

Louvain School of Management

**Analyse des gains liés aux synergies et
de l'impact de l'annonce sur le marché
boursier dans le cadre de l'acquisition
de Westfield par Unibail-Rodamco.**

Auteur : Léopold Langen
Promoteur : Philippe Grégoire
Année académique 2020 - 2021

Avant-propos

Pour commencer, je voudrais remercier mes parents, mon frère et mes beaux-parents pour leur aide et leur patience pendant toute la durée de rédaction de ce mémoire.

Un grand merci également à Monsieur Philippe Grégoire pour son aide, ses conseils et son temps.

Enfin, un grand merci à Cyrielle Reuter pour sa disponibilité et son accompagnement tout au long de la rédaction de ce mémoire.

Table des matières

Avant-propos	II
Glossaire.....	VI
Introduction	1
Partie I : Revue de littérature	4
Chapitre 1 : Définitions et contexte des fusions et acquisitions.....	4
1.1. Définitions	4
1.2. Contexte.....	5
Chapitre 2 : Fusions et acquisitions transfrontalières.....	7
2.1. Financement.....	8
2.2. Gestion du risque de change	8
2.3. Taxes.....	9
Chapitre 3 : Les différents types de F&A.....	9
Chapitre 4 : Motivations	10
Chapitre 5 : Synergies	11
Chapitre 6 : Mesures de la performance	15
6.1. Mesures basées sur la comptabilité.....	16
6.2. Mesures basées sur le marché boursier.....	18
6.3. Mesures basées sur la performance perçue.....	19
Partie II : Profil du secteur, des entreprises et motivations du deal.....	21
Chapitre 1 : Le secteur des fonds de placement immobilier (REIT)	21
1.1. Définition.....	21
1.2. Origine	21
1.3. Régime de taxation et avantages.....	22
1.4. Différentes catégories	23
1.5. Keys drivers	24
1.6. Facteurs clés du succès	26
Chapitre 2 : Profil des entreprises.....	28
2.1. Unibail-Rodamco.....	28
2.2. Westfield.....	35
Chapitre 3 : Motivations	42
3.1. Concevoir l'avenir du commerce de détail.....	42
3.2. Être le leader global grâce à un portefeuille premium.....	43
3.3. Nouveaux projets emblématiques.....	44
3.4. Capitaliser sur ses forces	44

3.5. Une structure efficace pour les actionnaires	44
3.6. Restructuration stratégique du conseil d'administration	45
3.7. Synergies.....	46
Partie III : Données et méthodologies.....	49
Chapitre 1 : Données	49
Chapitre 2 : Réaction du marché à la suite de l'annonce de l'acquisition	50
2.1. Hypothèses.....	50
2.2. Modèle de référence	51
2.3. Rendements attendus	52
2.4. Rendements anormaux.....	53
2.5. Rendements anormaux cumulés	54
2.6. Procédure du test.....	55
Chapitre 3 : Valorisation des synergies	56
3.1. Méthode des multiples.....	57
3.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles.....	58
Partie IV : Résultats et limites.....	62
Chapitre 1 : Réaction du marché à la suite de l'annonce de l'acquisition	62
1.1. Calculs des rendements anormaux et des rendements anormaux cumulés.....	62
1.2. Analyse des résultats.....	63
Chapitre 2 : Résultats des gains liés aux synergies	66
2.1. Valorisation via les multiples	66
2.2. Valorisation via la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles.....	67
2.3. Valeur actuelle nette des synergies actualisées	71
2.4. Résumé des résultats.....	74
Chapitre 3 : Mise en relation avec l'évolution du cours de bourse	75
Chapitre 4 : Limites	77
Conclusion	78
Bibliographie.....	81
Annexes.....	93

Glossaire

Abréviation	Signification
AEX	Indice boursier composé des 25 plus grandes entreprises néerlandaises cotées à la bourse d'Amsterdam.
ANR	Actif Net Réévalué
CAC40	Principal indice boursier de la Bourse de Paris
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted cash flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EV	Enterprise value
F&A	Fusions et Acquisitions
FFO	Funds from operations
IMAA	Institute for Mergers and Acquisitions and Alliance
LBO	Leveraged buyout
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
OPA	Offre Publique d'Achat
REIT	Real Estate Investment Trusts
ROA	Return on assets
ROIC	Return on invested capital
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
VAN	Valeur actuelle nette
WACC	Weighted average cost of capital

Introduction

Unibail-Rodamco SE (que l'on appellera Unibail-Rodamco dans ce mémoire), un géant français de l'immobilier coté à la bourse d'Amsterdam, a été fondé le 10 avril 2007 de la fusion entre Unibail et Rodamco Europe, avec pour objectif principal de devenir la plus grande société immobilière cotée en bourse en Europe (Reuters, 2007).

Dix ans plus tard, le 12 décembre 2017, Unibail-Rodamco annonçait publiquement qu'un accord venait d'être signé avec Westfield dans le cadre de l'opération d'acquisition de ce dernier afin de créer Unibail-Rodamco-Westfield, le premier développeur et opérateur mondial de centres commerciaux. Cette acquisition a permis à Unibail-Rodamco de combiner deux des noms parmi les plus reconnus et les plus respectés du secteur de l'immobilier mondial. Logiquement, l'acquisition estimée à 25 milliards de dollars fait partie des plus grandes opérations de fusions et acquisitions dans l'histoire du secteur de l'immobilier.

Christophe Cuvillier, président du conseil d'administration et directeur général d'Unibail-Rodamco, s'est exprimé dans un communiqué de presse peu après la transaction.

"Cet accord est une extension naturelle de la stratégie de concentration, de différenciation et d'innovation d'Unibail-Rodamco. Elle ajoute un certain nombre de nouveaux marchés de détail attrayants à Londres et dans les zones de concentration les plus riches des États-Unis. Il offre une plate-forme unique de destinations de shopping de qualité supérieure, soutenue par des professionnels expérimentés d'Unibail-Rodamco et de Westfield. Nous nous réjouissons d'accueillir les détenteurs de titres de Westfield comme actionnaires du nouveau groupe et de continuer à créer une valeur significative pour nos actionnaires actuels et nouveaux".

Ce mémoire a pour but d'explorer et d'analyser l'impact de l'annonce sur le marché boursier ainsi que les gains liés aux synergies dans le cadre de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco. Dans cette optique, cette recherche comportera deux questions de recherche principales :

- Comment le marché a-t-il réagi à la suite de l'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco ?

- Quelle est la création de valeur liées aux synergies identifiées dans l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco ?

Pour tenter de répondre à ces questions, nous suivrons une méthodologie qui se base sur une étude d'évènement concernant la question liée aux fluctuations du marché ainsi qu'une analyse basée à la fois sur la méthode des multiples que sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour analyser la valeur actualisée nette des gains liés aux synergies. Cette recherche s'articule autour des quatre sections suivantes :

La revue de littérature qui permettra au lecteur d'en apprendre un maximum sur le phénomène des fusions et acquisitions, les différents types de fusion et acquisition qui existent, ainsi que les motivations qui en découlent. Le cas un peu particulier des fusions et acquisitions transfrontalières sera développé puisque Unibail-Rodamco, l'acquéreur, et Westfield, la cible, sont deux organisations ayant des secteurs d'activités à des situations géographiques différentes. Enfin, nous aborderons le contexte des synergies, qui, rappelons-le, fait partie de l'essence même de ce mémoire ainsi que les différentes mesures de la performance existantes dans la littérature.

Unibail-Rodamco et Westfield faisant partie de ce secteur un peu particulier qu'est celui des *real estate investment trust (REIT)*, nous pensons qu'il est important de comprendre comment fonctionnent ces sociétés ayant des régimes particuliers. Dans cette optique, le secteur des REIT sera abordé ainsi que les caractéristiques particulières qui le définissent. Nous continuerons ensuite avec les descriptions d'Unibail-Rodamco et de Westfield en terminant par un point stratégique, à savoir les différentes motivations qui ont poussé Unibail-Rodamco à acquérir Westfield.

La troisième partie de cette recherche décrira les hypothèses et la méthodologie utilisée dans le cadre de l'étude d'évènement ainsi que la méthodologie attachée à l'analyse des gains liés aux synergies.

Enfin, les résultats ainsi que notre analyse personnelle seront présentés dans la dernière partie. Les résultats seront également mis en relation avec l'évolution du cours de l'action jusque fin 2019, dans le but d'analyser les gains de cette acquisition. Dans la conclusion, nous envisagerons notamment quelques pistes pour des recherches ultérieures.

Partie I : Revue de littérature

Cette première partie décrit de manière approfondie les mécanismes de fusions et d'acquisitions (F&A). Elle propose une compréhension théorique fondée sur la littérature scientifique qui est directement reliée à l'objectif de cette recherche, à savoir, analyser l'impact sur le marché boursier dans le cadre de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco ainsi que les gains liés aux synergies dans cette transaction.

Chapitre 1 : Définitions et contexte des fusions et acquisitions

1.1. Définitions

Afin de comprendre les réponses à la question de recherche, il est nécessaire d'avoir une bonne compréhension de base du concept des fusions et acquisitions. C'est pourquoi l'objectif de cette section est d'illustrer plusieurs définitions dans le but d'avoir la meilleure représentation et compréhension de ces mécanismes.

Il s'avère que les termes "fusion et acquisition" sont très ambigus. En effet, dans la pratique, ils sont généralement utilisés de manière indistincte. Toutefois, à proprement parlé, leur terminologie est différente. Dans la vaste littérature sur les fusions et acquisitions, on compte différentes définitions. En voici quelques-unes :

Lors d'une acquisition, une organisation achète une partie ou la totalité d'une autre organisation. En cas de fusion, deux ou plus de deux organisations constituent une seule organisation (Alao 2010).

Selon Masulis et al. (2007), la définition d'une fusion ou d'une acquisition entre deux entreprises est la consolidation des actifs des deux entreprises en une seule.

Quant à Rao et Kumar (2013), ils ont défini les fusions et acquisitions comme des activités impliquant des rachats, des restructurations d'entreprise ou un contrôle d'entreprise, qui modifient la structure de propriété des entreprises.

La définition de Georgios (2011), lors d'une fusion, deux ou plusieurs entreprises se rapprochent et deviennent une seule entreprise ; tandis que lors d'une acquisition, une grande entreprise financièrement saine achète la petite entreprise.

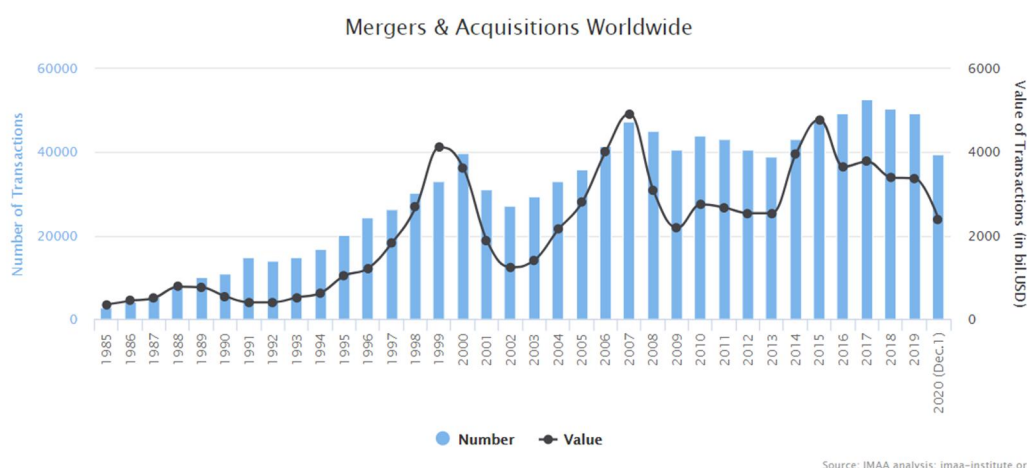
Même si les fusions et acquisitions ne sont pas identiques, nous considérerons dans cette recherche les concepts, fusions et acquisitions, comme des synonymes puisque les aspects examinés sont équivalents que ce soit pour une fusion ou pour une acquisition.

1.2. Contexte

Les fusions et acquisitions sont devenues une méthode plus que pertinente dans le développement économique des entreprises, et ce, dans le monde entier.

Les chiffres de l'*Institute for Mergers and Acquisitions and Alliance* (IMAA) montrent qu'en 1985, en Europe, seules 2676 opérations ont été réalisées, pour une valeur totale de 347 milliards de dollars.

Figure 1: Évolution des fusions et acquisitions dans le temps



Depuis lors, ces chiffres ont significativement augmenté. En 2019, il y a eu pas moins de 49.327 opérations pour une valeur totale de 2391 milliards de dollars, soit 18 fois plus d'opérations qu'il y a 30 ans. Nous observons, grâce à la Figure 1 ci-dessus, que le marché des fusions et acquisitions présente un profil cyclique. Ces "vagues de rachats" se caractérisent par le nombre et la valeur totales des opérations de rachat au fil du temps (Martynova & Renneboog, 2008 ;

Mueller, 1989 ; Fauli-Oller, 2000). Chaque vague de F&A a été précédée par des chocs technologiques ou industriels et s'est déroulée dans un environnement économique positif.

Les phénomènes de fusions et d'acquisitions peuvent être regroupés en sept grandes vagues :

- *La vague du "grand mouvement de fusion"* (environ 1895-1905). Fusions horizontales dans les secteurs manufacturier et ferroviaire, création de monopoles.
- *La vague de fusions verticales* (environ 1918-1930). Le produit de la loi antitrust nouvellement établie, a surtout profité à l'industrie automobile.
- *La vague des conglomérats* (environ 1955-1970). Cette vague a été stimulée par le désir des entreprises américaines de pénétrer de nouveaux marchés et de diversifier leurs sources de revenus.
- *La vague de rachats* (environ 1974-1990). L'époque des prises de contrôle hostiles et des LBO¹.
- *La vague des méga-opérations* (1993-2000). Plus d'économie d'échelle.
- *La vague de mondialisation* (2003-2008). Les Private Equity² et l'activisme des actionnaires en ont été les principales caractéristiques, moins de LBO et d'OPA³ hostiles.
- La vague actuelle (depuis 2011).

L'objectif principal est d'augmenter la valeur des actionnaires après la réalisation de l'opération de fusion-acquisition. En raison de leur présence massive dans les économies actuelles, les fusions et acquisitions et les facteurs qui peuvent les influencer sont étudiés à grande échelle par les universitaires et le monde scientifique.

Les entreprises ne choisissent pas toutes une stratégie de fusion et d'acquisition car la croissance organique devrait être l'objectif premier de chaque organisation. Néanmoins, une part croissante

¹ LBO : Leveraged Buy Out. Le LBO est une action permettant à une entreprise d'en acheter une autre, en utilisant le moins possible ses fonds propres.

² Le Private Equity désigne l'opération par laquelle un investisseur achète des titres d'une société qui recherche des fonds propres. Ce type d'investissement est réalisé au profit de sociétés non cotées en Bourse.

³ OPA : Une offre publique d'achat ou OPA est une offre d'acquisition payable au comptant, à un prix donné, du capital d'une entreprise cible.

de tous les dirigeants est convaincue que leur entreprise peut atteindre une meilleure croissance en procédant à des fusions et acquisitions (Morck et al., 1988).

D'autres comme Masulis et al. (2007) pensent que les fusions et acquisitions peuvent être considérées comme le moyen le plus pertinent et le plus couramment utilisé pour accélérer la croissance des entreprises.

Chapitre 2 : Fusions et acquisitions transfrontalières

Nous abordons le concept des fusions et acquisitions transfrontalières car cette recherche s'articule autour de deux sociétés ayant des activités à des endroits géographiques différents.

Le volume des acquisitions transfrontalières a augmenté dans le monde entier, passant de 23% du volume total des fusions en 1998 à 45% en 2007. D'un point de vue conceptuel, les fusions transfrontalières se produisent pour les mêmes raisons que les fusions nationales : deux entreprises fusionnent lorsque leur combinaison permet d'augmenter la valeur de l'entreprise, selon les dirigeants de l'entreprise acquéreuse.

Toutefois, les frontières nationales ajoutent un élément supplémentaire au calcul des fusions nationales car elles sont associées à un ensemble supplémentaire de frictions qui peuvent entraver ou faciliter les fusions.

Par exemple, les différences culturelles ou géographiques peuvent augmenter les coûts de la combinaison de deux entreprises. Les différences de gouvernance entre les pays peuvent motiver une fusion si l'entreprise combinée bénéficie d'une meilleure protection des actionnaires de l'entreprise cible en raison de normes de gouvernance plus élevées dans le pays de l'entreprise acquéreuse.

Plus important encore, l'intégration imparfaite des marchés de capitaux entre les pays peut conduire à une fusion dans laquelle un acquéreur de plus grande valeur achète une cible relativement peu coûteuse à la suite de changements dans les taux de change ou les évaluations boursières en monnaie locale.

Dans un article publié dans le Journal of Corporate Finance (Zenner et al., 2008), les auteurs identifient trois points importants qui doivent être pris en considération lors de fusions et acquisitions transfrontalières.

2.1. Financement

Les principales spécificités concernant les questions de financement liées aux opérations de fusions-acquisitions transfrontalières concernent les méthodes de paiement et les choix de financement par emprunt.

Dans ce type de transactions, le paiement en espèces est généralement le plus adéquat en raison des limitations fiscales, juridiques et de flux de retour associés au paiement en actions. Par exemple, les « index funds »⁴ ne pourraient pas accepter les actions de sociétés étrangères comme mode de paiement.

Si l'acquisition est financée par la dette, la devise et le lieu de la dette sont des questions pertinentes. La question de la devise est simple : elle doit correspondre à la devise des flux de trésorerie de la cible ; mais en ce qui concerne la localisation de la dette, la question est plus complexe. D'une part, la dette doit être "proche" des actifs et des flux de trésorerie, mais d'autre part, les coûts de financement, l'accès au marché et l'optimisation fiscale peuvent conduire à placer la dette sur un marché autre que celui où se trouve la cible. Tout se résume à un compromis entre l'augmentation des coûts et la couverture des actifs. Une autre question liée à la dette, en particulier dans le cas des fusions et acquisitions transfrontalières, est l'impact possible sur la notation de l'acquéreur de l'exposition au marché de l'acquéreur.

2.2. Gestion du risque de change

La gestion du risque de change est intrinsèquement liée à la dernière question mentionnée ci-dessus (financement par l'emprunt), mais ne s'y limite pas. Selon les auteurs, ce risque doit être géré aux trois étapes de l'acquisition :

⁴ Les fonds indiciels ont pour objectif de reproduire l'évolution d'un indice de référence. Ils permettent aux épargnants de suivre fidèlement la tendance des marchés boursiers.

- Préclôture : risque lié aux fluctuations des taux de change entre la signature d'un accord et sa clôture financière ;
- Clôture : le risque se réfère au rapatriement des flux de trésorerie de la société cible ;
- Post-clôture : risque lié à la continuité des flux de trésorerie transfrontaliers, au décalage entre les coûts et les recettes et au risque de translation.

2.3. Taxes

La diversité des cadres fiscaux entre les pays implique une complexité supplémentaire dans les opérations transfrontalières, non seulement liée à la transaction elle-même, mais aussi associée aux taxes sur les transactions ultérieures.

Les questions fiscales pourraient conditionner fortement la valeur créée pour les actionnaires. Zenner et Al. (2008) soulignent la pertinence de demander l'avis d'experts fiscaux pour aider les opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. En outre, d'autres questions pourraient devenir pertinentes dans les fusions et acquisitions transfrontalières, telles que la langue, la culture, l'évaluation des infrastructures et autres.

