les anciens actionnaires d'UNIBAIL-RODAMCO et de WESTFIELD détiendront respectivement, environ 72%, et 28%<sup>2</sup> du capital d'UNIBAIL-RODAMCO.

---

<sup>2</sup> Ces taux sont donnés à titre d'illustration sur une base complètement diluée et sur la base des capitalisations respectives au 11 décembre 2017, et dépendront du nombre d'actions en circulation d'UNIBAIL-RODAMCO et de WESTFIELD à la date d'effet.

## 1.2 Présentation des sociétés en présence

### 1.2.1 Westfield

Le groupe WESTFIELD (ci-après « WESTFIELD ») est une entité économique composée des trois entités juridiques WCL, WFDT et WAT, dont les actions ou parts respectives font l'objet d'un jumelage (*stapled securities*), aux termes des statuts respectifs de ces trois entités 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 d'actions ou parts de chacune des trois entités.

A la date du présent rapport, 2.078.089.686<sup>3</sup> triplets d'actions et parts font l'objet d'une cotation unique sur l'*Australian Securities Exchange* (ASX). Par ailleurs, 22.381.487<sup>4</sup> triplets supplémentaires sont susceptibles d'être émis, en application de plans d'intéressement du personnel.

Au 31 décembre 2017<sup>5</sup>, ils sont détenus principalement par :

- la famille LOWY, à hauteur de 9,6% ;
- 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.* ».<sup>6</sup>

Il est implanté principalement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et détient une participation dans 35 centres commerciaux.

---

<sup>3</sup> Source : Etats financiers du groupe WESTFIELD au 31 décembre 2017.

<sup>4</sup> Source : projet de Securityholder Booklet du 13 mars 2018.

<sup>5</sup> Source : Etats financiers du groupe WESTFIELD au 31 décembre 2017.

<sup>6</sup> Source : Communiqué de presse publié par UNIBAIL-RODAMCO en date du 12 décembre 2017.

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*<sup>7</sup>, qui représentent 84%<sup>8</sup> des actifs sous gestion.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, le groupe WESTFIELD a enregistré un chiffre d'affaires consolidé de 2,1 milliards de dollars américains<sup>9</sup> (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. Ses capitaux propres consolidés, part du groupe, s'établissent à 10,8 milliards de dollars américains.

### **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<sup>er</sup> janvier, et s'achève le 31 décembre.

Au 31 décembre 2017, 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 d'instruments financiers.

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

---

<sup>7</sup> Source : Westfield Corporation, *full year results presentation 2017*.

<sup>8</sup> Source : *Ibid.*

<sup>9</sup> Source : Etats financiers du groupe WESTFIELD au 31 décembre 2017.

Au 31 décembre 2017<sup>10</sup>, elles sont détenues principalement par :

- le groupe APG ASSET MANAGEMENT, à hauteur de 6,0% ;
- le groupe BLACKROCK, à hauteur de 4,6%<sup>11</sup> ;
- le groupe DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT INVESTMENT, à hauteur de 3,4%.

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* »<sup>12</sup>.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, le groupe UNIBAIL-RODAMCO a enregistré des loyers nets consolidés de 1,58 milliard d'euros et un résultat net consolidé, part du groupe, de 2,44 milliards d'euros. Ses capitaux propres consolidés, part du groupe, s'établissent à 18,92 milliards d'euros.

### 1.2.3 Liens entre les sociétés

À la date du présent rapport, UNIBAIL-RODAMCO détient un *cash-settled equity swap* (tel que défini dans le glossaire du Projet de Document E), portant sur environ 4,90% des intérêts économiques du groupe WESTFIELD.

## 1.3 Description de l'Opération

Comme indiqué précédemment, l'Opération s'inscrit dans le cadre du rapprochement des groupes UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD, qui sera formalisé par plusieurs *Schemes of arrangement* devant permettre l'acquisition des titres du groupe WESTFIELD par UNIBAIL-RODAMCO.

Compte tenu de la forte complémentarité géographique des deux groupes, ce rapprochement doit permettre la création d'un leader global de l'immobilier commercial positionné stratégiquement dans 27 des métropoles les plus dynamiques au monde.

---

<sup>10</sup> Source : UNIBAIL-RODAMCO.

<sup>11</sup> La participation de BLACKROCK est passée à 10,01% au 19 janvier 2018 (source : déclaration de franchissement de seuil en date du 22 janvier 2018).

<sup>12</sup> Source : Site internet d'UNIBAIL-RODAMCO.



Par ailleurs, cette opération doit permettre de réaliser progressivement des synergies estimées par le management d'UNIBAIL-RODAMCO à hauteur de 100 millions d'euros en année pleine, dont 40 millions générés par les revenus, et 60 millions par l'optimisation des frais de structure<sup>13</sup>.

#### Date d'effet de l'Opération

Conformément au *Corporations Act*, les *Schemes of Arrangement* deviendront effectifs dès que la Cour fédérale australienne (Sydney Registry) aura statué sur leur approbation. Cette approbation est attendue en mai 2018.