Ma question de recherche étant plus orientée sur la création de valeur à travers les synergies ainsi que sur la réaction du marché, nous n'aborderons pas ces différents points dans ce mémoire, mais le lecteur doit garder à l'esprit que l'ensemble des points mentionné ci-dessus pourrait également avoir un impact important sur le succès d'une opération de fusion-acquisition transfrontalière.

Chapitre 3 : Les différents types de F&A

Les fusions et acquisitions peuvent être subdivisées en fusions et acquisitions horizontales et verticales.

Les fusions et acquisitions horizontales se produisent lorsque les deux entreprises qui vont être fusionnées appartiennent au même secteur et sont probablement concurrentes (Chunlai Chen et Findlay, 2003). Les raisons qui motivent les fusions et acquisitions horizontales sont principalement de réaliser des économies de coûts, d'accroître le marché et d'exploiter un

nouveau segment de marché. Les fusions et acquisitions horizontales sont de plus en plus populaires à mesure que le monde des affaires se mondialise et se libéralise.

Les fusions et acquisitions verticales, quant à elle se produisent lorsque l'acquéreur et l'entreprise acquise entretiennent des relations commerciales de fournisseur en amont et d'acheteur en aval dans la chaîne de valeur (Chunlai Chen et Findlay, 2003). Les motifs d'une fusion-acquisition verticale sont généralement motivés par l'intention de réduire les dépendances, les frais généraux et de réaliser des économies d'échelle.

Une fusion-acquisition conglomerale se produit lorsque les deux sociétés qui y participent appartiennent à des secteurs d'activité non concernés, dans le but de diversifier les investissements en capital et donc de diversifier les risques, tout en réalisant des économies d'échelle (Gaughan, 2002).

Une catégorisation courante consiste simplement à différencier les fusions des offres publiques d'achat. Par exemple, Loughran et Vijh (1997) affirment que les fusions sont généralement des opérations amicales qui bénéficient de la coopération des dirigeants en place tandis que les offres publiques d'achat sont faites directement aux actionnaires cibles, souvent pour surmonter la résistance des dirigeants en place.

Chapitre 4 : Motivations

Les organisations d'aujourd'hui subissent des pressions constantes de la part de leur environnement et surtout de leurs actionnaires. Les actionnaires veulent voir des progrès et ils ne se satisfont de rien d'autre que de l'augmentation du retour sur investissement. Cela implique à son tour que les organisations doivent croître. La croissance est considérée comme un facteur clé pour la réussite d'une entreprise. Elle apporte de meilleurs résultats et une richesse accrue (Schriber, 2009).

D'une manière générale, les organisations sont confrontées à deux alternatives de croissance. Elles peuvent soit se développer de manière organique, soit se développer par le biais de fusions et d'acquisitions.

Lorsque les organisations se développent de manière organique, elles se développent à partir de leur propre dynamique, en utilisant les ressources et les capacités actuelles pour augmenter leurs revenus. En fonction des conditions du marché et des conditions préalables propres à l'entreprise, la croissance organique fonctionne à un degré plus ou moins important. Seule, cette dernière ne suffit pas toujours à répondre aux attentes élevées des actionnaires et à ajouter la valeur qu'ils prévoient. Cela est particulièrement vrai dans les industries plus matures, où les possibilités de croissance organique sont limitées. Dans ces situations, les fusions et acquisitions et les synergies deviennent d'actualité (Schriber, 2009).

Peu d'organisations utilisent les fusions-acquisitions comme une stratégie de croissance pure. Ne voyant que les possibilités d'expansion du marché, d'autres aspects tels que l'acquisition de connaissances et les économies d'échelle, etc. sont également souvent importants et pris en compte (Johnson et al., 2004). Si l'on compare la croissance organique avec celle des fusions-acquisitions, les avantages des fusions-acquisitions comprennent un accès plus rapide à de nouvelles ressources dans les organisations déjà en place. Cela a comme conséquence, un apport de changements positifs dans les environnements concurrentiels et une ouverture des possibilités de gains rapides. Cela est particulièrement visible sur les marchés où l'acquisition de ce type de ressources prend beaucoup de temps, où les ressources sont difficiles et coûteuses à obtenir (Schriber, 2009).

Compte tenu des informations ci-dessus, on peut conclure que l'objectif global de toute activité de fusion et d'acquisition est d'atteindre une croissance accrue. La manière dont la croissance des fusions-acquisitions sera réalisée diffère d'une organisation à l'autre et dépend dans une large mesure des motivations, qui constituent les axes les plus forts. Toutefois, les synergies sont toujours présentes, en raison des possibilités de les appliquer dans divers domaines.

Chapitre 5 : Synergies

Le concept de synergies stipule que la somme doit être plus grande que ses parties ; $1 + 1 = 3$. En d'autres termes, les deux organisations ensemble doivent avoir plus de valeur que les deux entités prises séparément.

Sirower (1997) définit les synergies comme des augmentations de la compétitivité et des flux de trésorerie qui en résultent au-delà de ce que les deux entreprises sont censées accomplir

indépendamment. Le mot synergie vient du mot grec "*sunergos*", qui signifie que "*des parties séparées travaillent ensemble*" et contrairement à ce que l'on attend aujourd'hui des synergies de fusions-acquisitions, la désignation originale se concentre davantage sur les relations entre les deux parties que sur les résultats réels (Sevenius, 2003).

Si l'on considère les avantages et les résultats potentiels des synergies, il n'est pas surprenant que les synergies fonctionnent souvent comme des incitations principales dans les fusions-acquisitions, où les arguments portent principalement sur les gains financiers obtenus par des améliorations de l'efficacité à différents niveaux des organisations. Cependant, le discours sur les synergies potentielles ne vaut guère la peine si les plans ne sont pas réalisés et intégrés dans les organisations (Zollo & Sing, 2004).

Le concept de synergies consiste à créer une valeur ajoutée en partageant les ressources et à acquérir des avantages qu'il n'aurait pas été possible d'obtenir autrement, ou qu'il serait possible d'obtenir mais à un coût plus élevé. Comme les synergies peuvent être trouvées et utilisées dans toutes les organisations, les synergies prennent des formes très différentes selon le type de fusion et d'acquisition et les activités des organisations. Plusieurs tentatives ont été faites pour élaborer une typologie des synergies et il existe une abondance de catégories. Sevenius (2003) les a classées comme suit :

- *Synergies de coûts* - synergies réduisant les coûts. Elles sont souvent liées à des économies d'échelle, comme les coûts administratifs et les frais généraux (Sevenius, 2003). Les ressources et les compétences qui n'utilisent pas leur pleine capacité ou qui ne fonctionnent pas efficacement peuvent être mieux utilisées si elles sont combinées avec des activités nouvelles, supplémentaires ou connexes qui étendent l'utilisation grâce à la diminution des coûts moyens (Johnson et al., 2004).
- *Synergies de revenus* - synergies augmentant les revenus. Elles sont souvent liées à des économies de gamme, par exemple l'extension de la clientèle et des produits (Sevenius, 2003), et la vente croisée ou le groupage (Schriber, 2009).
- *Synergies financières* - synergies liées à la réduction du coût du capital grâce à la diminution des risques, de meilleurs flux de trésorerie et des marges financières accrues (Sevenius, 2003).

- *Synergies de marché* - synergies liées à des marges plus élevées obtenues grâce à des capacités de négociation accrues vis-à-vis des fournisseurs et des clients (Sevenius, 2003).

La catégorisation ci-dessus donne une bonne indication des endroits où les synergies se produisent et de la manière dont les ressources financières peuvent être économisées ou gagnées. En réalité, les synergies réelles appartiennent souvent à plus d'une des quatre alternatives car beaucoup d'entre elles se chevauchent et ne sont pas entièrement indépendantes.

Néanmoins, de nombreux chercheurs utilisent une catégorisation encore plus simplifiée, où les synergies sont appelées soit synergies de revenus (création d'améliorations de revenus), soit synergies de coûts (création d'économies de coûts) (Harding & Rovert, 2004 ; Early, 2004). Afin d'encourager les compréhensions facilitées et d'éviter les mauvaises interprétations, cette étude utilisera principalement ces deux concepts dans des discussions ultérieures.

Une fois les synergies classées, l'étape suivante consiste à explorer ce qui se cache derrière les concepts de synergies de revenus et de coûts respectivement. Afin de mieux comprendre ce que sont les synergies et quelles sont les différentes formes qu'elles peuvent prendre, quelques exemples communs sont présentés ci-dessous.

- *Gains d'efficacité* - les économies d'échelle et les économies de gamme peuvent être considérés comme des avantages globaux lorsque les objectifs sont d'accroître l'efficacité (Johnson et al., 2008).
- *Gains de vitesse d'entrée* - sur les marchés en croissance où le rythme est élevé, les organisations ont du mal à atteindre les ressources et les connaissances à la vitesse exigée par le marché ; les ressources doivent être acquises, les personnes ont besoin d'éducation et les produits finaux requis prennent plusieurs années à se développer. (Johnson et al., 2008).
- *Gains de compétitivité* - sur les marchés lents, statiques et matures où la concurrence est établie, le coût de l'expansion et de la construction à partir de zéro ne vaut pas toujours son prix : surtout s'il est difficile pour l'organisation de renforcer sa position actuelle en

ajoutant simplement des ressources supplémentaires. Si le coût supplémentaire de l'ajout de ressources supplémentaires ne peut être compensé par les avantages qu'il apportera, il faut aller au-delà des méthodes habituelles. (Johnson et al., 2008).

- *Gains de consolidation* - en particulier dans les industries fragmentées où il existe une absence de spécialisation et où "tout fait tout", des avantages concurrentiels peuvent être obtenus ou renforcés en se concentrant davantage sur les capacités de base et les créneaux (Johnson et al., 2008).
- *Gains en termes de ressources* - les ressources qui ne peuvent pas être atteintes du tout, ou qui sont acquises à un coût plus élevé, peuvent être obtenues par le biais de fusions et d'acquisitions. Un exemple typique est la recherche et le développement, où il faut normalement plusieurs années pour accéder aux connaissances en développant l'expertise nécessaire et en formant les employés (Johnson et al., 2008).
- *Gains en termes de connaissances et de courbe d'apprentissage* - la transformation des connaissances telles que les routines, les flux d'informations et les meilleures pratiques sont des gains en ressources plus spécifiques (Johnson et al., 2008). L'échange de connaissances contribue aux possibilités d'apprendre davantage et d'apprendre plus rapidement, grâce à des possibilités de coopération accrues ou à une meilleure transformation (De Wit & Meyer, 2005).
- *Gains de capacités parentales d'entreprise étirées* - dans les situations où les fusions et acquisitions ne sont pas motivées par des similitudes commerciales entre les organisations, les motivations impliquent des compétences ou des capacités existantes pouvant être utilisées dans de nouveaux domaines bien qu'il n'existe pas de ressources opérationnelles communes. Dans de tels cas, ce sont plutôt les compétences au niveau de l'entreprise qui créent des synergies entre les diverses unités commerciales (Johnson et al., 2008).
- *Gains d'augmentation du marché et de part de marché réussie* - en faisant progresser la position de l'organisation sur le marché, non seulement les clients peuvent être gagnés auprès des concurrents mais les synergies peuvent également étendre l'ensemble du marché. En outre, un alignement des unités commerciales crée des possibilités accrues

d'offrir aux clients une base de produits plus large sur le même marché ou un marché similaire, contribuant ainsi à une offre plus complète sur le marché (Johnson et al., 2004).

- *Gains de partage des ressources* - en partageant les ressources, par exemple en utilisant une seule machine au lieu de deux, on réalise des économies. Les ressources utilisées par plusieurs unités commerciales en même temps, réutilisées ou déplacées dans un sens ou dans l'autre, permettent également de réaliser des économies (Johnson et al., 2004).
- *Gains en termes de coûts de transaction* - les coûts associés aux transactions avec les clients, les fournisseurs et d'autres parties prenantes étroitement liées peuvent être évités ou réduits grâce à l'internalisation et au raccourcissement de la distance entre ces derniers (De Wit & Meyer, 2005).
- *Gains de pouvoir de négociation* - les gains de pouvoir de négociation augmentent avec la taille puisque des volumes plus importants sont utilisés. Le pouvoir de négociation est principalement applicable dans les négociations avec des parties prenantes externes (De Wit & Meyer, 2005).

Alors que peu d'organisations voient des gains possibles dans tous les domaines mentionnés ci-dessus, plusieurs des synergies mentionnées ainsi que des combinaisons et des chevauchements de celles-ci sont utilisées comme motivations pour les fusions-acquisitions (De Wit & Meyer, 2005).

Chapitre 6 : Mesures de la performance

La valeur significative des fusions-acquisitions mondiales au cours des 20 dernières années ont suscité l'intérêt de nombreux universitaires et consultants. Zollo et Meier (2008), après avoir examiné 97 articles publiés dans des revues de gestion et de finance, ont conclu que la grande majorité des recherches publiées sur les performances des fusions-acquisitions peuvent être classées en trois catégories.

Dans la première, les chercheurs se sont appuyés sur des mesures comptables pour évaluer les performances des fusions-acquisitions (Kusewitt, 1985 ; Lu, 2004 ; Ramaswamy, 1997 ; Zollo et Singh, 2004).

Dans la deuxième, ils ont utilisé des mesures basées sur le marché boursier. (Agrawal, Jaffe et Mandelker, 1992 ; Halebian et Finkelstein, 1999 ; Markides et Oyon, 1998 ; Sudarsanam et Mahate, 2006).

Enfin, dans la troisième, ils se sont appuyés sur les évaluations personnelles des dirigeants concernant la concrétisation effective des objectifs initiaux fixés avant les fusions et acquisitions (Angwin, 2004 ; Capron, 1999 ; Homburg et Bucerius, 2006 ; Papadakis, 2005).

6.1. Mesures basées sur la comptabilité.

Les chercheurs de cette filière ont utilisé des mesures comptables pour évaluer le succès d'une acquisition. Le raisonnement, qui sous-tend ces études, est que l'objectif stratégique d'une entreprise est d'obtenir un rendement satisfaisant du capital (McGee, Thomas et Wilson, 2005). L'utilisation de mesures comptables est basée sur le principe que les synergies obtenues d'une acquisition sont mieux reflétées dans des mesures comptables (Hitt et al., 1998). La méthodologie de base des études basées sur la comptabilité consiste à comparer les rendements post-acquisition à la moyenne pondérée des rendements pré-offre, de chacune des entreprises cibles et acquéreuses (Sudarsanam, 2003).

De manière générale, les résultats de ce courant de recherche ne fournissent pas de preuves claires d'une amélioration des performances post-acquisition (Tuch et O'Sullivan, 2007, p. 152). Par exemple, après avoir étudié 233 acquéreurs britanniques, Meeks (1977) a indiqué que la rentabilité avait augmenté l'année de l'acquisition mais qu'elle avait diminué au cours de chacune des cinq années suivantes pour près de 60 % des entreprises fusionnées. Vingt ans plus tard, Dickerson, Gibson et Tsakalotos (1997), dans une étude portant sur 2941 acquisitions, qui ont eu lieu au Royaume-Uni de 1948 à 1977, ont constaté que les entreprises non-acquéreuses surpassent les acquéreurs de 2,4 % par an, au cours de chacune des 18 années suivant

l'acquisition. Lu (2004) a examiné 592 opérations américaines sur une période de 60 mois avant et après l'acquisition et a fait état d'un ROA⁵ ajusté au secteur négatif.

Contrairement à ce qui précède, certaines études (par exemple Healy, Palepu et Ruback, 1992, 1997 ; Manson, Stark et Thomas, 1994) indiquent qu'une acquisition peut améliorer les performances d'une entreprise. Healy, Palepu et Ruback (1992), par exemple, ont étudié les performances post-acquisition des 50 plus grandes fusions américaines au cours de la période 1979-1984. Selon eux (p. 135), « les entreprises fusionnées ont enregistré des améliorations significatives de la productivité des actifs par rapport à leurs secteurs d'activité, ce qui a permis d'augmenter le rendement des flux de trésorerie d'exploitation au cours des cinq années suivant l'acquisition ». Dans le prolongement de cette étude, Healy, Palepu et Ruback (1997) affirment que 73% des entreprises étudiées ont obtenu des rendements positifs de leur flux de trésorerie d'exploitation corrigé de l'industrie sur une période de dix ans autour de l'offre.

Il convient de mentionner que, malgré les avantages des mesures basées sur la comptabilité, certains chercheurs (Bruton, Oviatt et White, 1994 ; Chenhall et Langfield-Smith, 2007 ; Larsson et Finkelstein, 1999 ; Lubatkin, 1983 ; Montgomery et Wilson, 1986) ont contesté leur utilité pour évaluer les performances des fusions et acquisitions pour trois raisons principales.

La première raison est que les bénéfices comptables représentent la mesure la plus étroite de la performance (Venkatraman et Ramanujam, 1986) car ils ne mesurent que la performance économique d'une entreprise (Lubatkin et Shrieves, 1986).

En outre, les mesures comptables ont été accusées de ne refléter que les performances passées d'une entreprise (Chenhall et Langfield Smith, 2007 ; Montgomery et Wilson, 1986).

Enfin, les données comptables ne permettent pas d'évaluer le succès d'une acquisition spécifique car elles fournissent des données agrégées mesurant la performance de l'ensemble de l'organisation (Bruton, Oviatt et White, 1994 ; Chenhall et LangfieldSmith, 2007 ; Lubatkin, 1983 ; Montgomery et Wilson, 1986).

⁵ Le rendement des actifs (ROA) est un indicateur de la rentabilité d'une entreprise par rapport à son actif total.

6.2. Mesures basées sur le marché boursier

Dans le deuxième courant de recherche, d'où proviennent la majorité des études (Cartwright et Schoenberg, 2006 ; Zollo et Meier, 2008), des mesures basées sur les marchés boursiers ont été utilisées pour évaluer la performance des fusions-acquisitions. Le principe de base de ces études est que l'objectif stratégique de l'entreprise est de maximiser la richesse de ses actionnaires (McGee, Thomas et Wilson, 2005, p. 677). Par conséquent, le critère optimal pour mesurer les performances des fusions-acquisitions, consiste à examiner l'évolution du cours de l'action de l'entreprise cible ou de l'entreprise acquéreuse sur une période donnée. Les spécialistes de la finance se sont appuyés sur le cours des actions pour évaluer les performances des fusions et acquisitions car il constitue la seule mesure directe de la valeur pour les actionnaires et les données sont facilement accessibles pour toutes les entreprises cotées en bourse (Campa et Hernando, 2004 ; Lubatkin et Shrieves, 1986). Les études financières peuvent être classées en fonction de leur calendrier en études à court et à long terme.

Dans les études à court terme, les chercheurs ont évalué les rendements soit pour les actionnaires cibles de l'entreprise, soit pour les actionnaires acquéreurs de l'entreprise. Les études à court terme typiques comportent des périodes comme 10 jours avant et après l'annonce de l'opération (Schoenberg, 2006). Le résultat suggère que les actionnaires de l'entreprise cible obtiennent des gains statistiquement significatifs en raison des primes importantes versées (Hitt et al., 1998 ; Markides et Oyon, 1998 ; Sudarsanam et Mahate, 2003). Par exemple, Delong (2001), en utilisant une période d'événement de 12 jours, a montré que l'acquisition a produit des rendements positifs pour 88,6 % des entreprises cibles de son étude. Dans le même ordre d'idées, Martinez-Jerez (2002), avec une période d'événement plus courte, a constaté que l'annonce de l'acquisition a créé des rendements anormaux positifs pour 82 % des entreprises cibles.

En revanche, les résultats concernant l'impact sur les actionnaires des entreprises acquéreuses ne sont pas concluants, certaines études faisant état de rendements positifs (Ben-Amar et Andre (2006), 1 jour avant et 1 après l'acquisition ; Mulherin (2000), et d'autres faisant état de rendements négatifs (Sudarsanam et Mahate (2003), Holl et Kyriazis (1997).

Dans les études à long terme, les chercheurs (Agrawal, Jaffe et Mandelker, 1992 ; Fuller, Netter et Stegemoller, 2002 ; Mitchell et Stafford, 2000 ; Sudarsanam et Mahate, 2006) examinent les

performances des entreprises acquéreuses sur une période de plusieurs mois après la clôture de l'opération. Comme l'indique une analyse documentaire (Tuch et O'Sullivan, 2007), les acquisitions génèrent des rendements anormaux négatifs ou insignifiants pour les entreprises acquéreuses sur le long terme.

Pour conclure avec le deuxième volet de recherche, certains chercheurs (Larsson et Finkelstein, 1999 ; Lubatkin, 1983 ; Montgomery et Wilson, 1986) suggèrent que l'utilisation de mesures basées sur le marché boursier pourrait souffrir de graves limitations.

6.3. Mesures basées sur la performance perçue

Le troisième courant de recherche comprend des chercheurs dans les domaines de la gestion stratégique et du comportement organisationnel. Ces chercheurs ont souvent utilisé les évaluations des gestionnaires concernant la concrétisation des objectifs fixés avant les fusions et acquisitions (Adolph et al., 2001 ; Angwin, 2004 ; Child, Faulkner et Pikethly, 2001 ; Datta, 1991 ; Homburg et Bucerius, 2006 ; Rostand, 1994).

L'utilisation de ces mesures subjectives s'explique par trois raisons principales :

- Selon Dess et Robinson (1984), « les chercheurs rencontrent souvent des problèmes pour obtenir des mesures objectives de la performance » et les mesures subjectives sont donc plus appropriées ;
- Les répondants peuvent fournir des informations sur des indicateurs financiers et non financiers (Brouthers, van Hastenburg et van den Ven, 1998 ; Schoenberg, 2006) et la question de la performance est donc saisie de manière plus multidimensionnelle ;
- La recherche suggère que la perception de la réussite par les gestionnaires définit la manière dont ils agissent. Par conséquent, le critère le plus approprié pour mesurer le succès d'une acquisition est probablement de poser des questions concernant leurs perceptions (Nikandrou et Papalexandris, 2007).

Contrairement aux deux premières filières de recherche, les résultats empiriques de cette filière sont plus simples. La majorité des études rapportent que 44 % à 53 % des cadres interrogés semblent insatisfaits des performances de leur acquisition par rapport aux objectifs fixés avant la conclusion de l'affaire (Adolph et al., 2001 ; Hunt et al., 1987 ; Kitching, 1974 ; Rostand,

1994 ; Schoenberg, 2006). Par exemple, dans l'une des études précédentes qui ont utilisé cette méthodologie, Kitching (1974) a indiqué que 50% des fusions et acquisitions américaines et 46% des fusions et acquisitions européennes n'atteignent pas leurs objectifs initiaux, 2 à 7 ans après la conclusion de l'acquisition. Dans la même veine, dans un échantillon de 40 acquisitions britanniques réalisées par des sociétés publiques, Hunt et al. (1987) ont suggéré que 45 % des dirigeants estimaient que les attentes qu'ils avaient avant la clôture de l'opération n'étaient pas satisfaites 3,6 ans après la réalisation de l'acquisition. Quelques années plus tard, une étude menée par Booz Allen et Hamilton a montré que 53 % des fusions-acquisitions n'avaient pas donné les résultats escomptés (Adolph et al., 2001) deux ans après la conclusion de l'opération. Tous ces résultats ont été repris par Schoenberg (2006) qui a constaté que 44% des managers participant à sa recherche étaient insatisfaits ou très insatisfaits des résultats financiers de leur acquisition 3 à 5 ans après la clôture de l'opération par rapport à leurs attentes initiales.

Pour conclure ce troisième courant de recherche, certains chercheurs (par exemple Lubatkin et Shrieves, 1986 ; Venkatraman et Ramanujam, 1987) estiment que l'utilisation de mesures subjectives des performances des fusions et acquisitions peut avoir des limites inhérentes. La plus importante est que les opinions exprimées peuvent être sujettes à un biais managérial (Lubatkin et Shrieves, 1986) car une seule personne interrogée peut surestimer les performances de son entreprise (Venkatraman et Ramanujam, 1987). C'est pourquoi, il est nécessaire d'avoir plusieurs répondants (Bowman et Ambrosini, 1997 ; Miller, Cardinal et Glick, 1998).

Partie II : Profil du secteur, des entreprises et motivations du deal

Cette deuxième partie propose une description approfondie du secteur dans lequel évolue Unibail-Rodamco et Westfield. Elle décrit également les deux sociétés et détermine les différentes motivations de l'acquisition.

Chapitre 1 : Le secteur des fonds de placement immobilier (REIT)

1.1. Définition

Un REIT⁶ est une société ou une fiducie qui utilise le capital commun de nombreux investisseurs pour acheter et gérer des biens immobiliers à revenus et/ou des prêts hypothécaires ou tout autre type de produits liés à l'immobilier (Frost et al, 2005). Les différentes catégories comprennent l'immobilier résidentiel, l'immobilier commercial et l'immobilier industriel.

Les REIT sont développés avec la même structure qu'un fonds commun de placement et les investisseurs sont donc imposés sur les gains en capital ou les dividendes en tant qu'actionnaires (Bodie & al., 2008). Pour être considéré comme un REIT, il faut remplir certaines conditions, notamment des restrictions en matière de propriété, de revenus et d'actifs (Lee & Lee, 2006).

1.2. Origine

La naissance du marché de l'investissement en immobilier (REIT) est apparue aux États-Unis en 1960, sous la présidence de M. Eisenhower (Han and Liang, 1995). L'objectif était de donner l'opportunité aux petits investisseurs de participer aux avantages de la propriété de biens immobiliers commerciaux à grande échelle ou de prêts hypothécaires et de recevoir un rendement accru, du fait que les revenus ne sont pas imposés au niveau des entités REIT (NAREIT, 2010).

Aujourd'hui, les sociétés de placement immobilier opèrent dans plus de 20 pays au total. Les sociétés immobilières cotées en bourse sont également de plus en plus nombreuses, ce qui se

⁶ REIT = Real Estate Investment Trusts

traduit par une croissance mondiale substantielle de la capitalisation boursière de ces dernières (Ibbotson, 2006).

1.3. Régime de taxation et avantages

Le régime des REIT dispose d'un système de réglementation spécifique, qui consiste en des exonérations de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

L'objectif de la réglementation est d'éviter la double imposition des investisseurs, qui possèdent des biens immobiliers par l'intermédiaire d'une société immobilière. Il y a double imposition lorsque les revenus locatifs sont imposés en tant que bénéfices des sociétés, qui sont ensuite imposés à nouveau en tant que revenus pour l'investisseur. Ces lois rendent l'investissement dans l'immobilier par l'intermédiaire d'une société immobilière comparable à l'investissement direct dans l'immobilier puisque les deux investisseurs ne sont imposés qu'une seule fois pour les revenus locatifs (Lee & Lee, 2006).

Les régimes des REIT existent à l'échelle mondiale depuis plus de cinquante ans et ont été testés à travers plusieurs cycles économiques. Des études révèlent qu'il existe des avantages en termes de rapport risque/récompense et des possibilités de diversification en investissant dans des REIT et en les ajoutant à un portefeuille d'actifs mixtes, ainsi que d'autres effets tels qu'une liquidité accrue sur le marché immobilier (Anderson et al, 2005).

Par exemple, une société de placement immobilier peut se concentrer sur un type spécifique de biens immobiliers ou détenir une variété de catégories différentes. Les classes possibles comprennent l'immobilier résidentiel, l'immobilier industriel et l'immobilier commercial. Les investisseurs sont attirés par les REIT parce qu'ils versent généralement un rendement en dividendes relativement élevé et qu'ils ont historiquement obtenu un rendement total élevé. En outre, les REIT sont généralement considérées comme ayant une faible corrélation avec les actions et les obligations. Elles présentent donc des caractéristiques de stabilisation du portefeuille (Wu & Pandey 2012).

Les deux caractéristiques clés des REIT sont qu'elles aident à protéger les investisseurs contre l'inflation et à préserver le capital sur les investissements à long terme : un revenu courant élevé et stable et une appréciation modérée et à long terme des prix. Ces caractéristiques permettent

aux REIT de constituer les portefeuilles les plus performants sur l'ensemble du spectre des risques et des rendements des portefeuilles.

Enfin, ces dernières années, la faiblesse des taux d'intérêt, le manque d'alternatives d'investissement attrayantes et l'accent mis sur les actions à dividendes réguliers ont prouvé les avantages des REIT. En effet, ces différentes raisons ont incité les investisseurs à investir massivement dans ce secteur, ce qui a entraîné une appréciation significative des actions des REIT et de l'immobilier sous-jacent.

1.4. Différentes catégories

Les sociétés de placement immobilier investissent dans la majorité des types de biens immobiliers, notamment les bureaux, les immeubles d'habitation, les entrepôts, les centres commerciaux, les installations médicales, les centres de données, les tours de téléphonie cellulaire, les infrastructures et les hôtels. La plupart des sociétés de placement immobilier se concentrent sur un type de bien particulier mais certaines détiennent plusieurs types de biens dans leur portefeuille (Lok, 2018). Nous pouvons scinder les REIT en 4 catégories différentes (S&P Dow Jones Indices, 2012).

1.4.1. Commerce de proximité et centres commerciaux

Les REIT de retail possèdent et gèrent des biens immobiliers de retail et louent les espaces de ces biens à des locataires. Les REIT de retail comprennent les REIT qui se concentrent sur les grands centres commerciaux régionaux, les centres de magasins d'usine, les centres commerciaux avec magasin d'alimentation et les centres de distribution qui proposent des magasins à grande surface. Les REIT à bail net possèdent des propriétés indépendantes et structurent leurs baux de manière à ce que les locataires paient à la fois le loyer et la majorité des frais d'exploitation d'une propriété.

1.4.2. Bureaux et locaux commerciaux

Les sociétés de placement immobilier de bureaux possèdent et gèrent des immeubles de bureaux et louent des espaces dans ces immeubles à des locataires. Ces biens peuvent aller de gratte-ciel à des parcs de bureaux. Certaines sociétés de placement immobilier de bureaux se concentrent sur des types de marchés spécifiques, tels que les quartiers d'affaires centraux ou les zones

suburbaines. D'autres mettent l'accent sur des catégories spécifiques de locataires, comme les agences gouvernementales ou les entreprises de biotechnologie.

1.4.3. REITs Industriels

Les REIT industriels possèdent et gèrent des installations industrielles et louent des espaces dans ces propriétés à des locataires. Certains REIT industriels se concentrent sur des types de biens spécifiques, tels que des entrepôts et des centres de distribution. Les REIT industriels jouent un rôle important dans le commerce électronique et contribuent à répondre à la demande de livraison rapide.

Les investisseurs doivent être conscient que l'automatisation change ce que les entreprises recherchent en matière d'espace industriel. Parallèlement, la croissance du commerce électronique influence la dynamique du secteur des entrepôts et offre la possibilité de tirer parti de ce secteur en croissance.

1.4.4. REITs Résidentiel

Les sociétés de placement immobilier résidentiel possèdent et gèrent diverses formes de résidences et louent des espaces dans ces propriétés à des locataires. Les REIT résidentiels comprennent les REIT qui se spécialisent dans les immeubles d'appartements, les logements pour étudiants, les maisons préfabriquées et les maisons unifamiliales. Au sein de ces segments de marché, certains REIT résidentiels se concentrent également sur des marchés géographiques ou des catégories de biens spécifiques.

1.5. Keys drivers

Selon un rapport de BDO Global en 2018, les sociétés de placement immobilier doivent être conscientes des cinq facteurs clés suivants qui devraient continuer à alimenter la croissance de l'industrie.

1.5.1. Taux d'inoccupation des logements locatifs

Les taux vacants des logements locatifs représentent le pourcentage de logements locatifs qui ne sont pas occupés par des locataires ; ils peuvent être utilisés comme une approximation de

la demande de location sur certaines périodes. Un faible taux vacant indique une forte demande de logements locatifs.

1.5.2. Revenu disponible par habitant

Le revenu disponible par habitant représente le revenu personnel après impôts. La confiance des consommateurs et les niveaux de revenu disponible détermineront en grande partie le montant des dépenses de détail. Avec l'augmentation du revenu disponible et des dépenses de détail, la demande d'espace de vente au détail augmentera à mesure que les entreprises se développeront et s'installeront dans des magasins.

1.5.3. Taux d'intérêt

Le secteur des REIT dépend fortement des marchés des capitaux pour le financement de la construction, l'achat de biens immobiliers et l'acquisition d'entreprises. Par conséquent, l'activité est largement déterminée par le coût du capital. Le coût du capital augmente au fur et à mesure que les taux d'intérêt en vigueur augmentent. Étant donné que la croissance économique reste forte et que les niveaux d'endettement des consommateurs sont à leur plus haut niveau, la banque centrale cherchera probablement à augmenter les taux à court terme.

La hausse des taux d'intérêt est souvent la principale préoccupation des dirigeants de sociétés de placement immobilier et des investisseurs institutionnels. En théorie, la hausse des taux d'intérêt va nuire aux bénéfices d'exploitation des REIT ainsi qu'à la tranquillité des mesures d'évaluation. Dans une économie en croissance, cependant, les hausses de taux d'intérêt ne devraient pas avoir d'impact majeur sur les bénéfices d'exploitation. Un environnement économique solide entraînera une hausse des loyers et une baisse des taux vacants, ce qui peut contribuer à compenser le coût plus élevé du financement.

Comme la hausse des taux n'aura qu'un effet minime sur les flux de trésorerie, toute période de cession d'actions qui en résulterait pourrait constituer une bonne opportunité d'achat pour les investisseurs ayant une thèse à long terme axée sur les revenus.

1.5.4. Bénéfices des entreprises

Les bénéfices des entreprises déterminent la demande de locaux à louer. Les contrats de location s'étendent généralement sur plusieurs années et dépendent de la santé financière et des performances des entreprises.

1.5.5. Nombre d'entreprises

Les parties commerciales de l'industrie des REIT comprennent l'immobilier de bureau, industriel et commercial. La force du secteur des entreprises et le nombre d'établissements jouent un rôle important dans la satisfaction de la demande de locaux loués, c'est-à-dire que plus il y a d'entreprises, plus il faut de locaux loués.

1.5.6. Digitalisation

Enfin, la croissance du commerce électronique a un impact sur les centres commerciaux. Les achats en ligne ont eu un impact négatif sur les performances opérationnelles de ces détaillants dans le monde entier, certains plus que d'autres. Les détaillants d'Europe, où le commerce électronique gagne en popularité, n'ont pas été épargnés.

1.6. Facteurs clés du succès

Selon le rapport de BDO (2018), les équipes de direction devraient chercher à aligner leurs REIT sur les quatre facteurs suivants pour aller de l'avant.

1.6.1. Qualité des actifs

La qualité des actifs au sein du portefeuille est un facteur clé de succès pour les sociétés de placement immobilier. La qualité peut avoir un impact sur plusieurs facteurs, notamment le profil des locataires, les taux de location de base, les niveaux d'occupation, la rétention des locataires et la valeur relative des biens.

Les facteurs qui influent sur la qualité peuvent comprendre la classification des actifs, l'emplacement, l'accessibilité, l'âge des actifs, l'attrait pour les locataires potentiels, les commodités, les installations environnantes, la qualité de la construction, le service à la clientèle et l'image de marque.

1.6.2. Diversification et stabilité opérationnelle

Les REIT doivent chercher à employer une stratégie de diversification, que ce soit par la localisation géographique, le profil des locataires et la structure des baux, les industries ou le type d'actif (commercial, commerce de détail, bureaux, appartements, industriel, hôtels, etc.). La diversification, sous une ou plusieurs formes, renforcera la stabilité du revenu d'exploitation au sein du REIT au cours des différents cycles économiques.

1.6.3. Gestion et stratégie

Les sociétés de placement immobilier qui emploient les meilleurs cadres obtiendront de meilleurs résultats que leurs homologues du secteur. Les gestionnaires de REIT prennent diverses décisions concernant l'optimisation de la structure du capital, l'identification des actifs à acheter ou à vendre, la planification de programmes qui améliorent la valeur des propriétés, le marketing et la rétention des locataires et les politiques de dépenses en capital. Les gestionnaires qui créent de la valeur par des améliorations, des économies de coûts et une marque forte pour le portefeuille créeront des marges d'exploitation plus élevées et plus stables.

1.6.4. Politique financière

Des politiques et des stratégies financières saines à l'égard des risques financiers permettront de différencier les sociétés de placement immobilier les plus fortes sur le marché. Les objectifs financiers tels que la croissance, l'effet de levier, la structure de la dette, la politique de dividende et la politique de couverture, ainsi que les antécédents du REIT en matière de respect des obligations financières, déterminent le niveau de solidité financière. La flexibilité financière est un facteur clé dans le secteur.

Les structures de capital doivent être examinées avec soin. Divers facteurs peuvent jouer un rôle essentiel dans le succès d'un REIT, notamment les ratios d'endettement, le capital total, les flux de trésorerie et la composition de la dette (c'est-à-dire monnaie locale contre monnaie étrangère, court terme contre long terme, taux fixes contre taux variables, etc.).

En général, dans un contexte de taux d'intérêt stables ou en hausse, les REIT à fort effet de levier ayant des ratios de distribution plus élevés obtiendront de moins bons résultats que les REIT à faible effet de levier ayant des ratios de distribution plus faibles.

Chapitre 2 : Profil des entreprises

2.1. Unibail-Rodamco

2.1.1. Son profil

Unibail-Rodamco est le premier créateur et opérateur global de centres de shopping de destination. La société foncière de référence en Europe⁷ a été introduite à la Bourse de Paris en 1972. Elle est aujourd'hui propriétaire d'un portefeuille d'actifs valorisé à 43,1 milliards d'euros⁸ au 31 décembre 2017 dont 86% en commerce, 7% en bureaux, 5% en sites de congrès & expositions et 2% en services. Présente dans 11 pays, elle est constituée de grands actifs immobiliers, situés dans les villes les plus importantes et les plus prospères d'Europe Continentale.

Au 30 septembre 2017, ils disposaient également d'un portefeuille de projets de développement à hauteur de 7,9 milliards d'euros.

En 2017, l'entreprise se distingue avec son programme "Better Places 2030", dont l'ambition est de créer de meilleurs endroits qui respectent les normes environnementales les plus élevées et contribuent à de meilleures villes. Les actions d'Unibail-Rodamco sont cotées sur Euronext Amsterdam et Euronext Paris, avec une cotation secondaire en Australie par le biais de Chess Depositary Interests⁹. Coté à Paris et à Amsterdam, le groupe fait partie des indices CAC40¹⁰ et AEX25¹¹ et EuroSTOXX¹². Il bénéficie d'une notation A par Standard & Poor's et Fitch Ratings¹³ et d'une notation¹⁴ A2 de Moody's¹⁵.

⁷ Sur la base de la capitalisation boursière au 31 décembre 2017 ; Source : FactSet.

⁸ Valeur brute de marché consolidée.

⁹ CHESS Dépositaire Intérêt («CDI»). Les CDI permettent aux investisseurs d'obtenir tous les avantages économiques des produits financiers étrangers et des obligations du gouvernement australien sans réellement détenir le titre juridique de ces produits financiers.

¹⁰ Le CAC 40 est le principal indice boursier de la Bourse de Paris.

¹¹ L'indice AEX 25, pour Amsterdam Exchange, est l'indice de référence de la bourse d'Amsterdam composé des 25 plus grandes entreprises néerlandaises.

¹² L'Euro Stoxx 50 est l'indice de référence des marchés de la zone euro..

¹³ Fitch Ratings Ltd. est une agence de notation financière internationale.