### **1.4 Conditions suspensives**

L'Opération est soumise aux conditions suspensives prévues aux articles 3 des *Schemes of Arrangement*, soit, cumulativement :

- 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.

---

<sup>13</sup> Source : communiqué de presse du 12 décembre 2017.

## **2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'Opération**

### **2.1 Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports**

Notre mission prévue par la réglementation, ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur, et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'Opération et le positionnement de la Rémunération par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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 représentants et les conseils des sociétés concernées, tant pour prendre connaissance de l'opération globale de rapprochement et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières et juridiques envisagées ;
- nous avons examiné l'*Implementation Agreement* du 12 décembre 2017 et les différents *Schemes of Arrangement* qui y sont annexés ;
- nous avons examiné les projets de prospectus devant être déposés auprès du régulateur du marché français (AMF) ;
- nous avons pris connaissance des informations juridiques et comptables servant de base à l'Opération ;
- nous avons pris connaissance des comptes consolidés du groupe WESTFIELD pour 2016 et 2017, ainsi que du document de référence 2016 et des projets de comptes annuels et consolidés 2017 d'UNIBAIL-RODAMCO ;
- nous avons pris connaissance de l'information publiée par le groupe WESTFIELD, groupe coté à la bourse de Sydney, ainsi que des notes d'analystes et du consensus sur son titre ;

- nous nous sommes entretenus avec l'expert indépendant mandaté par WESTFIELD chargé d'apprécier l'Opération en application de la réglementation australienne ;
- nous avons analysé et discuté les analyses financières qui figurent en section 2.4 de du Projet de document E, établies avec l'assistance des banques conseil d'UNIBAIL-RODAMCO ;
- nous avons analysé la pertinence des critères retenus, revu les paramètres de leur mise en œuvre, procédé à différentes analyses de sensibilité, et mis en œuvre nos propres approches des valeurs telles que nous les avons estimées appropriées ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants des sociétés concernées par l'Opération confirmant l'exhaustivité des informations transmises y afférentes ;
- nous avons retenu comme une hypothèse de travail l'absence d'incidences fiscales significatives propres à l'Opération ;
- enfin, nous avons accompli des diligences spécifiques au contrôle de l'Apport, dont nous rendons compte dans un rapport distinct.

## 2.2 Méthodes d'évaluation retenues pour déterminer la Rémunération

Conformément à l'*Implementation Agreement* signé par les représentants des parties en date du 12 décembre 2017 et ses annexes, la Rémunération s'établit à 0,01844 unité de titres jumelés UNIBAIL-RODAMCO et WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V., et 2,67 dollars américains pour 1 triplet de titres WESTFIELD (par commodité, nous désignerons ci-après chaque triplet de titres WESTFIELD par « action WESTFIELD », et chaque unité de titres jumelés UNIBAIL-RODAMCO et WFD UNIBAIL-RODAMCO N.V. par « action UNIBAIL-RODAMCO »).

Dans son approche de valorisation multicritères établie avec l'aide de ses banques conseils, UNIBAIL-RODAMCO a retenu les critères suivants :

- la valeur de l'actif net réévalué (Actif net EPRA<sup>14</sup> ou EPRA NAV<sup>15</sup>) ;
- la méthode d'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF<sup>16</sup>) ;
- les cours de bourse préalablement à l'annonce, et historiques ;
- les objectifs de cours de bourse des analystes financiers.

---

<sup>14</sup> European Public Real estate Association.

<sup>15</sup> Net Asset Value.

<sup>16</sup> Discounted Cash Flows.

Le projet de Document E présente l'opération d'Apport, en termes de valorisation et de rémunération, et élargit l'analyse à la Rémunération de l'Opération globale de rapprochement (section 2.4.4.4).

Le présent rapport analyse la Rémunération de l'Opération globale, telle que la demande en a été formulée par l'AMF.

### **2.2.1 Actif net réévalué EPRA (EPRA NAV)**

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus-values latentes estimées, non reconnues dans les capitaux propres consolidés en vertu de la réglementation comptable applicable. Les principes de son application sont notamment régis par l'EPRA, association professionnelle reconnue dans le secteur immobilier.

La valeur de l'actif net EPRA par action WESTFIELD a été calculée par UNIBAIL-RODAMCO sur la base des informations financières fournies par WESTFIELD. L'actif net EPRA par action WESTFIELD estimé par UNIBAIL-RODAMCO ressort, après impact de la Scission OneMarket, à 6,99 dollars américains au 30 juin 2017.

L'actif net EPRA par action UNIBAIL-RODAMCO, tel que publié dans ses comptes consolidés, s'élève à 206,20€, soit 243,34 dollars américains<sup>17</sup> au 30 juin 2017.

### **2.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon de ce plan.

L'analyse a été menée sur la base des données prévisionnelles issues d'un consensus d'analystes pour la période 2017-2019, qui ont ensuite été extrapolées par UNIBAIL-RODAMCO sur la période 2020-2023.