¹⁴ La notation B2 = absence de caractéristiques d'investissement souhaitables

¹⁵ Moody's, décrit Moody's Corporation, est la holding de Moody's Analytics, un fournisseur de solutions de gestion des risques.

2.1.2. Son histoire

En 2007, la fusion d'Unibail et de Rodamco Europe crée le leader européen de l'immobilier commercial. Le groupe a été constitué sous la forme d'une société anonyme avec une structure de gouvernance à deux niveaux, un conseil d'administration et un conseil de surveillance.

2008 : Unibail-Rodamco et la Chambre de commerce et d'industrie de Paris fusionnent leur Convention & Exposition pour former Viparis et Comexposium. Viparis, avec 10 sites en région parisienne, est responsable de la gestion et du développement des sites. Comexposium est le leader européen dans l'organisation de salons, foires et des congrès.

2009 : Unibail-Rodamco devient une société européenne et est désormais officiellement connue sous le nom d'Unibail-Rodamco SE.

2010 : Acquisition du portefeuille de Simon Ivanhoe en Pologne (Arkadia, Wilenska...) et en France. Cession de 1,5 milliard d'euros d'actifs non essentiels.

2011 : Acquisition de la totalité des parts de Galeria Mokotow à Varsovie et de Splau à Barcelone. Cession de 1,1 milliard d'euros d'actifs.

2012 : Acquisition d'une participation de 51 % dans MFI AG¹⁶, le deuxième plus grand opérateur, investisseur et promoteur de centres commerciaux d'Allemagne. Création de l'expérience de shopping 4 étoiles.

2013 : Christophe Cuvillier succède à Guillaume Poitrinal en tant que directeur général et président du conseil d'administration. Lancement de la campagne publicitaire "Shopping inattendu". Partenariat avec Socri pour le développement de Polygone Riviera, le premier art de vivre centre commercial à ciel ouvert en France, qui réunit l'art et le shopping.

¹⁶ Guinebault, M. (18 juin 2012). Unibail-Rodamco rachète 51% de l'Allemand Mfi AG. En ligne sur : <https://fr.fashionnetwork.com/news/unibail-rodamco-rachete-51-de-l-allemand-mfi-ag,262207.html>

2014 : Partenariat avec l'OIRPC¹⁷ sur CentrO (Allemagne). Signature d'accords avec la ville de Hambourg pour développer Uberseequartier et avec la ville de Bruxelles pour développer le Mall of Europe. Cession de 2,4 milliards d'euros d'actifs non essentiels.

2015 : Livraison de Mall of Scandinavia, le plus grand centre commercial de Scandinavie à la pointe des standards du groupe. Cession de Comexposium à Charterhouse Capital Partners LLP.

2016 : Lancement de la stratégie RSE¹⁸ 2030 d'Unibail-Rodamco "Better Places 2030" et lancement de la première saison d'UR Link pour favoriser le développement de jeunes entreprises de vente au détail.

2017 : Unibail-Rodamco annonce qu'il a conclu un accord avec Westfield Corporation pour créer le premier développeur et exploitant de destinations de shopping phares.

2.1.3. Sa stratégie

La stratégie d'Unibail-Rodamco consiste à intégrer verticalement toute la chaîne de création de valeur dans l'immobilier. La combinaison de ses trois activités de développement, d'investissement et de gestion, apporte au groupe Unibail-Rodamco une connaissance et une expertise du marché. Cette connaissance et cette expertise permettent à Unibail-Rodamco de faire face à des marchés qui sont de nature cyclique.

Sa stratégie est conçue pour permettre au Groupe Unibail-Rodamco de poursuivre ses programmes d'investissement même en période de ralentissement économique. Le groupe Unibail-Rodamco recycle activement ses actifs et utilise les produits de la cession dans ses projets de développement.

Grâce à ce portefeuille d'actifs de haute qualité et à l'expertise de plus de 3000 employés, dont des experts dans les activités d'investissement et de désinvestissement, de développement, de

¹⁷ L'OIRPC recueille ces types de renseignements personnels par des moyens automatisés, notamment les témoins. Ce sont des témoins qui servent généralement à améliorer l'expérience des visiteurs du site.

¹⁸ RSE = Responsabilité Sociétale des Entreprises

location et de gestion, le Groupe a été en mesure de générer une très forte croissance et des rendements pour les actionnaires.

Cette performance a été obtenue avec un effet de levier contrôlé et une exposition aux risques de développement.

Enfin, le groupe Unibail-Rodamco est, par nature, un acteur de long terme engagé dans le développement durable et la responsabilité sociale dans l'ensemble de ses activités. Qu'il s'agisse d'architecture, d'urbanisme, de design, d'efficacité énergétique, de responsabilité sociale ou sociétale, le Groupe Unibail-Rodamco est reconnu comme un leader dans ce domaine. D'ailleurs, l'engagement du groupe en matière de développement, social et environnemental durable, a été reconnu avec son inclusion dans les indices FTSE4Good¹⁹ et STOXX Global ESG Leaders²⁰.

2.1.4. Ses secteurs d'activité

Les activités d'Unibail-Rodamco se concentrent sur les grands centres commerciaux des principales villes européennes, les grands immeubles de bureaux au cœur et à l'ouest de Paris et les grands lieux de congrès et d'exposition à Paris et dans ses environs.

2.1.4.1. Vente au détail (Retail)

Unibail-Rodamco renforce en permanence l'attractivité de ses actifs en les réaménageant : amélioration de l'agencement ; en les relocalisant : renouvellement de la mixité des locataires et en les relançant sur le marché : amélioration de l'expérience de shopping grâce à des événements spéciaux. L'attrait accru des centres commerciaux d'Unibail-Rodamco a entraîné une forte croissance des ventes des locataires, dépassant les indices de vente nationaux au cours des dix dernières années.

¹⁹ La série d'indices FTSE4Good a été conçue pour identifier les sociétés qui œuvrent en faveur de l'environnement, s'attachent à développer le dialogue avec leurs parties prenantes et soutiennent les principes universels des droits de l'homme.

²⁰ Créés par le fournisseur d'indices **STOXX** et basés sur les données et la recherche de la société Sustainalytics, ces indices regroupent les entreprises les plus performantes au monde au regard des critères **ESG** (Environnement, Social et Gouvernance)

2.1.4.2. Bureaux

Unibail-Rodamco développe et possède de grands immeubles de bureaux performants, situés à des emplacements de choix dans le quartier central des affaires de Paris et à La Défense.

Unibail-Rodamco possède également des actifs de bureau dans les pays nordiques et dans certains autres pays où Unibail-Rodamco opère. La stratégie d'investissement d'Unibail-Rodamco est axée sur les possibilités de développement et de rénovation sur une base contracyclique.

2.1.4.3. Convention et exposition

L'activité Convention & Exposition est exclusivement située en région parisienne et consiste en une société de services et d'exploitation de sites immobiliers. Viparis est un leader mondial détenu conjointement avec la Chambre de commerce et d'industrie de Paris Île-de-France, mais exploité et entièrement contrôlé par Unibail-Rodamco.

Le secteur des congrès et des expositions présente un schéma de résultats saisonniers, avec des expositions annuelles, bisannuelles et triennales et une répartition inégale des expositions au cours de l'année. Au total, 725 événements ont été organisés dans les sites de Viparis en 2017, dont 258 spectacles, 105 congrès et 362 événements d'entreprise.

2.1.5. Analyse SWOT

2.1.5.1. Forces et opportunités

- Résultat net récurrent par action (12,05€) est en croissance de + 7,2% en 2017.
- Le chiffre d'affaires du groupe est croissant depuis 2013, passant de 1,35 milliard d'euros à 1,58 milliard d'euros en 2017 ; ce qui représente une évolution de + 17,04 %.
- Le dividende de l'action Unibail Rodamco est également en croissance systématique entre 2013 et 2018, passant de 8,40 € à 10,20 € par action. Son évolution au titre des 7 dernières années est de + 21,42 %.

- Le chiffre d'affaires des commerçants du Groupe²¹ a également progressé de + 3,7% par rapport à 2016.
- La valeur du patrimoine du Groupe, droits inclus, au 31 décembre 2017 s'élève à 43,1 milliards d'euros, en hausse de + 6,3% au total et de + 3,9% à périmètre constant par rapport au 31 décembre 2016.
- Au 31 décembre 2017, par rapport au 31 décembre 2016, l'ANR²² de continuation par action s'établit à 219,20€, en hausse de +17,70€ (+8,8%), ANR EPRA triple net : 200,50€, en hausse de +9,1% et ANR EPRA : 211,00€, en hausse de +7,9%.
- De positions fortes sur les marchés de détail matures, comme la France, les pays nordiques et l'Allemagne, qui bénéficient de barrières à l'entrée élevées.
- Une forte diversification, avec les propriétés d'Unibail s'étendant dans 11 pays d'Europe et différentes catégories d'actifs : commerces au détail, de bureaux et des centres d'exposition.
- L'activité locative a été soutenue pour les centres commerciaux et a atteint un record pour les bureaux, créant ainsi une croissance des loyers nets à périmètre constant de +4,2%.
- En 2017, les loyers nets des centres commerciaux à périmètre constant ont augmenté de +4,3%, soit +360 points de base au-dessus de l'indexation, égalant leur meilleure performance depuis 2008.
- Réduction du coût moyen de la dette au plus bas historique de 1,4% et renforcement du profil des échéances. Profil financier satisfaisant, avec un ratio de couverture des intérêts trois fois supérieur et un ratio dette/dette plus fonds propres.
- En 2017, l'entreprise est parvenue à faire aboutir cinq projets majeurs de centres de shopping, ce qui alimente de 0,9 milliard d'euros en livraison son portefeuille de projets de développement de 7,9 Md€.

²¹ Les chiffres d'affaires des commerçants incluent les centres comptabilisés selon la méthode de mise en équivalence (Rosny 2, CentrO et Paunsdorf)

²² ANR = Actif Net Réévalué

- Seulement une année après le lancement du programme Better Places 2030²³, le Groupe enregistre des progrès significatifs dans la mise en œuvre de sa stratégie RSE.
- Suite à l'annonce du 12 décembre 2017 de l'accord concernant l'acquisition de Westfield Corporation pour former le premier créateur et opérateur mondial de centres de shopping de destination, Unibail-Rodamco a recueilli l'avis favorable à l'unanimité de ses comités d'entreprise sur ce projet.

En résumé, Unibail-Rodamco est bien positionné pour tirer parti de sa stratégie de croissance, en 2018, comme pour le moyen et le long terme, grâce à son portefeuille d'actifs et de projets de premier plan, un coût de la dette maîtrisé, des équipes qualifiées et une vision stratégique claire.

2.1.5.2. Faiblesses et menaces

- En 2017, la valeur de marché droits inclus de l'activité Congrès & Expositions a diminué de -2,4% à périmètre constant.
- Une certaine exposition à des activités plus cycliques, telles que des immeubles de bureaux, les conventions, les expositions et le développement immobilier.
- Grande réserve de projets de développement engagés (7,9 EUR milliards d'euros) tandis que l'entreprise conserve une part importante des ressources financières flexibles sur son portefeuille de développement consolidé (67% du coût total de l'investissement).
- La concurrence croissante des détaillants en ligne pour les centres commerciaux.
- L'acquisition de Westfield affaiblit les indicateurs de crédit et entraîne certains risques d'intégration.

En résumé, les bonnes performances commerciales de la société dans le secteur des centres commerciaux, son portefeuille immobilier et sa base de locataires sont ses principaux atouts. Bien qu'une dette importante et la baisse des performances des segments des bureaux et des congrès et expositions restent préoccupants. À l'avenir, l'incapacité à percevoir des loyers auprès des locataires, les réglementations strictes et la pénurie de personnel qualifié en Europe

²³ Unibail Robamco Westfield SE. (28 Mars 2017). Shaping tomorrow : registration document 2017. Document disponible sur : [file:///Users/macOS/Downloads/392209_ddr_2017_en_fr0000124711%20\(1\).pdf](file:///Users/macOS/Downloads/392209_ddr_2017_en_fr0000124711%20(1).pdf)

pourraient affecter ses activités. Cependant, les projets en cours, les perspectives positives de la construction commerciale et industrielle allemande ainsi que l'expansion du marché de la vente au détail en France sont susceptibles d'offrir de nouvelles possibilités de croissance à l'entreprise.

2.2. Westfield

2.2.1. Son profil

Westfield Corporation est un groupe international d'immobilier commercial géré en interne et intégré verticalement, qui se concentre sur les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Europe. Le groupe possède une gamme inégalée de centres commerciaux aux États-Unis et au Royaume-Uni ainsi qu'un important projet de développement commercial à Milan, en Italie.

Au 31 décembre 2017, le portefeuille de Westfield comprenait 35 centres commerciaux avec plus de 400 millions de visites de clients par an et 16 milliards de dollars US de ventes annuelles. Westfield gère un total de 34,5 milliards de dollars US, dont 13,1 milliards (38%) sont gérés pour le compte de partenaires de coentreprises.

Les revenus générés par les activités de développement, de conception et de construction de l'entreprise sont élevés à 733 millions de dollars US pour l'exercice clos le 31 décembre 2017 (soit 35 % des revenus totaux de Westfield pour l'exercice du 31 décembre 2017).

Le portefeuille de Westfield comprend des destinations commerciales de classe mondiale telles que Westfield London et Stratford City, considérées par Westfield comme deux des centres commerciaux de premier ordre au Royaume-Uni et en Europe ; et Century City, Garden State Plaza, San Francisco, Topanga, UTC, Valley Fair et Westfield World Trade Center aux États-Unis.

2.2.2. Son histoire

- 1959 : John Saunders et Frank Lowy ouvrent leur premier magasin centre, Westfield Plaza, à Blacktown, dans la banlieue extérieure de Sydney, Australie.
- 1960 : Westfield est cotée à la bourse de Sydney.
- 1966 : Burwood, le premier centre commercial portant la marque Westfield ouvre en Australie.
- 1994 : La transaction CenterMark de 1 milliard de dollars avec 19 centres, triple le portefeuille de Westfield aux États-Unis.
- 1996 : Westfield America Trust est cotée à la Bourse de New York, ce qui permet aux investisseurs australiens d'effectuer des investissements directs sur le marché immobilier américain.
- 1998 : Westfield a acquis le portefeuille TrizecHahn, d'une valeur de 1,4 milliard de dollars, ajoutant 12 autres propriétés au portefeuille californien du groupe.
- 2000 : Westfield entre au Royaume-Uni, avec l'acquisition d'un centre à Nottingham, suivie de la création d'une coentreprise détenant des intérêts dans neuf centres-villes et emplacements urbains de premier ordre.
- 2002 : Westfield devient l'un des plus grands groupes immobiliers de détail aux États-Unis avec l'acquisition de neuf centres commerciaux de Richard E. Jacobs et de 14 centres commerciaux de Rodamco.
- 2004 : Naissance de Westfield Corporation, composé de Westfield Holdings, Westfield Trust et Westfield America Trust.
- 2008 : Ouverture de Westfield Londres, le plus grand centre commercial du Royaume-Uni avec plus de 280 magasins, qui a attiré 23 millions de visiteurs la première année.
- 2011 : Ouverture de Westfield Stratford City, qui transforme l'Est de Londres et constitue la porte d'entrée des Jeux olympiques de 2012 à Londres.
- 2014 : Séparation des activités australiennes et néo-zélandaises des opérations internationales.
- 2016 : Ouverture du projet le plus ambitieux de Westfield aux États-Unis, le World Trade Center, d'une valeur de 1,5 milliard de dollars.

2.2.3. Sa stratégie

La stratégie globale de Westfield est de créer et d'exploiter des actifs phares sur les principaux marchés qui offrent une expérience exceptionnelle aux détaillants, aux marques et aux consommateurs. Westfield possède une plateforme d'exploitation de biens immobiliers de détail de classe mondiale, leader du secteur, avec des capacités en matière de gestion, de location, de conception, de développement, de construction, de marketing et de numérique.

Quant à sa stratégie opérationnelle, elle consiste à créer de grandes expériences pour les détaillants, les consommateurs et les marques. Westfield vise à réaliser sa stratégie en améliorant ses ressources et ses capacités dans les domaines de l'événementiel, du divertissement, de la technologie numérique et de l'analyse des données.

Au cours de la dernière décennie, Westfield a cherché à affiner son portefeuille par des développements marquants et des cessions d'actifs stratégiques. Westfield continue à se concentrer sur l'amélioration de la qualité du portefeuille par une gestion active des actifs, la diversification des flux de revenus, le développement de centres commerciaux phares sur les principaux marchés mondiaux et le désinvestissement des actifs non essentiels.

Le portefeuille de Westfield comprend des actifs et des projets pour le shopping, les restaurants, les divertissements, les événements et les rencontres sociales dans certaines des principales villes urbaines du monde. Le groupe a décidé d'adapter son portefeuille à la prochaine génération de commerces de détail, en mettant l'accent sur :

- La qualité du design et la qualité des services.
- L'internationalisation croissante des marques de détail.
- Le niveau plus élevé de l'alimentation et son intégration avec la mode et le divertissement.
- La création de grandes expériences pour les consommateurs.

L'objectif stratégique de Westfield est de combiner ces éléments pour faire de ses destinations de vente au détail une partie essentielle du tissu social et économique de la communauté pour chaque ville²⁴ et communauté dans laquelle les propriétés de Westfield sont situées.

2.2.4. Ses secteurs d'activités

2.2.4.1. Centres commerciaux

Les centres commerciaux de Westfield sont géographiquement diversifiés, répartis dans huit États des États-Unis et du Royaume-Uni, avec un site de développement à Milan, en Italie. Les centres commerciaux de Westfield sont généralement situés à proximité ou dans les grandes zones métropolitaines, sont ancrés par des baux à long terme avec de grands détaillants et intègrent un large éventail de détaillants spécialisés et de chaînes de magasins nationaux.

Les investissements de Westfield dans les centres commerciaux sont réalisés à la fois en propriété exclusive et à la fois, avec des accords de copropriété, dans le cadre de coentreprises. Le portefeuille de Westfield est présenté par catégorie d'actifs entre les portefeuilles Flagship²⁵ et régional.

2.2.4.2. Gestion, commercialisation et location de biens immobiliers.

La gestion immobilière comprend la location, la gestion quotidienne et le marketing du portefeuille de centres commerciaux de Westfield et d'autres propriétés. Les centres commerciaux de Westfield sont conçus pour offrir un environnement efficace et dynamique aux détaillants et une expérience d'achat de qualité aux consommateurs, en créant une plateforme pour ses détaillants afin d'améliorer leurs performances et pour Westfield afin de maximiser ses rendements.

Westfield s'efforce d'établir et d'entretenir des relations à long terme avec ses détaillants, de développer des relations solides avec les consommateurs en soutenant la communauté locale de chaque centre commercial par le biais de diverses activités de marketing. Westfield estime que

²⁴ New York, Los Angeles, San Francisco, San José, Londres et Milan.

²⁵ Les actifs du portefeuille Flagship comprennent Westfield London et Stratford City à Londres ; Century City, Topanga, UTC, San Francisco, Valley Fair et Roseville en Californie ; Montgomery dans le Maryland ; Garden State Plaza dans le New Jersey et Westfield World Trade Center dans le Lower Manhattan.

sa direction a le potentiel d'améliorer la performance de ses actifs immobiliers commerciaux, ce qui se traduit par une croissance des revenus et une appréciation du capital à long terme pour les investisseurs. Westfield exploite aussi actuellement des concessions dans sept aéroports aux États-Unis.

2.2.4.3. Conception, construction et développement immobilier

L'activité de Westfield dans le domaine de la promotion immobilière, de la conception et de la construction consiste à développer, concevoir, construire, louer et réaménager des centres commerciaux. Les activités de développement immobilier de Westfield se concentrent sur le redéveloppement et l'extension de ses propriétés existantes ainsi que sur le développement de propriétés phares sur les principaux marchés.