Compte tenu du « bridge » EV/Eq<sup>18</sup> de 9.208 millions dollars américains, la valeur centrale des fonds propres de WESTFIELD ainsi calculée ressort à 16.658 millions de dollars américains. Sur la base de 2.078,1 millions d'actions, la valeur de l'action WESTFIELD ressort à 8,02 dollars américains.

---

<sup>17</sup> En retenant un taux EUR/USD de 1,18 au 11 décembre 2017.

<sup>18</sup> Bridge EV/Eq : éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Compte tenu du « bridge » EV/Eq de 16.202 millions d'euros, la valeur centrale des fonds propres d'UNIBAIL-RODAMCO ainsi calculée ressort à 26.051 millions d'euros, soit 30.740 millions de dollars américains<sup>19</sup>. Sur la base de 100,6 millions d'actions, la valeur de l'action UNIBAIL-RODAMCO ressort à 305,59 dollars américains.

### 2.2.3 Cours de bourse, préalablement à l'annonce de l'Opération, et historiques

Les cours de bourse analysés sont :

- le cours spot du 11 décembre 2017, préalablement à l'annonce de l'Opération ;
- le CMPV<sup>20</sup> 1 mois ;
- le CMPV 2 mois ;
- le CMPV 3 mois ;
- le CMPV 6 mois.

Sur la base de ce critère, les valeurs de l'action WESTFIELD, telles que présentées dans le Projet de Document E, sont les suivantes :

	Cours de bourse (AUD)	Taux de change AUD/USD	Cours de bourse (USD)	Scission OneMarket (USD)	Cours de bourse ajusté (USD)
	A	B	C=A/B	D	=C-D
Spot 11/12/2017	8,50	1,327	<b>6,41</b>	0,09	<b>6,32</b>
CMPV 1 mois	8,35	1,318	<b>6,34</b>	0,09	<b>6,25</b>
CMPV 2 mois	8,09	1,305	<b>6,20</b>	0,09	<b>6,11</b>
CMPV 3 mois	7,94	1,291	<b>6,15</b>	0,09	<b>6,06</b>
CMPV 6 mois	7,94	1,287	<b>6,17</b>	0,09	<b>6,09</b>

Les cours de bourse WESTFIELD sont exprimés en dollars australiens. Ils ont été convertis en dollars américains, et ajustés de l'impact de la Scission OneMarket<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> En retenant un taux EUR/USD de 1,18 au 11 décembre 2017.

<sup>20</sup> CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes.

<sup>21</sup> La Scission OneMarket aura un impact de 180 millions de dollars américains, soit 0,09 dollar américain par action WESTFIELD.

Sur la base du critère du cours de bourse, les valeurs de l'action UNIBAIL-RODAMCO, telles que présentées dans le Projet de Document E, sont les suivantes :

	<b>Cours de bourse (EUR)</b>	<b>Taux de change EUR/USD</b>	<b>Cours de bourse (USD)</b>
Spot 11/12/2017	224,1	1,180	<b>264,5</b>
CMPV 1 mois	218,7	1,181	<b>258,4</b>
CMPV 2 mois	215,4	1,175	<b>253,2</b>
CMPV 3 mois	212,8	1,178	<b>250,7</b>
CMPV 6 mois	215,5	1,166	<b>251,3</b>

#### 2.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes financiers

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Selon ce critère, les valeurs de l'action WESTFIELD, telles que présentées dans le Projet de Document E, s'établissent comme suit :

<b>Date</b>	<b>Analyste</b>	<b>Cours cible (AUD)</b>	<b>Taux de change AUD/USD</b>	<b>Cours cible (USD)</b>	<b>Scission OneMarket (USD)</b>	<b>Cours cible ajusté (USD)</b>
		<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C=A/B</b>	<b>D</b>	<b>=C-D</b>
11-déc-17	JP Morgan	10.60	1.327	<b>7.99</b>	0.09	<b>7.90</b>
14-nov-17	Macquarie	9.59	1.310	<b>7.32</b>	0.09	<b>7.23</b>
09-nov-17	UBS	9.35	1.302	<b>7.18</b>	0.09	<b>7.09</b>
27-oct-17	Goldman Sachs	8.42	1.303	<b>6.46</b>	0.09	<b>6.38</b>
06-oct-17	Morgan Stanley	7.40	1.287	<b>5.75</b>	0.09	<b>5.66</b>
16-août-17	Credit Suisse	8.95	1.262	<b>7.09</b>	0.09	<b>7.01</b>
<b>Moyenne</b>		<b>9.05</b>		<b>6.97</b>	<b>0.09</b>	<b>6.88</b>

Selon ce critère, les valeurs de l'action UNIBAIL-RODAMCO, telles que présentées dans le Projet de Document E, s'établissent comme suit :