Les activités de développement immobilier de Westfield sont intégrées verticalement et impliquent tous les éléments de développement, de conception, de construction et de location en vue de maximiser le retour sur investissement à la fois par l'augmentation des revenus locatifs et par l'appréciation du capital de l'actif.

Elles comprennent également l'achat de terrains, l'obtention d'approbations des autorités réglementaires, la conduite de négociations avec les principaux détaillants et locataires, la préparation d'études de faisabilité et la fonction d'architecte, de gestionnaire de projet et d'entrepreneur général pour les projets de développement et de réaménagement de centres commerciaux.

2.2.5. Analyse SWOT

2.2.5.1. Forces

- Westfield a investi dans la construction d'un portefeuille de marques fortes.
- L'automatisation des activités a apporté une constance dans la qualité des produits de la Westfield et a permis à l'entreprise de s'agrandir et de se réduire en fonction des conditions de la demande sur le marché.
- Succès dans le développement et l'innovation de nouveaux produits.
- Expérience réussie en matière d'intégration d'entreprises complémentaires par le biais de fusions et d'acquisitions. Elle a intégré avec succès un certain nombre d'entreprises

technologiques au cours des dernières années afin de rationaliser ses opérations et de mettre en place une chaîne d'approvisionnement fiable.

- Au fil des années, Westfield a mis en place un réseau de distribution fiable qui peut atteindre la majorité de son marché potentiel.
- Le groupe dispose d'un flux de trésorerie disponible important qui lui donne les moyens de se développer dans de nouveaux projets.
- Une main-d'œuvre hautement qualifiée grâce à des programmes de formation et d'apprentissage réussis. Le groupe investit d'énormes ressources dans la formation et le développement de ses employés, ce qui lui permet de disposer d'une main-d'œuvre non seulement hautement qualifiée mais aussi motivée pour réaliser davantage.
- Grâce à son service de gestion des relations avec la clientèle, l'entreprise a réussi à atteindre un niveau élevé de satisfaction des clients actuels et un bon capital de marque parmi les clients potentiels.

2.2.5.2. Faiblesses

- Le ratio de rentabilité et le pourcentage de contribution nette du groupe sont inférieurs à la moyenne du secteur.
- Les investissements dans la recherche et le développement sont inférieurs à ceux des acteurs les plus dynamiques du secteur. Même si la Westfield dépense plus que la moyenne du secteur en recherche et développement, elle n'a pas été en mesure de rivaliser avec les principaux acteurs du secteur en termes d'innovation.
- Il existe des lacunes dans la gamme de produits vendus par l'entreprise. Ce manque de choix peut permettre à un nouveau concurrent de prendre pied sur le marché.
- Par rapport aux autres organisations du secteur, Westfield a un taux d'attrition plus élevé et doit dépenser beaucoup plus que ses concurrents pour la formation et le développement de ses employés.
- Le nombre de jours d'inventaire est élevé par rapport aux concurrents, ce qui fait que l'entreprise mobilise plus de capitaux pour investir dans le canal.
- L'entreprise n'a pas été en mesure de relever les défis posés par les nouveaux arrivants dans le segment et a perdu une petite part de marché dans les catégories de niche.

2.2.5.3 Opportunités

- Un flux de trésorerie disponible stable offre des possibilités d'investissement dans des segments de produits adjacents. Avec plus de liquidités en banque, l'entreprise peut investir dans de nouvelles technologies ainsi que dans de nouveaux segments de produits. Cela devrait ouvrir une fenêtre d'opportunité pour Westfield dans d'autres catégories de produits.
- La nouvelle technologie offre à Westfield la possibilité de pratiquer une stratégie de prix différenciés sur le nouveau marché. Elle permettra à l'entreprise de conserver ses clients fidèles grâce à un excellent service et d'attirer de nouveaux clients grâce à d'autres propositions axées sur la valeur.
- Les nouvelles opportunités créeront des conditions de concurrence équitables pour tous les acteurs du secteur. Il s'agit d'une excellente occasion pour Westfield de faire valoir son avantage dans les nouvelles technologies et de gagner des parts de marché dans la nouvelle catégorie de produits.
- Le faible taux d'inflation apporte une plus grande stabilité sur le marché et permet d'accorder des crédits à des taux d'intérêt plus bas aux clients de Westfield.
- La nouvelle politique fiscale peut avoir un impact significatif sur la façon de faire des affaires et peut ouvrir de nouvelles possibilités aux acteurs établis tels que Westfield pour augmenter sa rentabilité.
- L'initiative gouvernementale "Green Drive" ouvre également la voie à l'approvisionnement en produits de la Westfield par l'État ainsi que par les entrepreneurs du gouvernement fédéral.

2.2.5.4 Menaces

- La modification du comportement d'achat des consommateurs à partir du canal en ligne pourrait constituer une menace pour le modèle de chaîne d'approvisionnement actuel, qui repose sur l'infrastructure physique.
- Les lois sur la responsabilité civile diffèrent d'un pays à l'autre et l'entreprise peut être exposée à diverses actions en responsabilité civile en raison des changements de politique sur ces marchés.
- La montée en puissance des distributeurs locaux constitue également une menace sur certains marchés car la concurrence leur verse des marges plus élevées.

- La demande de produits très rentables est de nature saisonnière et tout événement peu probable pendant la haute saison peut avoir un impact sur la rentabilité de l'entreprise à court ou moyen terme.
- Comme l'entreprise opère dans de nombreux pays, elle est exposée aux fluctuations monétaires, notamment en raison du climat politique instable qui règne sur de nombreux marchés dans le monde.
- La stabilité de la rentabilité a fait augmenter le nombre d'acteurs dans le secteur au cours des deux dernières années, ce qui a exercé une pression à la baisse non seulement sur la rentabilité mais aussi sur les ventes globales.
- Les nouvelles technologies développées par des concurrents pourraient constituer une menace sérieuse pour l'industrie à moyen et long terme.
- L'entreprise peut être confrontée à des poursuites judiciaires sur différents marchés étant donné les différentes lois et les fluctuations continues des normes de produits sur ces marchés.

Chapitre 3 : Motivations

3.1. Concevoir l'avenir du commerce de détail

La transaction implique qu'Unibail-Rodamco et Westfield s'associent pour former l'un des premiers promoteurs et opérateurs mondiaux de destinations de shopping emblématiques, avec des fondamentaux commerciaux solides, notamment :

- Un portefeuille de haute qualité composé de 102 actifs de premier ordre répartis dans 13 pays et attirant plus de 1,2 milliard de visites par an ;
- Certaines des meilleures destinations de shopping dans les villes les plus riches du monde telles que Londres, Los Angeles, Munich, New York, Paris, San Francisco, San José, Stockholm, Vienne, Madrid et Varsovie ;
- Une collection inégalée de 56 destinations phares de haute qualité, représentant 85 % du VMC au détail proportionnel, avec une fréquentation moyenne de 15,2 millions de visiteurs par an, telles que Westfield London, Stratford City, Les Quatre Temps, Century City, Le Forum des Halles, Westfield World Trade Center, La Maquinista, Shopping City Süd, Mall of Scandinavia, Centrum Chodov et Arkadia ;

- Un GMV moyen à 100 % par centre commercial de 647 millions d'euros (1 003 millions d'euros pour le portefeuille phare), nettement supérieur à celui des autres grandes sociétés de placement immobilier de centres commerciaux ;
- Une combinaison de deux projets de développement pour un montant total de 13 milliards d'euros, avec des développements emblématiques dans Londres, Milan, Hambourg, Bruxelles, Paris, San José, Lyon et d'autres grandes villes. Unibail Rodamco prévoit également de capitaliser sur les solides antécédents de Westfield, qui possède un fort potentiel de croissance organique et le savoir-faire en matière de développement et d'investissement.

3.2. Être le leader global grâce à un portefeuille premium

A l'issue de la transaction, le nouveau groupe détiendra et exploitera un des meilleurs portefeuilles d'immobilier commercial au monde, avec une VGM proportionnelle totale de plus de 62,0 milliards d'euros (74,4 milliards de dollars américains) et une VGM pro forma des revenus locatifs nets proportionnels de 2,3 milliards d'euros (2,8 milliards de dollars US) pour la période de 12 mois se terminant le 31 décembre 2017, soit une augmentation de 42% et 41%, respectivement, par rapport à Unibail-Rodamco sur une base autonome.

Le nouveau groupe se concentrera principalement sur l'immobilier de commerces, représentant 88 % de la VGM de son portefeuille total proportionnel. Les actifs de bureaux du nouveau groupe (7 % de la VGM du portefeuille proportionnel), principalement situés en région parisienne et les activités de congrès et d'expositions (6 % de la VGM du portefeuille proportionnel) devraient continuer à soutenir le potentiel de création de valeur du nouveau groupe.

Avec 17 actifs flagships dans 9 métropoles, représentant 86% de sa valeur de patrimoine, le portefeuille de Westfield est d'une qualité exceptionnelle et s'intègre parfaitement dans la stratégie d'Unibail-Rodamco. Le rapprochement avec Westfield permettra d'accéder à des marchés particulièrement attractifs : Londres et les zones de chalandise les plus riches des Etats-Unis.

3.3. Nouveaux projets emblématiques

L'objectif est de créer le meilleur portefeuille afin de générer une croissance de capital, grâce notamment à une réserve de projets de développement emblématiques d'une valeur de 13 milliards d'euros²⁶. Quatre années de développement dans le but de devenir la plus importante de toutes les sociétés immobilières mondiales de vente au détail, avec des projets emblématiques à Londres, Milan, Hambourg, Bruxelles, Paris, San José, Lyon et dans d'autres grandes villes.

3.4. Capitaliser sur ses forces

Cette motivation consiste à implémenter les forces de chacun dans le nouveau groupe. L'objectif est de capitaliser sur les antécédents et les points forts de chacune des sociétés Unibail-Rodamco et Westfield, avec le soutien de leurs 3 700 employés.

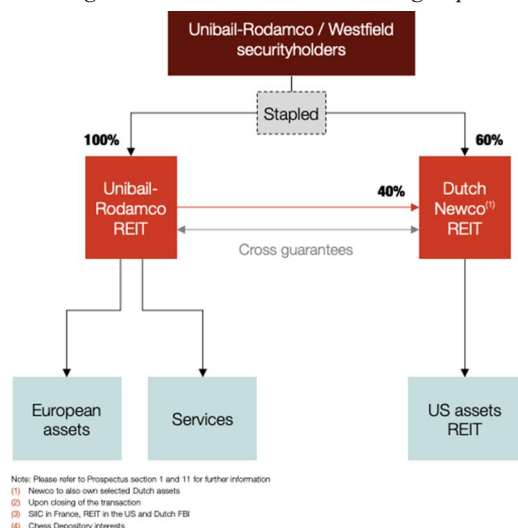
3.5. Une structure efficace pour les actionnaires

La mise en place d'une structure efficiente pour les nouveaux actionnaires du groupe, conçue pour éviter tout désavantage lié à la détention d'actifs américains. Ainsi, les anciens actionnaires d'Unibail-Rodamco et de Westfield détiendront des titres agrafés composés d'une action Unibail-Rodamco et une action Newco.

De plus, le maintien du statut de REIT existant. Dutch Newco va détenir les actifs américains. Quant à Unibail-Rodamco et les opérations américaines, elles continueront à opérer en tant que sociétés de placement immobilier.

²⁶ Pour les projets de pipeline Unibail-Rodamco, coût total d'investissement selon le champ d'application et la définition d'Unibail-Rodamco au 31 décembre 2017. Pour les projets de pipeline Westfield, coût d'investissement total proportionnel selon l'estimation de Westfield par Unibail-Rodamco et selon la méthodologie Unibail-Rodamco, au 31 décembre 2017.

Figure 2 : Actionnariat du nouveau groupe



Source : Investor presentation (2017)

Ils ont également opté pour des politiques de dividendes attrayantes avec des versements prévus de 85 à 95 % des bénéfices nets récurrents consolidés. Ainsi qu'une gouvernance offrant le meilleur de deux leaders de l'industrie avec une structure à deux niveaux du conseil d'administration (conseil de surveillance et conseil d'administration) respecter les normes les plus élevées et une organisation correspondant à la portée internationale du groupe.

Une gouvernance offrant le meilleur de deux leaders de l'industrie ; c'est-à-dire, une structure à deux niveaux (conseil de surveillance et conseil d'administration) conforme aux normes les plus élevées ; et une organisation correspondant à la portée internationale du groupe.

3.6. Restructuration stratégique du conseil d'administration

Suite à la transaction, Unibail-Rodamco conservera sa structure à deux niveaux de conseil d'administration qui se compose d'un conseil de surveillance et d'un directoire. Le nouveau conseil d'administration intégrera des membres de Westfield, afin qu'il soit à l'image du nouveau groupe et qu'il puisse également intégrer leurs expériences respectives.

Le conseil de surveillance d'Unibail-Rodamco sera présidé par Colin Dyer. Deux membres du conseil d'administration de Westfield, dont Peter Lowy, seront nommés au conseil de surveillance. Un conseil consultatif nouvellement créé, qui sera présidé par Sir Frank Lowy AC, fournira au groupe des conseils indépendants d'experts externes sur sa stratégie. Le conseil d'administration d'Unibail-Rodamco sera composé de Christophe Cuvillier, directeur général du groupe et de Jaap Tonckens, directeur financier du groupe.

Le comité de direction comprendra des cadres supérieurs de Westfield et d'Unibail-Rodamco, ce qui reflète la combinaison de leurs forces. Il assistera le conseil d'administration dans l'exécution de la stratégie du groupe.

Un comité spécialisé, composé de membres des équipes de direction d'Unibail-Rodamco et de Westfield, supervisera la planification et l'exécution de l'intégration afin de garantir la réalisation efficace des avantages attendus de la transaction. Sous réserve de l'approbation de la transaction, Sir Frank Lowy AC prendra sa retraite en tant que président de Westfield. Peter Lowy et Steven Lowy se retireront en tant que co-PDG de Westfield, Michael Gutman se retirera en tant que président et directeur de l'exploitation de Westfield et Elliott Rusanow se retirera en tant que directeur financier de Westfield. Le groupe aura son siège à Paris et à Schiphol (Pays-Bas), avec deux sièges régionaux à Los Angeles et à Londres.

3.7. Synergies

Unibail-Rodamco a identifié un total de 100 millions d'euros de synergies de fonctionnement attendues, reflétant une opportunité unique de créer de la valeur pour les actionnaires actuels ainsi que les nouveaux détenteurs et d'offrir des rendements plus élevés que ceux que l'un ou l'autre des deux groupes pourrait atteindre sur une base autonome.

Les synergies apporteront des revenus et des flux de trésorerie supplémentaires. En effet, environ 40 millions d'euros de synergies devraient être générés par les revenus locatifs supplémentaires attendus de la mise en œuvre des efforts de leasing, en tirant parti de la marque Westfield et de l'expertise en matière de leasing spécialisé sur la plateforme d'Unibail-Rodamco, ainsi que par le déploiement des meilleures pratiques et capacités d'Unibail-Rodamco en matière de gestion des actifs et de capture du potentiel de réversion. Un montant supplémentaire de 60 millions d'euros devrait être prélevé sur les frais généraux de l'entreprise.

Les estimations des synergies potentielles disponibles grâce à la mise en œuvre de la transaction sont préliminaires et devraient devenir plus certaines après une analyse et un affinement continu. Après la mise en œuvre de l'opération, le nouveau groupe commencera à mettre en place des dispositions pour chercher à réaliser ces synergies.

3.7.1. Estimation des synergies de revenus

Comme annoncé précédemment, Unibail-Rodamco a identifié environ 40 millions d'euros de synergies de revenus annuels. Ils devraient être générés par les revenus locatifs supplémentaires provenant des synergies prévues décrites ci-dessous :

3.7.1.1. Synergies en matière de marketing

Des synergies de marketing devraient être créées par deux éléments. Le premier est le déploiement d'une plateforme "one brand". La marque Westfield sera intégrée et déployée dans toute la communication du nouveau groupe. Le deuxième constitue l'expertise en matière de spécialités et de revenus publicitaires dans l'ensemble du nouveau groupe.

3.7.1.2. Synergies dans le domaine du leasing

Des synergies en matière de leasing devraient être créées grâce au renforcement des relations avec les détaillants. Le nouveau groupe sera un partenaire clé des détaillants nationaux et internationaux et aura une pertinence et une importance stratégique accrues pour eux. De plus, la fertilisation croisée des relations avec les détaillants entre Unibail-Rodamco et Westfield et le ciblage des détaillants les plus performants seront également créateur de synergie. De plus, une autre synergie pourra voir le jour grâce au déploiement des meilleures pratiques de Westfield en termes de location spécialisée et de plate-forme médiatique sur les actifs d'Unibail-Rodamco.

Enfin, la dernière synergie pourrait être déployée par les meilleures pratiques d'Unibail-Rodamco en termes de gestion d'actifs sur l'ensemble du portefeuille combiné.

3.7.1.3. Autres synergies

Après la mise en œuvre de l'opération, il est possible que des synergies soient réalisées au-delà de celles identifiées ci-dessus. Cela peut inclure, mais sans s'y limiter, le déploiement des meilleures pratiques en matière de données et d'innovation numérique de chaque groupe dans l'ensemble du portefeuille élargi afin de renforcer les liens avec les visiteurs et les détaillants et de créer davantage de valeur.

3.7.2. Estimation des synergies de coûts

Unibail-Rodamco a identifié environ 60 millions d'euros de synergies de coûts annuels de fonctionnement. Ces économies de coûts devraient être réalisées grâce aux synergies décrites ci-dessous.

3.7.2.1. Synergies générales

Des synergies générales devraient être réalisées grâce au départ à la retraite de l'équipe dirigeante de Westfield et à la fermeture du siège social de Westfield à Sydney. De plus, des synergies seront également créées suite à la consolidation des coûts de l'entreprise dans toute sa structure et la réduction des coûts de cotation, des coûts statutaires et des coûts réglementaires. Enfin, l'intégration des systèmes de reporting et des systèmes informatiques et des économies sur les frais généraux grâce à la scission de OneMarket en créeront également.

3.7.2.2. Autres synergies

Après la mise en œuvre de l'opération, il est possible que des synergies autres que celles identifiées ci-dessus puissent être réalisées. Il peut s'agir par exemple, mais pas exclusivement, de la combinaison de meilleures pratiques d'exploitation de haute qualité et de l'efficacité des achats.

3.7.3. Timing estimé pour réaliser les synergies

Unibail-Rodamco estime que la quasi-totalité des synergies de coûts annuelles prévues seront réalisées dans les 18 premiers mois suivant la mise en œuvre de la transaction.

Les synergies de recettes annuelles devraient prendre plus de temps à se réaliser pleinement. Il est important de noter que si Unibail-Rodamco a l'expérience de l'intégration des actifs et des entreprises, la réalisation des synergies n'est pas certaine. Il existe un risque que les synergies ne soient pas réalisées, ou pas dans leur pleine mesure, ou qu'elles soient réalisées sur une période plus longue, ou encore qu'elles impliquent des coûts de mise en œuvre plus importants que prévu.

Partie III : Données et méthodologies

Cette troisième partie présente le plan de recherche utilisé pour analyser la réaction du marché à la suite de l'annonce, ainsi que les gains liés aux synergies dans le cadre de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco.

Pour commencer, nous expliquerons brièvement la provenance des données que nous avons utilisées lors de l'étude d'événement ainsi que lors de nos différentes valorisations.

Ensuite, nous détaillerons la méthodologie utilisée pour la première approche, à savoir la méthodologie d'une étude d'événement, qui nous permettra d'analyser la réaction du prix de l'action par rapport à l'annonce de l'acquisition.

Enfin, nous développerons la méthode des multiples ainsi que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles. Ces deux approches nous serviront à analyser les gains liés aux synergies.

Chapitre 1 : Données

Il est important avant d'aller plus loin de rappeler au lecteur que cette thèse est rédigée sans aucune information interne de Unibail-Rodamco ou de Westfield. Dès lors, toutes les données utilisées dans cette recherche sont des données accessibles au public.

En ce qui concerne l'étude d'événement, les données proviennent de Yahoo Finance que ce soit pour le cours de l'action Unibail-Rodamco ou pour son indice correspondant. Nous avons utilisé les prix de clôture ajustés quotidiennement pour calculer les rendements quotidiens de l'action et de l'indice. L'utilisation des cours de clôture ajustés est la norme dans ce contexte (Campbell et al., 1997). L'indice est utilisé pour estimer correctement les rendements attendus le long de la fenêtre de l'événement.

Pour l'analyse des gains liés aux synergies, le contenu quantitatif des rapports annuels a été privilégié car il est considéré comme plus difficile à manipuler en raison des normes d'audit et de comptabilité. Au contraire du FFO, l'EBITDA n'apparaissant pas clairement dans les comptes annuels, nous l'avons recalculé dans les annexes. Nous nous sommes également basés sur quelques recherches scientifiques et avis d'expert spécialement dans la façon d'analyser les

synergies même si peu de recherches pertinentes sur les synergies spécifiques à l'immobilier ont été trouvées.

Chapitre 2 : Réaction du marché à la suite de l'annonce de l'acquisition

L'une des méthodes les plus populaires utilisées dans la méthodologie des effets financiers des fusions et acquisitions, basée sur les données du marché, est l'étude d'événement développée et utilisée pour la première fois en 1969 par Fama et al.

Cette approche évalue la performance financière des fusions et acquisitions, en examinant le rendement anormal reflété dans les cours des actions des entreprises concernées, qui sont générés par leur annonce (Wang & Moini, 2012). Les rendements anormaux peuvent être déterminés en comparant les rendements effectivement observés avec les rendements théoriques attendus autour du jour de l'annonce. Si les rendements observés sont différents des rendements attendus, il y aura des rendements anormaux. Des rendements anormaux positifs sont synonymes de bonnes performances financières car ils augmentent la valeur des actionnaires et vice-versa (Wang & Moini, 2012).

2.1. Hypothèses

Le premier objectif de cette recherche est de déterminer si l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a eu un impact significatif, qu'il soit positif ou négatif, sur les performances financières de Unibail-Rodamco. Nous testerons 3 hypothèses différentes qui sont définies comme suit :

Hypothèse 1 : *L'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco le jour de l'annonce [0].*

Nous testerons également une autre hypothèse dans le but de vérifier s'il n'y avait pas eu une fuite d'information avant la date officielle de l'annonce. Pour ce faire, nous analyserons la période [-10 ; -1].

Hypothèse 2 : *L'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco sur la période [-10 ; -1].*

Enfin, nous testerons une dernière hypothèse, afin de vérifier si le marché ne se serait pas ajusté de manière significative les jours qui ont suivi la date de l'annonce. Pour ce faire, nous analyserons la période [+1 ; +10].

Hypothèse 3 : *L'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco sur la période [+1 ; +10].*

2.2. Modèle de référence

Il existe deux modèles statistiques communément connus. Le modèle à rendement moyen constant, qui est généralement le plus simple des deux, où le rendement normal est défini comme le rendement moyen, constant dans le temps, dans la fenêtre d'estimation. L'autre est le modèle de marché, qui est considéré comme une version potentiellement améliorée du modèle à rendement moyen constant, car la variance des rendements anormaux est réduite dans le modèle de marché. Étant donné que les ajustements du risque sont pris en compte dans le modèle de marché, cela pourrait augmenter le pouvoir explicatif des rendements anormaux par rapport à un événement.

En outre, le modèle de marché diffère des autres modèles statistiques, en incluant le rendement du marché comme une variable. Ce qui crée une relation linéaire entre le rendement de l'action individuelle et le rendement du marché, c'est-à-dire le taux de rendement moyen sur le marché. Brown & Warner (1980) ont constaté que les résultats générés par le modèle à rendement moyen constant et le modèle de marché sont en fait très similaires. Toutefois, en général, le modèle de marché est plus universellement utilisé et est également considéré comme l'un des modèles d'estimation les plus appropriés pour les études d'événements.

Dans ce mémoire, nous utiliserons le modèle de marché qui met en relation les rendements boursiers de l'entreprise à savoir Unibail-Rodamco avec ceux de l'indice de marché correspondant (Campbell et al., 1997).

2.3. Rendements attendus

2.3.1. Fenêtre d'estimation

Plusieurs chercheurs expliquent que la fenêtre d'estimation ne doit pas chevaucher la fenêtre d'événement, afin que l'événement étudié n'influence pas la normalité de la période d'estimation (Campbell et al., 1997 ; MacKinlay, 1997). Néanmoins, la longueur de la fenêtre d'estimation varie beaucoup dans la littérature sans explication ou justification particulière.

Selon Campbell et al. (1997), la fenêtre d'estimation dans une étude d'événement utilisant le modèle de marché pourrait être fixée sur les 120 jours précédant l'événement mais ils ne donnent aucune justification pour cette suggestion. Néanmoins, nous allons suivre cette recommandation et ajouter 60 jours supplémentaires [-200 ; -20] à la fenêtre d'estimation afin de lisser la courbe autant que possible.

2.3.2. Calculs des rendements estimés

En ce qui concerne l'essence des rendements anormaux, afin de mesurer sa valeur, il faut d'abord calculer les rendements observés et ensuite les rendements attendus. Si le premier est relativement facile à estimer, le dernier peut présenter plus de problèmes. L'estimation des rendements attendus signifie que l'on estime un rendement pour les actionnaires sur une période ordinaire. En d'autres termes, le rendement attendu à ce stade est le rendement "simple" à condition que l'événement ne se soit pas produit. À ce stade, plusieurs solutions peuvent être appliquées. Sudarsanam (2003) a, par exemple, identifié sept modèles où les rendements attendus sont calculés.

Cependant, nous utiliserons dans notre analyse la méthode du modèle de marché pour trouver les différents rendements attendus.

Le rendement attendu des actions de l'entreprise i sur la période t , selon le modèle de marché est estimé à l'aide de l'équation suivante (Sudarsanam 2003) :

$$E(R_{it}) = a_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Où :

a_i = Coefficient d'intersection pour le modèle de marché ;

β_i = Coefficient de risque pour l'action i ;

R_{Mt} = Rendement de l'indice de marché sur la période t ;

ε_{it} = Facteur aléatoire de l'équation.

Le modèle de marché suit le modèle à indice unique de Sharpe²⁷, où les rendements sont supposés être liés à l'indice boursier. On suppose que la valeur attendue du facteur aléatoire de long terme est égale à zéro. Le modèle décompose le rendement de l'entreprise i en une composante système, liée à l'indice boursier, et une composante non-système (erreur statistique), indépendante du comportement du marché. Les effets post-acquisition pour l'entreprise i sont représentés par le facteur aléatoire de l'équation. En d'autres termes, l'erreur statistique dans le modèle de marché est le rendement anormal pour l'entreprise i au cours de la période t .

2.4. Rendements anormaux

2.4.1. Fenêtre d'événement

La fenêtre de l'événement est la période de temps sur laquelle les rendements anormaux sont calculés. En d'autres termes, c'est l'intervalle de temps autour de la date d'annonce $[0]$ pendant lequel les performances financières des fusions et acquisitions sont évaluées. Comme cette étude suit une perspective à court terme, nous testons les fusions et acquisitions le jour de leur annonce $[0]$.

²⁷ Le modèle à indice unique de Sharpe permet de mesurer la rentabilité d'un portefeuille en fonction du risque pris.

Néanmoins, j'analyserai également l'impact financier des fusions et acquisitions sur un intervalle plus long [-10 ; +10] pour tenter de voir si les résultats restent similaires après d'éventuels ajustements ou anticipations du marché.

2.4.2. Calculs des rendements anormaux

Les profits ou les pertes sont mesurés par les rendements anormaux. L'essence de cette mesure consiste à mettre en relation la richesse des investisseurs détenant des actions de la société acquéreuse ou cible sur la fenêtre d'observation avec les rendements observés d'une période "ordinaire" où aucun effet lié à l'événement n'a été signalé. En ce qui concerne l'estimation, les rendements anormaux pour l'entreprise i sont les rendements observés moins les rendements attendus de l'action de l'entreprise i sur la période t , comme dans la formule suivante (Sudarsanam 2003) :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Où :

AR_{it} = Rendements anormaux pour la société i pendant la période t ;

R_{it} = Rendements observés pour la société i au cours de la période t ;

$E(R_{it})$ = Rendements attendus pour l'entreprise i au cours de la période t ;

t = Jour ou mois, en fonction des données acceptées pour les calculs de la fenêtre de l'événement.

Si les rendements anormaux de l'action i dans la fenêtre d'événement t sont supérieurs à zéro, l'acquisition génère de la richesse pour les investisseurs détenant des actions de l'entreprise i . Si les rendements anormaux sont égaux à zéro, l'effet de l'acquisition est neutre en termes de création ou perte de richesse pour les actionnaires. Des rendements anormaux négatifs impliquent des pertes pour les actionnaires.

2.5. Rendements anormaux cumulés

Si on a l'intention de capturer l'effet global de l'événement sur la fenêtre de l'événement, c'est-à-dire d'estimer les mouvements des actions de l'entreprise au cours d'une nouvelle information

et de tester les rendements anormaux, le rendement anormal cumulé (CAR)²⁸ doit être calculé. Le CAR est simplement la somme des rendements anormaux dans la fenêtre d'événement (MacKinlay, 1997).

Le rendement anormal cumulé de l'entreprise i sur la période T est calculé selon la formule suivante :

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

Où,

CAR_{iT} = Rendement anormal cumulé pour l'entreprise i sur la période T ;

T = Période d'observation, période de temps mesurée en jours ou en mois ;

AR_{it} = Rendements anormaux pour la société i pendant la période t .

2.6. Procédure du test

Étant donné que le modèle de marché est une régression linéaire et que la normalité des résidus (c'est-à-dire la différence entre la valeur observée et celle attendue) est une hypothèse de modèle linéaire, nous avons choisi d'utiliser un t -test²⁹ paramétrique pour tester les différentes hypothèses.

Le t -test est l'un des outils les plus courants dans le domaine des études d'événements. Il permet de savoir s'il existe une différence significative ($p < 0,05$) entre deux ensembles de groupes, en comparant les moyennes. En d'autres termes, le t -test détermine si une hypothèse est rejetée ou non. Ce qui conduit à savoir si la différence est due au hasard ou si elle est fiable, c'est-à-dire, si le même résultat pourrait être retrouvé dans d'autres évaluations avec la même population de données.

²⁸ Cumulative abnormal return

²⁹ En statistique, le test de Student, ou test t , est un ensemble de tests statistiques paramétriques où la statistique de test calculée suit une loi de Student lorsque l'hypothèse nulle est vraie.

Une fois que le rendement anormal cumulé sera calculé, il sera possible de tirer des conclusions plus larges sur l'éventuelle création de valeur en rapport avec la fluctuation du cours de l'action de Unibail-Rodamco.

En effet, si le CAR est positif, cela signifie que les fusions et acquisitions ont créé une valeur positive pour les actionnaires des entreprises et vice versa (Wang & Moini, 2012).

Chapitre 3 : Valorisation des synergies

Avant de présenter nos différentes techniques de valorisation des synergies, il semble important d'apporter quelques précisions sur les principales caractéristiques de l'évaluation de ces dernières.

Tout d'abord, nous traitons dans ce chapitre de valorisation des synergies avant la fusion ou l'acquisition, et par extension avant l'intégration des entreprises fusionnées.

Cette précision reste importante puisque l'évaluation des synergies porte sur l'estimation préliminaire des synergies futures qui découleront de la reprise. Il semble essentiel de souligner que l'évaluation sera donc basée sur des hypothèses et sujette à une certaine marge d'erreur, comme c'est le cas lors de l'évaluation d'une société, quelle que soit la méthode adoptée.

Deuxièmement, les synergies de revenus et de coûts ne suivent pas les mêmes schémas en termes d'estimation car les synergies de revenus sont beaucoup plus difficiles à estimer et à quantifier que les synergies de coûts. En outre, les synergies de revenu s'avèrent plus incertaines dans la plupart des cas par rapport aux synergies de coûts, de sorte que le processus d'évaluation devra tenir compte de cette différence.

Il existe plusieurs méthodes d'évaluation de complexité différentes et utilisées à des fins différents. En ce qui concerne cette recherche, dans l'analyse des gains liés aux synergies dans l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco, nous utiliserons la méthode basée sur les multiples (EV/EBITDA et EV/FFO) ainsi que sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

3.1. Méthode des multiples

3.1.1. EV/EBITDA

Damodaran (2005) recommande d'évaluer l'entreprise opérationnelle combinée en reflétant les effets de la combinaison dans les moteurs de valeur, notamment un taux de croissance plus élevé, des marges plus élevées, un coût de la dette plus faible, etc.

Cependant, nous analyserons dans un premier temps les synergies opérationnelles à l'aide d'une méthode basée sur une évaluation relative. Une méthode basée sur une évaluation relative peut donner une valeur aux synergies en examinant par exemple l'impact sur l'EBITDA des synergies par rapport au multiple de l'EBITDA correspondant. Les synergies qui affectent les paiements d'intérêts auront une incidence sur le compte de résultat en dessous de l'EBITDA, mais les synergies financières ont été considérées comme n'ayant pas de pertinence significative pour ce cas. Ainsi, l'approche du multiple EBITDA permettra de saisir l'ensemble des synergies à des fins d'évaluation.

$$\text{Valeur actuelle des synergies} = \text{Montant des synergies} * \left(\frac{EV}{EBITDA} \right) - \text{Coûts d'intégration}$$

3.1.2. EV/FFO

Le *funds from operations* (FFO) est une mesure de la trésorerie générée par une société de placement immobilier. Les sociétés immobilières utilisent le FFO comme référence de performance opérationnelle. La *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT) a été la première à utiliser ce chiffre. Le FFO mesure le montant net des liquidités et des équivalents qui entrent dans une entreprise à la suite d'activités commerciales régulières et continues. L'approche EV/FFO est donc une méthode plus que pertinente dans notre cas.

Cette méthode d'évaluation est fort similaire à l'approche EV/EBITDA, en supposant cependant que toutes les synergies sont reflétées au niveau des FFO.

$$\text{Valeur actuelle des synergies} = \text{Montant des synergies} * \left(\frac{EV}{FFO} \right) - \text{Coûts d'intégration}$$

3.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles

L'utilisation de la méthode DCF implique le calcul de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs attendus en les actualisant à un taux ajusté au risque. Nous présentons ci-dessous un guide sur la manière de réaliser cette approche.

3.2.1. Flux de trésorerie disponibles

Les flux de trésorerie disponibles comprennent les fonds générés par l'entreprise qui peuvent être distribués aux demandeurs de capitaux propres et de dettes de l'entreprise. Nous présentons ci-dessous une formulation simplifiée communément acceptée de ce concept :

Flux de trésorerie disponibles

$$= EBIT * (1 - \text{Taux de taxation}) + \text{Amortissements et Dépréciations} \\ - \text{Le changement en Net Working Capital} - \text{Les investissements en capital}$$

3.2.2. Le coût moyen pondéré du capital

Maintenant que nous avons une base de compréhension commune concernant les flux de trésorerie disponibles, la prochaine étape nécessaire pour obtenir une évaluation est de déterminer un taux d'actualisation approprié.

Pour commencer, nous devons utiliser un taux qui représente le coût d'opportunité du capital pour un investissement similaire. Une approche courante pour ce faire est l'utilisation du modèle CAPM³⁰.

$$K_e = R_F + \beta_L (R_M - R_F)$$

Où :

K_e = Coût des capitaux propres ;

R_F = Taux de rendement sans risque ;

β_L = β endetté du projet ;

³⁰ Capital Asset Pricing Model.

$(R_M - R_F)$ = Equity market risk premium (rentabilité espérée du marché – Taux de rendement sans risque).

La formule ci-dessus appelle une certaine analyse quant à ses principales composantes.

3.2.2.1. Taux de rendement sans risque

Damodaran (2008) déclare dans sa dernière étude sur le taux de rendement sans risque que la meilleure approximation de ce taux est le taux zéro-coupon sans défaut (gouvernement) qui est apparié jusqu'au moment où le ou les flux de trésorerie qui sont actualisés se produisent.

La question qui se pose aujourd'hui, notamment lors de l'évaluation des entreprises françaises est de savoir si les obligations d'État française peuvent être considérées comme sans risque. Cependant, dans le cas de notre recherche, nous avons préféré prendre le taux du trésor américain à 10 ans³¹ datant de fin 2017 puisque les activités de Westfield sont principalement sur le sol américain.

3.2.2.2. Bêta

Le bêta du projet ou de l'entreprise est une mesure de quantification du risque spécifique auquel seront exposés les demandeurs de capitaux propres en investissant dans un projet/une entreprise ayant une structure de capital donnée.

Plus le bêta est élevé, plus le coût des actions est élevé car le risque accru que prennent les investisseurs (via une plus grande sensibilité aux fluctuations du marché) devrait être compensé par un rendement plus élevé.

Comme il est très difficile d'essayer d'évaluer le risque spécifique d'un projet particulier, les praticiens recherchent généralement les informations disponibles sur le marché, notamment en faisant la moyenne des bêtas d'entreprises comparables.

³¹ Le taux du trésor à 10 ans est le rendement obtenu pour un investissement dans un titre du trésor émis par le gouvernement américain et ayant une échéance de 10 ans.

Dans notre recherche, le calcul est basé sur l'observation hebdomadaire du cours de bourse et mis en relation avec l'indice de marché correspondant.

3.2.2.3. Prime de risque du marché des actions (EMRP)

L'EMRP représente une mesure approximative du risque systématique associé à l'investissement dans des actions. Il est défini comme le rendement supplémentaire qu'un investisseur s'attend à obtenir en détenant une action ou en investissant dans des actions en général, par rapport à ce qu'il gagnerait en détenant des actifs moins risqués comme des obligations.

Il y a un débat sur la meilleure façon de calculer l'EMRP, notamment en ce qui concerne le calcul de l'écart de rendement entre les actions et les obligations. Kaplan et Ruback (1996) ont conclu dans une étude que la moyenne arithmétique à long terme de l'écart de rendement historique entre l'indice boursier et les obligations sans risque semble être la meilleure solution.

Sans négliger les modèles théoriques qui peuvent être utilisés, nous pourrions également utiliser les primes de risque du marché envisagées par les banques d'investissement ou les maisons de recherche. Ceux-ci intègrent les points de vue des investisseurs financiers et des décideurs dans un certain laps de temps et traduisent le sentiment du marché existant au moment de l'analyse.

3.2.2.4. Calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)

Ajoutant une certaine complexité à la question du taux d'actualisation, nous passons à l'explication du coût moyen pondéré du capital (WACC). Le WACC est le taux d'actualisation à utiliser lors de l'approche d'évaluation des entreprises ou de projet. Ce taux d'actualisation tient compte des coûts des différentes sources de financement, pondérés en fonction de leur contribution relative à la structure du capital de l'entreprise. Voici la formule :

$$WACC = \left(\frac{D}{E + D} \right) * K_d * (1 - t) + \left(\frac{E}{E + D} \right) * K_e$$

Où :

$\left(\frac{D}{E + D} \right)$ = Proportion de la dette par rapport au capital total ;

$\left(\frac{E}{E+D}\right)$ = Proportion des fonds propres par rapport capital total ;

K_d = Coût de la dette ;

K_e = Coût des fonds propres ;

t = Taux de taxation.