Date	Analyste	Cours cible (EUR)	Taux de change EUR/USD	Cours cible (USD)
11-déc-17	Jefferies	224,0	1,177	263,6
11-déc-17	Barclays	240,0	1,177	282,5
30-nov-17	Exane BNP Paribas	240,0	1,190	285,7
27-oct-17	Société Générale	260,0	1,161	301,8
27-oct-17	Kempner & Co	245,0	1,161	284,4
27-oct-17	HSBC	270,0	1,161	313,4
27-oct-17	ING Bank	255,0	1,161	296,0
27-oct-17	Kepler Cheuvreux	220,0	1,161	255,4
27-oct-17	Bank Degroof Petercam	235,0	1,161	272,8
26-oct-17	JP Morgan	270,0	1,165	314,6
23-oct-17	Crédit Suisse	222,3	1,175	261,2
<b>Moyenne</b>		<b>243,8</b>		<b>284,7</b>

### 2.2.5 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 pour la valorisation du groupe WESTFIELD 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 ces méthodes sur des bases consistantes.

Pour des raisons de comparabilité, les mêmes méthodes ont été écartées pour la valorisation d'UNIBAIL-RODAMCO. Nous ne les avons pas retenues non plus.

## 2.2.6 Synthèse des valeurs relatives

Nous présentons ci-dessous la synthèse des valeurs relatives d'une action WESTFIELD et d'une action UNIBAIL-RODAMCO, issues du Projet de Document E :

	WESTFIELD	UNIBAIL-RODAMCO	Rémunération implicite par action WESTFIELD	Prime induite par les termes de l'Opération
	Valeur par action (USD) <sup>1</sup>	Valeur par action (USD) <sup>1</sup>	(USD)	Composante titres : 0.0184 (action Unibail par action Westfield) Composante cash (USD) : 2.67
	A	B	C = 0,01844 x B + 2,67	D = C / A - 1
NAV EPRA	6.99	243.34	7.16	2.3 %
DCF	8.02	305.59	8.31	3.6 %
Cours Spot 11/12/2017	6.32	264.46	7.55	19.4 %
CMPV 1 mois	6.25	258.41	7.44	19.0 %
CMPV 2 mois	6.11	253.16	7.34	20.0 %
CMPV 3 mois	6.06	250.67	7.29	20.3 %
CMPV 6 mois	6.09	251.32	7.30	20.0 %
Objectifs de cours	6.88	284.67	7.92	15.1 %

<sup>1</sup> Taux de change AUD/USD 11/12/2017 : 1,327

<sup>2</sup> Taux de change EUR/USD 11/12/2017 : 1,180



## **2.3 Commentaires et observations sur les évaluations exposées dans le Projet de Document E**

### **2.3.1 Sur les valeurs de WESTFIELD**

WESTFIELD possède un important portefeuille de développements futurs, ainsi que des activités aéroportuaires, de gestion immobilière et de gestion de projets actuellement non valorisées dans son bilan IFRS. La valeur d'actif net EPRA de WESTFIELD inclut la valeur attribuable à ce portefeuille et à ces activités, et apparaît donc comme un critère particulièrement pertinent pour valoriser le groupe.

La méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs nous paraît également particulièrement appropriée pour apprécier le potentiel du groupe WESTFIELD, dans la mesure où un certain nombre de projets sont actuellement en cours de développement. Nous observons qu'en l'absence de plan d'affaires communiqué par le management de WESTFIELD, la société UNIBAIL-RODAMCO s'est fondée sur les prévisions d'analystes financiers pour déterminer les flux de trésorerie futurs.

S'agissant d'une société cotée dont le flottant est significatif, le critère du cours de bourse nous paraît devoir être analysé.

La référence aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers nous semble également une référence pertinente dans la mesure où ce critère reflète les prévisions d'évolution du cours des actions WESTFIELD.

### **2.3.2 Sur les valeurs d'UNIBAIL-RODAMCO**

La valeur de l'action UNIBAIL-RODAMCO a été déterminée en retenant une approche similaire à celle retenue pour l'évaluation de l'action WESTFIELD. Dans le contexte de la présente Opération, qui consiste en un rapprochement de deux groupes du même secteur, cette approche nous paraît pertinente.

La valeur d'actif net EPRA d'UNIBAIL-RODAMCO fait ressortir la pleine valeur de son actif net.

La méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs permet d'apprécier le potentiel d'UNIBAIL-RODAMCO.

Le critère du cours de bourse nous paraît pertinent pour l'actionnaire qui va recevoir en échange de ses actions WESTFIELD, des actions de la société UNIBAIL-RODAMCO, laquelle dispose d'un flottant et d'une liquidité qui rendent la référence à son cours de bourse pertinente.

La référence aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers traduit également une appréciation pertinente du point de vue de l'actionnaire d'UNIBAIL-RODAMCO.

## **2.4 Appréciation des valeurs relatives**

### **2.4.1 Propos liminaire**

Nous examinons ci-après la rémunération induite par les 4 méthodes qui nous semblent les plus pertinentes dans le cadre de ce projet de rapprochement :

- l'actif net réévalué EPRA (EPRA NAV) ;
- l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) ;
- le critère des cours de bourse ;
- la référence aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers.

Les deux sociétés en présence opérant dans le même secteur d'activité, l'appréciation de la Rémunération suppose d'utiliser des méthodes de valorisation identiques, et de mettre en œuvre des hypothèses homogènes.

Les critères ainsi retenus par les parties et leurs banques conseils, nous paraissent adéquats pour procéder à la détermination des valeurs relatives. Nous commentons ci-après nos propres analyses.

### **2.4.2 Actif net réévalué EPRA (EPRA NAV)**

L'actif net EPRA de WESTFIELD au 30 juin 2017 a été établi selon les principes régis par l'*European Public Real estate Association*, sur la base d'un rapport de due diligence mené dans le contexte de la présente Opération.

Nous avons validé la construction de l'EPRA NAV, et n'avons pas apporté de modifications significatives.

La référence à l'actif net EPRA d'UNIBAIL-RODAMCO, qui est une donnée publique, n'appelle pas de commentaires particuliers quant à sa détermination. Il convient de noter que, contrairement à la plupart des sociétés foncières, l'actif net EPRA d'UNIBAIL-RODAMCO se situe en dessous du cours de bourse de la société.

Les actifs nets réévalués présentés dans le Projet de Document E ont été établis au 30 juin 2017. Compte tenu du calendrier de l'Opération et de la mise à disposition des informations, l'analyse de l'actif net réévalué EPRA de WESTFIELD n'a pu être mise à jour au 31 décembre 2017.

Pour information, l'actif net réévalué EPRA d'UNIBAIL-RODAMCO a évolué de +2,3% entre le 30 juin 2017 (206,2 € par action) et le 31 décembre 2017 (211,0 € par action).

### 2.4.3 Cours de bourse

S'agissant de sociétés cotées, dont le flottant est significatif (respectivement de l'ordre de 99,3%<sup>22</sup> et 92,5%<sup>23</sup> au 31 décembre 2017 pour UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD), et dont les titres font l'objet de volumes de transaction suffisants, la référence au cours de bourse nous paraît justifiée et pertinente.

L'historique des cours de bourse et de la rémunération induite sur les deux dernières années se présente comme suit :

#### Westfield - Analyse du cours de bourse

	Cours de bourse (AUD)	Taux de change AUD/USD	Cours de bourse (USD)	Scission OneMarket (USD)	Cours de bourse ajusté (USD)
	A	B	C=A/B	D	=C-D
Spot 11/12/2017	8,50	1,327	6,41	0,09	6,32
CMPV 1 mois	8,35	1,318	6,34	0,09	6,25
CMPV 2 mois	8,11	1,306	6,21	0,09	6,12
CMPV 3 mois	7,94	1,290	6,16	0,09	6,07
CMPV 6 mois	7,93	1,286	6,17	0,09	6,08
CMPV 12 mois	8,39	1,310	6,40	0,09	6,31
CMPV 24 mois	9,11	1,328	6,86	0,09	6,77

Source : Capital IQ

#### Unibail-Rodamco - Analyse du cours de bourse

	Cours de bourse (EUR)	Taux de change EUR/USD	Cours de bourse (USD)
Spot 11/12/2017	224,1	1,180	264,5
CMPV 1 mois	218,8	1,183	258,8
CMPV 2 mois	215,6	1,175	253,3
CMPV 3 mois	212,8	1,178	250,6
CMPV 6 mois	215,5	1,166	251,3
CMPV 12 mois	218,6	1,120	245,0
CMPV 24 mois	224,8	1,114	250,4

Source : Capital IQ

<sup>22</sup> Source : Capital IQ.

<sup>23</sup> Ibid.

Sur ces bases, la rémunération implicite de WESTFIELD se présente ainsi :

#### Rémunération implicite par action Westfield

USD	Cours de bourse ajusté Westfield	Cours de bourse Unibail- Rodamco	Rémunération implicite par action Westfield	Prime induite par les termes de l'Opération
	A	B	$C = 0,01844 \times \frac{B}{2,67}$	$D = C / A - 1$
Spot 11/12/2017	6,32	264,5	7,55	19,5 %
CMPV 1 mois	6,25	258,8	7,44	19,1 %
CMPV 2 mois	6,12	253,3	7,34	19,9 %
CMPV 3 mois	6,07	250,6	7,29	20,2 %
CMPV 6 mois	6,08	251,3	7,30	20,2 %
CMPV 12 mois	6,31	245,0	7,19	13,9 %
CMPV 24 mois	6,77	250,4	7,29	7,7 %

Source : Capital IQ, analyses CAA

Il convient de noter qu'il apparaît des écarts non significatifs entre les cours de bourse présentés ici, et ceux mentionnés dans le projet de Document E. Ces écarts proviennent de l'utilisation de bases de données différentes (Capital IQ versus Bloomberg/Factset).