Bien que le WACC soit une moyenne pondérée, il ne se limite généralement pas à l'hypothèse que la structure du capital de la société restera constante à un niveau de référence à moyen ou long terme. Dans un contexte de fusions-acquisitions, où les structures du capital pourraient être fortement modifiées, cela pourrait entraîner une distorsion de la valeur.

Cependant dans cette recherche, nous partirons du principe que la structure du capital est relativement stable.

Partie IV : Résultats et limites

Cette quatrième et dernière partie détaille les résultats trouvés, à la suite de l'étude d'événement basé sur l'annonce de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco, ainsi que les gains liés aux synergies, estimés sur base de la méthode des multiples et de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles. Afin d'avoir une vue plus axée de l'opération d'acquisition dans le temps, nous analyserons ensuite, l'évolution du cours de bourse sur la période fin 2017 à fin 2019, en proposant quelques statistiques descriptives. Nous terminerons enfin en énonçant et expliquant les principales limites de cette recherche.

Chapitre 1 : Réaction du marché à la suite de l'annonce de l'acquisition

1.1. Calculs des rendements anormaux et des rendements anormaux cumulés

Pour commencer, il était nécessaire d'obtenir les cours de clôture ajustés de l'action de Unibail-Rodamco et de l'indice de marché correspondant. Nous avons donc besoin des cours de Unibail-Rodamco et de l'index AEX qui correspond à l'index des 25 plus grandes entreprises de la bourse d'Amsterdam, là où est cotée Unibail-Rodamco.

La prochaine étape consistait à calculer les rendements quotidiens pour l'action ainsi que pour l'indice de marché correspondant.

Ensuite, nous avons calculé *l'intercept* (alpha) et le *slope* (bêta) sur la fenêtre d'estimation, la *Standard Error*, qui représentait l'écart entre la moyenne d'un échantillon et la moyenne réelle d'une population ainsi que le *R-squared*, qui représente un outil de mesure statistique qui fournit le pouvoir explicatif du modèle.

Figure 3 : Tableau récapitulatif des paramètres

Intercept (alpha)	Slope (beta)	R-Square	St. Error
-0.000061	0.84	0.26	0.007547

Source : Auteur

Nous avons déterminé les rendements attendus dans la fenêtre d'événement, pour ensuite estimer les rendements anormaux le long de la fenêtre de l'événement.

Pour finir, nous devons tester la signification statistique des rendements anormaux à l'aide du t-test précédemment expliqué dans la partie méthodologie.

1.2. Analyse des résultats

Les résultats de l'analyse se retrouvent dans la Figure 4 et dans la Figure 5.

Figure 4 : Résumé de l'étude d'évènement

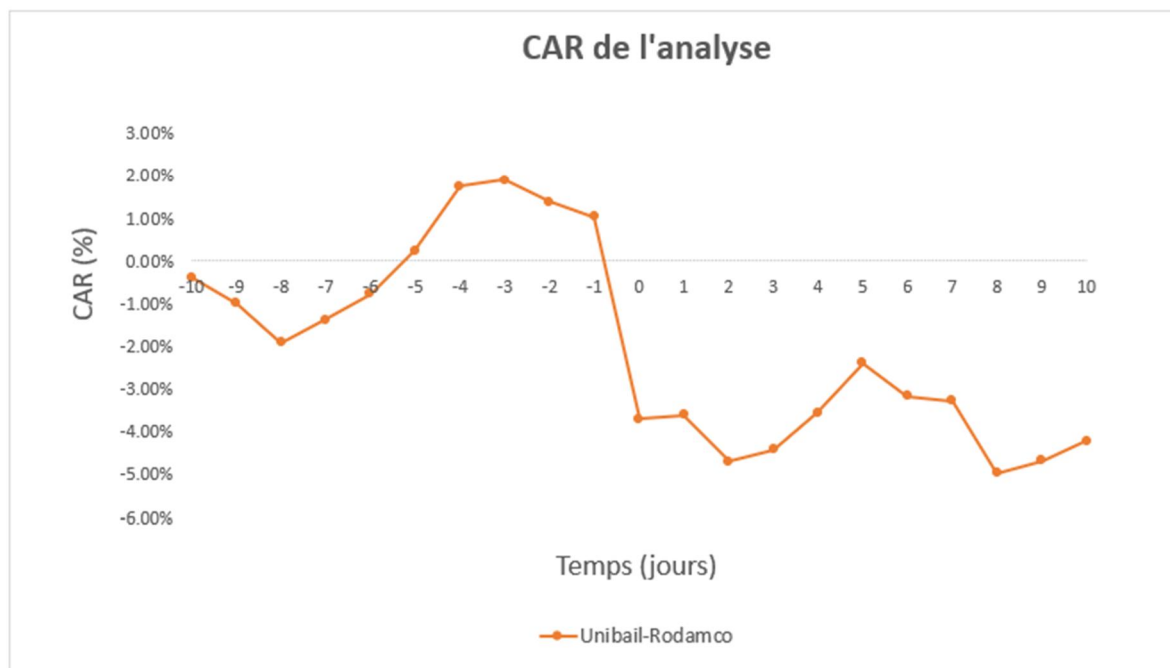
Fenêtre d'estimation [-200 ; -20]

Fenêtre de l'évènement	CAR	Valeur du t-test	Statistiquement Significatif
[-10 ; -1]	1.038%	0.434	NON
[0]	-4.741%	-6.266	OUI*
[1 ; 10]	-0.520%	-0.217	NON
[-10 ; 10]	-4.224%	-1.248	NON

* Niveau de 1%

Source : Auteur

Figure 5 : CAR de l'analyse



Source : Auteur

Nous pouvons nous rendre compte dans la Figure 4 que la valeur du t-test est statistiquement significative le jour de l'annonce [0]. En effet, la valeur absolue du t-test est de 6.266 ce qui est plus élevé que la valeur critique qui est de 1.96 à un seuil de 5% et 2.58 à un seuil de 1%. Ensuite, en regardant la Figure 5 qui représente le CAR au fur et à mesure des jours, il apparaît que, le jour de l'annonce [0], ce dernier diminue de 1% à -4%, ce qui implique que les actionnaires de Unibail-Rodamco ont vu leurs actions perdent de la valeur le jour de l'annonce publique.

Dès lors, les résultats obtenus nous permettent de rejeter l'hypothèse 1 qui était : *L'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco le jour de l'annonce [0]*.

Nos résultats contredisent Campa et Hernando (2004), qui ont constaté que les actionnaires des sociétés acquéreuses ne bénéficiaient pas d'un rendement anormal significatif le jour de l'annonce. Cependant, ces conclusions sont conformes à celles de Campbell, Ghosh et Sirmans (1998, 2001), selon lesquelles les entreprises acquéreuses enregistrent de faibles rendements négatifs.

Concernant l'hypothèse 2 : *l'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco sur la période [-10 ; -1]*, le t-test indique une valeur de 0.434. L'hypothèse 2 est par conséquent rejetée puisque la valeur critique à un seuil de 5% n'est pas atteinte. Ainsi, nos résultats nous permettent de démontrer qu'il n'y a pas de rendements significatifs avant l'annonce de la proposition qui suggéreraient une possible fuite d'informations (Campa et Hernando, 2004).

Enfin, l'hypothèse 3 : *l'annonce publique de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une création de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco sur la période [+1 ; +10]*, peut également être rejetée car le marché n'a pas enregistré d'ajustement significatif après la date de l'annonce puisque le t-test est inférieur au seuil de 5%. Cependant, il est important de noter que pendant les 10 jours qui suivent l'annonce de l'événement, l'action Unibail-Rodamco semble créer une valeur négative pour les actionnaires. Néanmoins, ce n'est pas statistiquement significatif, même à un niveau de 10 %. Par conséquent, ce résultat pourrait être dû au pur hasard.

Nous avons également testé l'intervalle $[-10 ; 10]$ dans le but d'identifier une perte de valeur significative le long de toute la fenêtre de l'événement. Malheureusement, le t-test étant inférieur à 1.96, nous ne pouvons pas affirmer que l'annonce de l'acquisition de Westfield a eu un impact significatif, qu'il soit positif ou négatif, sur le cours de l'action de Unibail-Rodamco.

En comparant nos résultats avec le monde scientifique, nos analyses contredisent Allen et Sirmans (1987) qui affirment que les actionnaires des sociétés acquéreuses profitent des acquisitions. Nos résultats contredisent également Ben-Amar et Andre (2006) qui affirment que les rendements sont positifs le long de la fenêtre d'évènement $[-10 ; 10]$. Cependant, ils sont en accords avec Sudarsanam et Mahate (2003) et Holl et Kyriazis (1997). En effet, ces derniers affirment que l'annonce d'une opération de fusion et acquisitions impliquent des rendements négatifs pour les sociétés acquéreuses.

Chapitre 2 : Résultats des gains liés aux synergies

L'évaluation des synergies correspond au calcul de la valeur actuelle nette (VAN) des synergies. Cette étape permet également à la société fusionnée d'analyser la transaction dans une perspective de création de valeur. Dans l'étude de cas observée, nous engageons l'évaluation des synergies avec la méthode des multiples ainsi qu'avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, en utilisant l'estimation des synergies expliquée dans la partie II dans le chapitre 3 : Motivations.

2.1. Valorisation via les multiples

2.1.1. EV/EBITDA

En appliquant le multiple EV/EBITDA de Unibail-Rodamco de 28x datant de fin 2017, la valeur implicite des synergies sur la base de la valeur d'entreprise est de 2,800 millions €, soit 2,690 millions € en comprenant les coûts d'implémentation supposés.

Figure 6 : Valorisation des synergies via EV/EBITDA

Valorisation des synergies via la méthode des multiples (EV/EBITDA)		Résumé EV/EBITDA	
€m		€m	
Capitalisation boursière (31.12.2017)	25,763	Montant total des synergies	100
(+) Dettes Totales	20,548	Multiples EV/EBITDA	28x
(-) Cash	575		
Valeur de l'entreprise (31.12.2017)	45,736	Valeur actuelle des synergies	2,800
EBITDA	1619	(-) Coûts d'implémentation	110.3
EV / EBITDA	28x	Valeur actuelle nette des synergies	2,690

Source : Auteur

2.1.2. EV/FFO

En appliquant le multiple EV/FFO de Unibail-Rodamco de 21x datant de fin 2017, la valeur implicite des synergies sur la base de la valeur d'entreprise est de 3,700 millions € soit 3,590 millions € en comprenant les coûts d'implémentation supposés.

Figure 7 : Valorisation des synergies via EV/FFO

Valorisation des synergies via la méthode des multiples (EV/FFO)		Résumé EV/FFO	
€m		€m	
Capitalisation boursière (31.12.2017)	25,763	Montant total des synergies	100
(+) Dettes Totales	20,548	Multiple EV/FFO	37x
(-) Cash	575		
Valeur de l'entreprise (31.12.2017)	45,736	Valeur actuelle des synergies	3,700
FFO	1232	(-) Coûts d'implémentation	110.3
EV / FFO	37x	Valeur actuelle nette des synergies	3,590

Source : Auteur

2.2. Valorisation via la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles

2.2.1. Estimations nécessaires à la valorisation en utilisant la méthode DCF

2.2.1.1. Données et hypothèses

Figure 8 : Résumé des hypothèses

Résumé des hypothèses	
Hypothèses	Valeurs
Date de la transaction	7 Juin 2018
Fenêtre d'estimation	7 années
Taux de croissance perpétuel	0%
Synergie de revenus	40 millions
Synergie de coûts	60 millions
Total des synergies	100 millions

Source : Auteur

- Taux de croissance perpétuel (0%) - les synergies étant limitées à un horizon temporel fini, nous avons décidé d'utiliser un taux de croissance perpétuel de 0% pour calculer la valeur finale.
- Valeur totale des synergies – il s'agit du montant total des synergies estimées à partir de l'*Investor Presentation* de Unibail-Rodamco en 2017.

2.2.1.2. Calcul du coût moyen pondéré du capital

Il est difficile d'estimer le coût moyen pondéré du capital (WACC). Cependant, puisqu' Unibail-Rodamco est cotée à la bourse d'Amsterdam et dispose d'un capital mature dans un pays bénéficiant de conditions économiques stables, nous avons pu établir quelques hypothèses simples :

Figure 9 : Calcul du coût moyen pondéré du capital

Calcul du WACC		Structure Financière	
Hypothèses	Valeurs	Capitaux propre (E)	22,693
Taux de rendement sans risque	2.87%	Dette (D)	20,548
Bêta	1.02	E/(D+E)	52%
Prime de risque du marché des actions	5.5%	D/(D+E)	48%
Coût des capitaux propre	8.5%		
Coûts moyen de la dette avant impôts	2.0%		
Taux de taxation	0%		
Coût de la dette	2.0%		
WACC	5.4%		

Source : Auteur

- Taux de rendement sans risque : Nous avons choisi le taux de rendement sans risque sur base du taux du Trésor américain à 10 ans³² fin décembre 2017. En effet, puisque la plupart des actifs de Westfield sont sur le continent américain, il nous semblait important de refléter le taux de rendement sans risque américain.

³² Le taux du Trésor à 10 ans est le rendement obtenu pour un investissement dans un titre du Trésor émis par le gouvernement américain et ayant une échéance de 10 ans. De nombreux analystes utilisent le rendement à 10 ans comme le *risk-free rates* lorsqu'ils évaluent les marchés ou un titre individuel.

- Bêta : Le calcul est basé sur l'observation hebdomadaire, pendant deux ans, de la relation entre l'indice du marché intérieur AEX et la cote boursière d'Unibail-Rodamco.
- Prime de risque du marché des actions : Nous nous sommes basés sur une étude de KPMG datant de 2018 qui indique un taux de 5.5% pour la prime de risque du marché des actions.
- Coût moyen de la dette : Nous nous sommes basés sur les comptes annuels de 2016 et de 2017 d'Unibail-Rodamco pour estimer le coût moyen de la dette.
- Taux de taxation : Les sociétés catégorisées comme SIIC³³ en France (REIT dans les autres pays) sont exemptes de l'impôt des sociétés, si elles se plient à un certain nombre de critères. Comme Unibail-Rodamco y répond, nous avons défini le taux de taxe comme étant nul.
- Valeur des capitaux propres et de la dette : Nous nous sommes basés sur les comptes annuels de 2017 pour connaître la structure du capital.

2.2.2. Calculs des flux de trésorerie disponibles liés aux synergies via la méthode DCF

Grâce à ces hypothèses, nous sommes en mesure de calculer les flux de trésorerie synergiques disponibles à partir de l'année 2018 (fin de l'année de l'opération pour des raisons de simplification) jusqu'à la fin de l'année 2024. Les résultats se trouvent dans la Figure 10.

³³ Société d'investissement immobilier cotée

Figure 10 : Valorisation des synergies via la méthode DCF

Valorisation des synergies via la méthode DCF - Unibail-Rodamco-Westfield								
€m	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Synergies de revenu		8	16	24	32	40	40	40
Coûts d'implémentation	110.3	0	0	0	0	0	0	0
Synergies de revenu net	-110.3	8	16	24	32	40	40	40
EBITDA Margin	82.5%	80.8%	80.5%	80.7%	80.6%	80.4%	80.5%	80.5%
Impact des synergies sur l'EBITDA	-91	6	13	19	26	32	32	32
Pourcentage d'implémentation (%)		20%	40%	60%	80%	100%	100%	100%
Synergies de coûts	30	60	60	60	60	60	60	60
Pre-Tax synergies	-61	66	73	79	86	92	92	92
Taux d'imposition (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Après-Tax synergies	-61	66	73	79	86	92	92	92
Années	1	2	3	4	5	6	7	7
FCF actualisés	-58	63	69	75	81	87	87	1707

Source : Auteur

2.2.3. VAN des synergies

La valeur actuelle nette (VAN) des synergies est obtenue en additionnant les flux de trésorerie synergiques disponibles de la dernière ligne de la Figure 10. Nous pouvons retrouver un résumé des VAN dans le tableau suivant :

Figure 11 : Résumé de la valorisation

Résumé de la valorisation		
€m	Valeurs	%
Synergies avant taxe	100	
VAN des flux de trésorerie disponibles	406	19%
VAN de la valeur terminale	1,707	81%
VAN des synergies	2,113	100%

Source : Auteur

En considérant une valorisation en utilisant la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles de 2018 à 2024, le total des flux de trésorerie synergiques disponibles s'élève à 406 millions d'euros. Si nous supposons que Unibail-Rodamco générera des flux de trésorerie synergiques au-delà de 2024 jusqu'à un horizon temporel limité (taux de croissance perpétuel de 0%), la valeur finale des flux de trésorerie synergiques disponibles s'élève à 1,707 milliards

d'euros, ce qui représente une valeur actuelle nette totale des synergies de 2,113 milliards d'euros.

2.3. Valeur actuelle nette des synergies actualisées

Il se trouve que Unibail-Rodamco a, au fur et à mesure des années, généré plus de synergies que ce qu'ils avaient annoncé fin 2017. En effet, selon les comptes annuels de 2018 et 2019, ils ont généré pas moins de 87,9 millions de synergies de coûts contre 60 millions initialement prévus et les premiers 11.1 millions des synergies de revenus.

La valorisation des synergies de la transaction, via la méthode des multiples ainsi que via la méthode DCF, repose sur l'augmentation des synergies opérationnelles. Cependant, nous supposons que les nouvelles synergies de revenus et de coûts n'induisent pas de coûts d'implémentation supplémentaire.

2.3.1. Valorisation via les multiples

2.3.1.1. EV/EBITDA

Figure 12 : Valorisation des synergies actualisées via EV/EBITDA

Valorisation des synergies via la méthode des multiples (EV/EBITDA)		Résumé EV/EBITDA	
€m		€m	
Capitalisation boursière (31.12.2017)	25,763	Montant total des synergies	131
(+) Dettes Totales	20,548	Multiples EV/EBITDA	28x
(-) Cash	575		
Valeur de l'entreprise (31.12.2017)	45,736	Valeur actuelle des synergies	3,668
EBITDA	1619	(-) Coûts d'implémentation	110.3
EV / EBITDA	28x	Valeur actuelle nette des synergies	3,558

Source : Auteur

En appliquant le multiple EV/EBITDA de Unibail-Rodamco de 28x datant de fin 2017, la valeur implicite des synergies actualisées sur la base de la valeur d'entreprise est de 3,668 millions € soit 3,558 millions € en comprenant les coûts d'implémentation.

2.3.1.2. EV/FFO

Figure 13 : Valorisation des synergies actualisées via EV/FFO

Valorisation des synergies via la méthode des multiples (EV/FFO)		Résumé EV/FFO	
€m		€m	
Capitalisation boursière (31.12.2017)	25,763	Montant total des synergies	131
(+) Dettes Totales	20,548	Multiple EV/FFO	37x
(-) Cash	575		
Valeur de l'entreprise (31.12.2017)	45,736	Valeur actuelle des synergies	4,847
FFO	1232	(-) Coûts d'implémentation	110.3
EV / FFO	37x	Valeur actuelle nette des synergies	4,737

Source : Auteur

En appliquant le multiple EV/FFO de Unibail-Rodamco de 37x datant de fin 2017, la valeur implicite des synergies actualisées sur la base de la valeur d'entreprise est de 4,847 millions € soit 4,737 millions € en comprenant les coûts d'implémentation.

2.3.2. Valorisation via la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible

2.3.2.1. Calculs des flux de trésorerie disponibles liés aux synergies actualisées via la méthode DCF

Avec ces hypothèses actualisées, nous sommes en mesure de calculer les flux de trésorerie synergiques disponibles à partir de la fin de l'année 2018 à fin 2024. La structure de la méthode DCF reste inchangée par rapport à l'évaluation précédente, seuls les montants des synergies changent.