#### 2.4.4 Objectifs de cours de bourse des analystes financiers

Les titres WESTFIELD et UNIBAIL-RODAMCO sont suivis par une dizaine d'analystes financiers, soit un nombre que nous estimons suffisant pour la mise en œuvre du critère des objectifs de cours de bourse.

Nous avons retenu les dernières notes d'analystes publiées avant l'annonce de l'Opération, pour lesquelles des explications relatives à l'objectif de cours mentionné sont détaillées.

#### Westfield - Objectif de cours des analystes

Date	Analyste	Cours cible (AUD)	Taux de change AUD/USD	Cours cible (USD)	Scission OneMarket (USD)	Cours cible ajusté (USD)
		A	B	C=A/B	D	=C-D
11-déc-17	J.P Morgan	10.60	1.327	7.99	0.09	7.90
14-nov-17	Macquarie	9.59	1.310	7.32	0.09	7.23
09-nov-17	UBS	9.35	1.302	7.18	0.09	7.09
27-oct-17	Goldman Sachs	8.42	1.303	6.46	0.09	6.38
16-août-17	Credit Suisse	8.95	1.262	7.09	0.09	7.00
	Moyenne	9.38		7.21		7.12

Sources : Bloomberg, Capital IQ

### Unibail-Rodamco - Objectif de cours des analystes

Date	Analyste	Cours cible (EUR)	Taux de change EUR/USD	Cours cible (USD)
11-déc-17	Jefferies	224,0	1,177	263,6
11-déc-17	Barclays	240,0	1,177	282,5
15-nov-17	UBS	215,0	1,184	254,6
27-oct-17	Société Générale	260,0	1,161	301,9
27-oct-17	Kempner & Co	245,0	1,161	284,4
27-oct-17	HSBC	270,0	1,161	313,5
27-oct-17	ING Bank	255,0	1,161	296,1
27-oct-17	Kepler Cheuvreux	220,0	1,161	255,4
27-oct-17	Bank Degroof Petercam	235,0	1,161	272,8
27-oct-17	Natixis	248,0	1,161	287,9
26-oct-17	J.P. Morgan	270,0	1,165	314,6
Moyenne		243,8		284,3

Sources : Bloomberg, Capital IQ et Banque de France

La rémunération induite par cette méthode ressort à 7,91 dollars américains par action WESTFIELD, et extériorise ainsi une prime de 11,1%.

#### 2.4.5 Actualisation des flux futurs de trésorerie (*Discounted cash-flows* ou « DCF »)

##### Construction des plans d'affaires

Les sociétés n'ayant pas communiqué de plan d'affaires pour les besoins de leur valorisation, la construction des plans d'affaires a été réalisée à partir des données prévisionnelles issues d'un consensus d'analystes pour la période 2017-2019, qui ont ensuite été extrapolées par le management d'UNIBAIL-RODAMCO sur la période 2020-2023, en lien avec ses banques conseils.

##### Appréciation des principales hypothèses d'évaluation par les commissaires aux apports

Nous avons procédé à la revue des principales hypothèses retenues pour l'estimation des flux futurs de trésorerie, et avons mis en œuvre notre propre évaluation, dont nous détaillons les analyses de sensibilité ci-après.

A la lumière de la documentation obtenue et des réunions de travail organisées avec les managements respectifs d'UNIBAIL-RODAMCO et de WESTFIELD, il ne nous a pas semblé nécessaire de procéder à des corrections significatives des données prévisionnelles. Nous avons néanmoins complété le consensus WESTFIELD de prévisions d'analystes complémentaires.

Dans le cadre de la mise en œuvre de notre approche DCF, nous avons positionné nos valorisations au 31 décembre 2017, et avons donc retenu la situation de dette nette à cette même date.

La position de dette nette pour UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD a été calculée sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2017 des deux sociétés.

Enfin, le nombre d'actions retenu pour le calcul de la valeur par action a été déterminé sur la base du dernier nombre d'actions en circulation connu<sup>24</sup>, retraité de l'impact éventuel des ORNANE, ORA, stock-options, actions de performance et augmentation de capital réservée aux salariés.

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital des sociétés concernées pour actualiser les flux futurs de trésorerie qui ressortent, respectivement à 6,12%, et 6,73% pour UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD.

Nous avons réalisé des analyses de sensibilité relatives, (i) au niveau de croissance à l'infini, et (ii) au taux d'actualisation.

Sur la base de notre évaluation par la méthode des DCF, les valeurs relatives des actions UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD s'établissent respectivement dans des fourchettes<sup>25</sup> allant de 274,92 à 369,00 dollars américains<sup>26</sup> et de 6,99 à 9,28 dollars américains, avec des valeurs centrales de respectivement 317,38 dollars américains<sup>27</sup> et 8,03 dollars américains.

---

<sup>24</sup> Au 31/12/2017 pour WESTFIELD et au 26/03/2018 pour UNIBAIL-RODAMCO.

<sup>25</sup> Fourchettes basses calculées à partir d'une variation de +0,1 point du taux d'actualisation et de - 0,3 point du taux de croissance à l'infini.

<sup>26</sup> En retenant un taux EUR/USD de 1,18 au 11 décembre 2017.

<sup>27</sup> En retenant un taux EUR/USD de 1,18 au 11 décembre 2017.

## 2.4.6 Synthèse des valeurs relatives et de la rémunération induite

Les critères examinés (ANR, cours de bourse, objectifs de cours, actualisation des flux de trésorerie) apparaissent pertinents pour apprécier la Rémunération.

Les résultats de la mise en œuvre de la valorisation multicritères<sup>28</sup> sont les suivants :

	WESTFIELD	UNIBAIL-RODAMCO	Rémunération implicite par action WESTFIELD	Prime induite par les termes de l'Opération
	Valeur par action (USD) <sup>1</sup> Commissaires aux apports	Valeur par action (USD) <sup>1</sup> Commissaires aux apports	(USD)	Composante titres : 0.0184 (action Unibail par action Westfield) Composante cash (USD) : 2.67
	A	B	C = 0,01844 x B + 2,67	D = C / A - 1
NAV EPRA	6.99	243.34	7.16	2.3 %
DCF	8.03	317.38	8.52	6.1 %
Cours Spot 11/12/2017	6.32	264.49	7.55	19.5 %
CMPV 1 mois	6.25	258.76	7.44	19.1 %
CMPV 2 mois	6.12	253.28	7.34	19.9 %
CMPV 3 mois	6.07	250.65	7.29	20.2 %
CMPV 6 mois	6.08	251.25	7.30	20.2 %
CMPV 12 mois	6.31	244.96	7.19	13.9 %
CMPV 24 mois	6.77	250.38	7.29	7.7 %
Objectifs de cours	7.12	284.30	7.91	11.1 %

<sup>1</sup> Taux de change AUD/USD 11/12/2017 : 1,327

<sup>2</sup> Taux de change EUR/USD 11/12/2017 : 1,180

Les valeurs relatives des actions d'UNIBAIL-RODAMCO et de WESTFIELD sont ainsi appréciées sur la base d'une approche multicritères. Les critères que nous avons retenus permettent de refléter la valeur des entités en présence, avec une pertinence relative différente pour chacun d'entre eux dans le contexte de l'Opération, et en fonction des modalités de leur mise en œuvre.

<sup>28</sup> Le cours de change retenu pour le calcul de la Rémunération correspond au taux spot au 11 décembre 2017.

### 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

#### 3.1 Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable de la Rémunération

Nous avons mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- nous avons analysé le positionnement de la Rémunération par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- nous avons également appréhendé l'incidence de la Rémunération de l'Opération sur la situation future des actionnaires d'UNIBAIL-RODAMCO.

#### 3.2 Appréciation et positionnement de la rémunération proposée

Selon les modalités de l'*Implementation Agreement*, la rémunération proposée ressort à 0,01844 action UNIBAIL-RODAMCO augmentée de la composante en numéraire de 2,67 dollars américains, pour 1 action WESTFIELD.

Sur la base d'un cours de référence au 11 décembre 2017 de 224,1 euros de l'action UNIBAIL-RODAMCO et d'un taux de change de référence €/ \$ de 1,18:

- la valeur implicite de l'action WESTFIELD s'établit à 7,55 dollars américains ;
- la parité implicite s'établit à 0,02855, déterminée comme suit :  $7,55 / (224,1 \times 1,18)$ .

Cette Rémunération fait ressortir les primes suivantes, par référence aux valeurs relatives déterminées par chacun des critères ci-dessus :

Prime induite par les termes de l'Opération	
Composante titres : 0.0184 (action Unibail par action Westfield)	
Composante cash (USD) : 2.67	
NAV EPRA	2.3 %
DCF	6.1 %
Cours Spot 11/12/2017	19.5 %
CMPV 1 mois	19.1 %
CMPV 2 mois	19.9 %
CMPV 3 mois	20.2 %
CMPV 6 mois	20.2 %
CMPV 12 mois	13.9 %
CMPV 24 mois	7.7 %
Objectifs de cours	11.1 %

L'ensemble des critères et méthodes observés fait ressortir une prime pour l'actionnaire WESTFIELD comprise entre 2,3% (EPRA NAV), et 20,2% (par référence aux CMPV 3 et 6 mois).



Dans le cadre de l'appréciation de l'équité de cette Rémunération, il convient de rappeler l'intérêt et l'incidence de l'Opération pour les différents groupes d'actionnaires.

Pour les actionnaires de WESTFIELD, la Rémunération leur permet d'accéder à la liquidité avec une prime de contrôle sur tous les critères mis en œuvre, et significative sur le critère du cours de bourse. La composante en titres permettra aux actionnaires de WESTFIELD de détenir des actions d'un groupe international parmi les leaders dans ses marchés. Ils bénéficieront ainsi des synergies générées par l'Opération et des perspectives favorables d'UNIBAIL-RODAMCO. Dans le cadre de la présente Opération, la composante en titres représente environ 28% du nombre total d'actions d'UNIBAIL-RODAMCO, qui jouissent d'une forte liquidité.

Pour les actionnaires d'UNIBAIL-RODAMCO, la prime extériorisée consentie provient de la référence à son cours de bourse supérieur à sa valeur NAV EPRA ou DCF. L'Opération lui confère le contrôle d'un portefeuille de grande qualité dans des zones géographiques complémentaires, à savoir les marchés américains et britanniques. Cette opération constitue une opportunité de création de valeur pour UNIBAIL-RODAMCO, reposant, outre la complémentarité géographique des deux groupes, sur la forte notoriété de la marque WESTFIELD, susceptible de générer des revenus additionnels.

### 3.3 Incidence de la rémunération proposée sur la situation des actionnaires

Il est utile pour l'appréciation de l'équité de l'Opération, d'examiner, en sus de l'intérêt industriel de l'Opération, les synergies qu'elle est susceptible de dégager selon un phasage qui peut avoir une incidence sur la dilution ou la relution du bénéfice par action à des termes prévisibles pour l'actionnaire d'UNIBAIL-RODAMCO, compte tenu de la Rémunération arrêtée entre les parties.

Les synergies annuelles identifiées par UNIBAIL-RODAMCO ont été chiffrées à 100M€<sup>29</sup> en année pleine, à partir de l'année 2021, après une phase d'implémentation progressive. Un montant annuel d'environ 40M€ de synergies devrait être généré par des revenus liés à la politique de commercialisation, à l'utilisation de la marque Westfield notamment. 60M€ annuels additionnels devraient provenir de l'optimisation des frais de structure.

La complémentarité des zones géographiques couvertes par les deux groupes ne devrait pas, sur la base des analyses préliminaires en cours, poser de difficultés devant les Autorités de concurrence et affecter la mise en œuvre des synergies.

Il apparaît que, grâce aux synergies importantes identifiées, la présente Opération devrait être relative sur le ratio FFO (*Funds From Operations*) pour l'actionnaire d'UNIBAIL-RODAMCO dès 2019.

---

<sup>29</sup> Source : communiqué de presse commun du 12 décembre 2017.

#### 4. Synthèse

L'acquisition objet du présent rapport est une opération stratégique qui vise à créer un leader global de l'immobilier commercial, sur la base de la forte complémentarité géographique des deux groupes, au bénéfice de leurs actionnaires respectifs.

Les deux parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement. La rémunération retenue, soit 0,01844 action UNIBAIL-RODAMCO et 2,67 dollars américains pour 1 action WESTFIELD, aboutirait à ce que les actionnaires d'UNIBAIL-RODAMCO et de WESTFIELD détiennent respectivement environ 72% et 28% du nouvel ensemble<sup>30</sup>.

Ces termes financiers appellent les remarques suivantes :

1/ Les critères et méthodes de valorisation analysés reflètent selon nous, de façon pertinente les caractéristiques clés des deux groupes en présence.

2/ Pour l'actionnaire de WESTFIELD, la Rémunération lui permet d'accéder à la liquidité partielle de son investissement ; en outre, la valeur de son titre bénéficie d'une prime sur les différents critères d'évaluation. Cette prime oscille entre 2,3% et 6,1% pour les critères les plus significatifs (NAV EPRA et DCF), et de 7,7% à 20,2% pour les critères de cours de bourse.

3/ Pour autant, on constate pour l'actionnaire d'UNIBAIL-RODAMCO, que la prime extériorisée sur les critères de la NAV EPRA et du DCF est très raisonnable, s'agissant d'une prise de contrôle. La prime la plus élevée reflète la pleine valorisation du cours de l'action UNIBAIL-RODAMCO, qui extériorise une surcote significative sur sa NAV EPRA.

4/ De plus, sur la base des synergies telles qu'identifiées et chiffrées par le management d'UNIBAIL-RODAMCO, l'Opération serait relative en termes de ratio FFO (*Funds From Operations*) par action dès 2019.

---

<sup>30</sup> Ces taux sont donnés à titre d'illustration sur la base des capitalisations respectives au 11 décembre 2017, et dépendront du nombre d'actions en circulation d'UNIBAIL RODAMCO et de WESTFIELD à la date d'effet.

## 5. Conclusion

Sur la base de nos travaux, et à la date du présent rapport, nous considérons que la rémunération de 0,01844 action UNIBAIL-RODAMCO et 2,67 dollars américains contre 1 action WESTFIELD présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 28 mars 2018  
Les Commissaires aux Apports



Dominique MAHIAS



Olivier PERONNET



Jean-Jacques DEDOUIT

Commissaires aux comptes  
Membres de la Compagnie Régionale de Paris