Figure 14 : Valorisation des synergies actualisées via

Valorisation des synergies actualisées via la méthode DCF - Unibail-Rodamco-Westfield								
€m	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Synergies de revenu		11.1	19.1	27.1	35.1	43.1	43.1	43.1
Coûts d'implémentation	110.3	0	0	0	0	0	0	0
Synergies de revenu net	-110.3	11.1	19.1	27.1	35.1	43.1	43.1	43.1
EBITDA Margin	82.5%	80.8%	80.5%	80.7%	80.6%	80.4%	80.5%	80.5%
Impact des synergies sur l'EBITDA	-91	9	15	22	28	35	35	35
Pourcentage d'implémentation (%)		26%	44%	63%	81%	100%	100%	100%
Synergies de coûts	75	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9
Pre-Tax synergies	-16	97	103	110	116	123	123	123
Taux d'imposition (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Après-Tax synergies	-16	97	103	110	116	123	123	123
Années	1	2	3	4	5	6	7	7
FCF actualisés	-15	92	98	104	110	116	116	2270

Source : Auteur

2.3.2.2. VAN des synergies actualisées

La valeur actuelle nette (VAN) des synergies actualisées est obtenue en additionnant les flux de trésorerie synergiques disponibles de la dernière ligne de la Figure 14. Nous pouvons retrouver un résumé des VAN dans le tableau suivant :

Figure 15 : Résumé de la valorisation DCF actualisée

Résumé de la valorisation		
€m	Valeurs	%
Synergies avant taxe	131	
VAN des flux de trésorerie disponibles	622	21%
VAN de la valeur terminale	2,270	79%
VAN des synergies	2,892	100%

Source : Auteur

2.4. Résumé des résultats

Figure 16 : Résumé des valorisations des synergies

Résumé des valorisations des synergies		
€m	Synergies initiales	Synergies actualisées
EV/EBITDA	2,690	3,558
EV/FFO	3,590	4,737
DCF	2,113	2,892
Médian	2,690	3,558
Moyenne	2,798	3,729
VAN Synergies	2,744	3,643

Source : Auteur

Le total de la valeur actuelle nette des synergies s'élève à 2,744 millions d'euros avec les montants des synergies que Unibail-Rodamco avait annoncée lors de la conférence de presse le 12 décembre 2017, date de l'annonce de l'acquisition de Westfield.

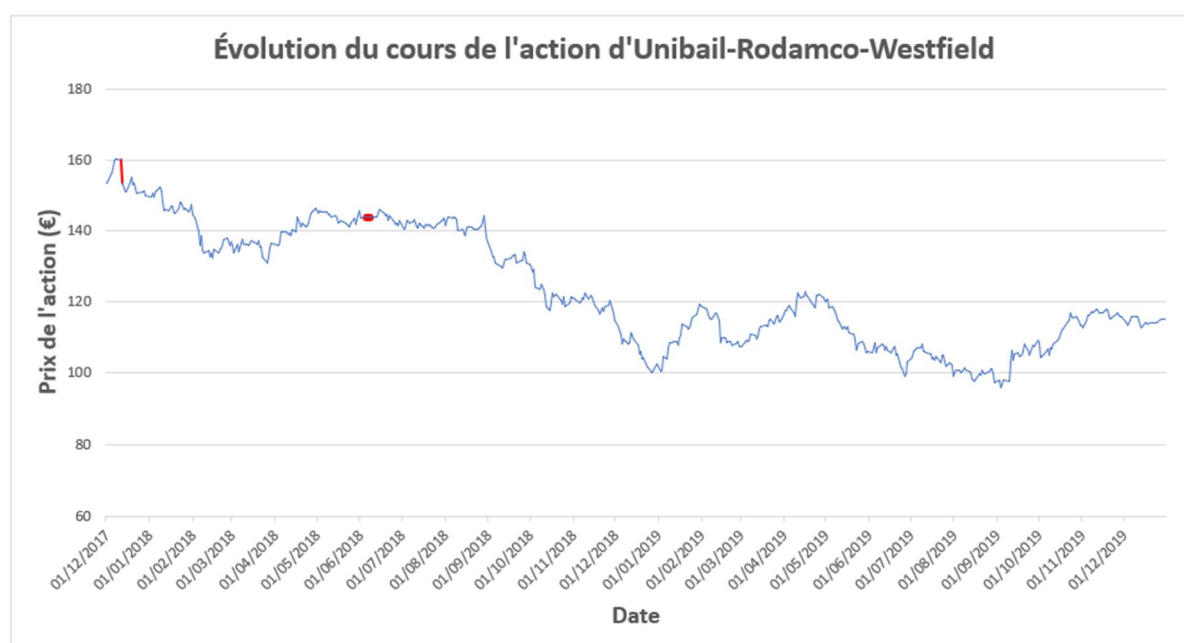
Ensuite, en prenant les réalisations effectives des synergies dans les comptes annuels d'Unibail-Rodamco-Westfield en 2018 et 2019, on se rend compte que la valeur actuelle nette de ces dernières s'élève en réalité à 3,643 millions d'euros, soit 900 millions de plus que la valeur actuelle nette initiale.

La leçon à tirer de cet exercice est assez simple mais reste souvent ignorée par les entreprises quand on se souvient que les synergies sont considérées comme une cause majeure d'échec des transactions. Le suivi des synergies est donc un engagement essentiel pour les entreprises qui fusionnent si elles veulent profiter pleinement des effets positifs des synergies identifiées. Nous pouvons ajouter que l'évaluation des synergies sera d'autant plus importante si deux facteurs sont réunis : les deux sociétés qui fusionnent ont de fortes possibilités de synergie et le groupe fusionné met en place un suivi rigoureux des synergies pendant la phase d'intégration avec une équipe dédiée.

Chapitre 3 : Mise en relation avec l'évolution du cours de bourse

Malgré la valeur actuelle nette relativement élevée des synergies, la transaction entre Unibail-Rodamco et Westfield a été considérée par les marchés financiers comme une mauvaise affaire. Comme le montre le graphique suivant, le cours de l'action d'Unibail-Rodamco a chuté de manière importante juste après l'annonce de l'acquisition ainsi que peu de temps après la finalisation du deal.

Figure 17 : Evolution du cours de bourse de Unibail-Rodamco



Source : Auteur

Il est très fréquent de regarder le rendement d'une action au fur et à mesure des années pour analyser l'attractivité de l'entreprise (Markowitz, 1952). Le rendement d'une action est calculé en additionnant le total des dividendes perçus sur l'année et en le divisant par le prix de l'action à la fin de l'année. En sachant que Unibail-Rodamco-Westfield a distribué le même dividende, à savoir 10.8€, en 2018 et en 2019, il nous est possible d'analyser le rendement de l'action lors de ces deux années. En appliquant la formule, le rendement de l'action Unibail-Rodamco-Westfield fin 2017 est de 7.2% contre 10.5% fin 2018. Etant donné que le montant des dividendes par action est resté le même, cette augmentation est uniquement dû au fait que le cours de l'action est passé de 150.76€ fin 2018 à 102.49€ fin 2019, impliquant une diminution de 32% sur un an. Il en ressort que, bien que le rendement ait augmenté, cela ne signifiait pas

une création de valeur pour les investisseurs. L'heure était donc à la méfiance puisque cette augmentation est uniquement liée à la diminution du cours de bourse.

En parlant de création de valeur, il est également intéressant lors d'un investissement d'en analyser le rendement par rapport au capital investi. Dès lors, nous obtiendrions une approximation du ROIC³⁴ résultant de l'acquisition, en utilisant les informations suivantes :

VAN des synergies = 3,643 millions d'euros (sur la base des précédentes valorisations).

FFO de l'objectif = 703 millions d'euros (sur base du FFO moyen de 2016 et 2017 de Westfield).

Capital investi pour l'acquisition = 20,750 millions d'euros (sans tenir compte des frais de transaction).

Avec ces hypothèses brutes, nous obtenons une valeur pour le ROIC de l'acquisition de 20.9%. Ce résultat doit être comparé avec le WACC de Unibail-Rodamco pour avoir une idée de la valeur créée par Unibail-Rodamco à partir de l'investissement de l'opération. Nous en déduisons que le WACC de Unibail-Rodamco était bien inférieur aux 20.9% calculés, de sorte que l'opération a créé de la valeur pour les actionnaires d'Unibail-Rodamco.

Cependant, nous pouvons également en déduire que cette acquisition n'a probablement pas été très rentable pour Unibail-Rodamco, en termes de pure création de valeur si l'on considère la diminution du cours de l'action de la société juste après l'annonce ainsi qu'après la finalisation de la transaction (Figure 17). Cependant, une explication à ne pas négliger est que le secteur de l'immobilier commercial n'a plus le vent en poupe depuis quelques années notamment dû au développement du shopping en ligne.

³⁴ Le rendement du capital investi (ROIC) est un calcul utilisé pour évaluer l'efficacité d'une entreprise à allouer le capital sous son contrôle à des investissements rentables. Le ratio de rendement du capital investi donne une idée de la manière dont une entreprise utilise son argent pour générer des rendements.

Chapitre 4 : Limites

Avant toute chose, la connaissance de la finance d'entreprise est une condition préalable à la lecture de ce mémoire car toute la théorie pertinente liée aux méthodes financières générales n'est pas introduite. Toutefois, certains concepts sont considérés comme moins connus et sont brièvement introduits.

La première limite concerne l'étude d'événement. En effet, les fenêtres de court terme représentent une mesure de performance ex ante et non ex post, reflétant uniquement les attentes des investisseurs en matière de bénéfices futurs et qu'elles ne peuvent donc pas prédire la rentabilité future d'une fusion-acquisition (Grant, Jammine et Thomas, 1988 ; Montgomery et Wilson, 1986).

Harrison, Oler et Allen (2005) ont montré que la réaction à court terme à l'annonce de l'acquisition a produit des rendements positifs alors que le long terme a produit des rendements négatifs. En outre, en utilisant une série de variables de contrôle dans leur modèle, ils ont suggéré que le marché est incapable de prédire le véritable résultat économique d'une acquisition. Zollo et Meier (2008) ont confirmé cet argument.

L'indice de marché correspondant pour Unibail-Rodamco est le AEX qui est l'indice basé sur la bourse d'Amsterdam. Bien que Unibail-Rodamco soit cotée à la bourse d'Amsterdam, la plupart de ses revenus sont perçus dans d'autres pays. En effet, les Pays-Bas ne représentent que 2%³⁵ du revenu total de Unibail-Rodamco. Cependant, nous estimons qu'il était plus approprié de garder l'index correspondant à la bourse où est cotée Unibail-Rodamco.

Les estimations pour le calcul de l'EBITDA utilisé pour valoriser les synergies sont fondées sur base des comptes annuels jusqu'à 2019. L'année 2020 a été estimée comme une année normale en ne prenant pas en compte l'impact de la pandémie, le but étant de ne pas biaiser l'analyse par un événement externe.

³⁵ Annexe 6

La finalisation de l'acquisition datant de juin 2018 implique qu'il n'y a pas encore beaucoup de recul quant à l'analyse des synergies. En effet, lors de la rédaction de ce mémoire, seuls les 11 premiers millions des synergies de revenus étaient effectués.

Pour terminer, cette recherche ne teste que l'impact financier des annonces de fusions et acquisitions pour les actionnaires ainsi que les gains liés aux synergies. Toutefois, les avantages d'une fusion-acquisition peuvent être divers et pas seulement financiers (Zollo & Meier, 2008).

Conclusion

Notre revue de littérature nous a permis de comprendre, entre autres, les phénomènes de fusions et d'acquisitions ainsi que les différentes motivations liées à ces opérations. Bien que les fusions et acquisitions soient un moyen très pertinent dans la croissance d'une entreprise, cette étude constate également que les fusions-acquisitions ne se traduisent pas toujours par de meilleures performances.

La première question de ce mémoire portait sur l'analyse de la réaction du marché à la suite de l'annonce de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco. Notre méthodologie pour tenter de répondre à cette question se basait sur une étude d'événement qui elle-même repose sur trois hypothèses. La première avait pour but d'analyser si une éventuelle création de valeur significative pour les actionnaires d'Unibail-Rodamco pouvait être identifiée le jour de l'annonce. Cette hypothèse a été rejetée car le rendement anormal du jour de l'annonce est négatif ainsi que statistiquement significatif.

En effet, à la suite de l'annonce publique, les actionnaires d'Unibail-Rodamco ont subi une perte de valeur de -4.06% de leurs actions. Dans un deuxième temps, il était important de s'assurer qu'une éventuelle fuite d'informations dans les jours qui ont précédé l'annonce publique de l'acquisition n'avait pas eu lieu. Cela aurait eu comme conséquence de diminuer le rendement anormal le jour de l'annonce entraînant une représentation moins significative de l'impact sur le marché boursier. Dès lors, une deuxième hypothèse semblable à la première a été utilisée à la différence que celle-ci couvrait la fenêtre d'événement [-10 ; -1]. Cette deuxième hypothèse a également été rejetée et implique par conséquent, qu'il n'y a pas d'anticipation significative de la part du marché. Enfin, la troisième hypothèse, qui impliquait une création de valeur significative sur l'intervalle [+1 ; +10], n'a pas révélé de changement

statistiquement significatif. Nous pouvons dès lors affirmer que le marché n'a pas suivi d'ajustement significatif les jours suivant l'annonce publique.

En résumé de cette première question, il nous est possible d'affirmer que l'annonce de l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco a entraîné une perte de valeur pour les actionnaires de Unibail-Rodamco. Ces résultats sont en accords avec la littérature qui dit que les opérations de fusions et acquisitions se transforment généralement en perte de valeur pour les actionnaires des sociétés acquéreuses (Sudarsanam et Mahate (2003), Holl et Kyriazis (1997)).

La deuxième question de cette recherche concernait les éventuels gains liés aux synergies dans l'acquisition de Westfield par Unibail-Rodamco. Lors de son annonce, Unibail-Rodamco avait annoncé un montant total de 100 millions d'euros de synergies, estimées au travers de 40 millions d'euros de synergies de revenus et 60 millions d'euros de synergies de coûts. Ces informations nous ont permis de calculer la valeur actuelle nette des différentes synergies. Notre méthodologie est constituée de deux méthodes de valorisation, à savoir la méthode des multiples ainsi que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles. Pour la première méthode, les multiples utilisés sont le multiple EV/EBITDA ainsi que EV/FFO. Le multiple EV/EBITDA a été choisi pour sa pertinence dans le domaine des évaluations en général. Quant au multiple EV/FFO, il représente un des multiples les plus adaptés au secteur de l'immobilier. En effet, les *funds from operations* (FFO) constituent une mesure de la trésorerie générée par une société de placement immobilier. Les sociétés immobilières utilisent le multiple EV/FFO comme référence de leur performance opérationnelle. Ensuite, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles a été choisie en raison de sa notoriété dans la littérature. Elle a également l'avantage de permettre une actualisation des flux de trésorerie dans le temps et par conséquent, permet d'actualiser les synergies au moment où elles se sont effectivement réalisées.

Suite à ces analyses, nous avons estimé la valeur actuelle nette des synergies initialement identifiées à 2,744 millions d'euros. Ce montant est constitué de la valeur actuelle nette des flux de trésorerie ainsi que la valeur terminale actualisée. Ensuite, la consultation des comptes annuels de 2018 et de 2019 nous a permis d'analyser précisément les synergies qui se sont réellement réalisées. Il s'avère que la valeur actuelle nette s'élève à 3,643 millions d'euros, soit 900 millions de plus que la valeur actuelle nette des synergies initialement estimées. Par

conséquent, Unibail-Rodamco a réussi à intégrer les synergies qu'ils avaient estimées et les a même surpassées. Cet accomplissement n'aurait sans doute pas pu être réalisé sans le suivi régulier des synergies d'année en année.

Pour conclure, bien que les gains liés aux synergies soient conséquents, l'étude d'événement nous a démontré que l'action de Unibail-Rodamco a subi une perte de valeur significative le jour de l'annonce de l'acquisition, laissant apparaître une certaine crainte des actionnaires par rapport à ce deal. De plus, en analysant le cours de bourse de l'action d'Unibail-Rodamco deux années durant à la suite de l'annonce, il apparaît que la valeur de l'action ne fait pratiquement que diminuer. Que ce soit après le 12 décembre 2017, date de l'annonce de l'acquisition ou après le 7 juin 2018, date effective de la finalisation du deal.

Cette recherche peut servir de base pour d'éventuels travaux ultérieurs qui viseraient à comprendre la façon dont Unibail-Rodamco a performé après l'acquisition de Westfield. Bien que la chute du cours de l'action puisse être expliquée en partie par la recrudescence du secteur de l'immobilier commercial, le manque de recul nous empêche de tirer des conclusions pertinentes en rapport avec la performance sur le long terme de cette acquisition. Cette problématique pourrait être développée davantage en analysant les cours de bourse avec un intervalle plus long. A titre d'exemple, en analysant l'évolution des fondamentaux au fur et à mesure des années ou encore à l'aide d'interviews du board de Unibail-Rodamco-Westfield qui permettrait de disposer d'informations non disponible publiquement.

Bibliographie

Adolph, G., I. Buchanan, J. Hornery, B. Jackson, J. Jones, T. Kihlstedt, G. Neilson, & H. Quarls. (2001). *Merger Integration: Delivering on the Promise*. Booz-Allen and Hamilton.

Agrawal, A., J. F. Jaffe, & G. N. Mandelker. (1992). The postmerger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47, pp. 1605–1621.

Alao, R. E. (2010). Merger and acquisition the Nigerian banking Industry: An advocate of 3 mega banks. *European Journal of Social Sciences*, pp. 15, 554.

Angwin, D. (2004). Speed in M&A integration: the first 100 days. *European Management Journal*, 22, pp.418–430.

BDO GLOBAL. (2018). BDO Global REIT Report. En ligne : <https://www.bdo.global/en-gb/insights/global-industries/real-estate-construction/bdo-global-reit-report>.

Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 4, pp. 517-543. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00613.x>

Bodie Z., Kane A., & Marcus A. (2008). *Essentials of investments*. 8th Edition, New York, USA, McGraw- Hill/Irwin, McGraw-Hill Companies, Inc, pp. 97-99.

Bowman, C., & V., Ambrosini. (1997). Using single respondents in strategy research. *British Journal of Management*, 8, pp. 119–131.

Brouthers, K. D., P. van Hastenburg, & J. van den Ven. (1998). If most mergers fail why are they so popular? *Long Range Planning*, 31, pp. 347–353.

Brown, S., & J. Warner. (1980). Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, pp. 205-258.

Bruton, G. D., B. M. Oviatt, & M. A. White. (1994). Performance of acquisitions of distressed firms. *Academy of Management Journal*, 37, pp. 972–989.

Campa, J., & I. Hernando. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10, pp. 47–81.

Campbell, Y., Lo, W., MacKinlay, C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University press, 2, pp. 149-180.

Capron, L. (1999). The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20, pp. 987– 1018.

Cartwright, S., & C. Cooper. (1993). The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *Academy of Management Executive*, 7, pp. 57–70.

Chen, J. (2020). Equity risk premium definition. Investopedia. En ligne : <https://www.investopedia.com/terms/e/equityriskpremium.asp#:~:text=The%20term%20equity%20risk%20premium,higher%20risk%20of%20equity%20investing.&text=It%20also%20changes%20over%20time%20as%20market%20risk%20fluctuates>.

Chenhall, R. H., & K. Langfield-Smith. (2007). Multiple perspectives of performance measures. *European Management Journal*, 25, pp. 266–282.

Child, J., D. Faulkner, & R. Pike. (2001). *The Management of International Acquisitions*. Oxford: Oxford University Press.

Chunlai, C., & Findlay, C. (2003). A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC. *Asian-Pacific Economic Literature*, Asia Pacific School of Economics and Government, The Australian National University, vol. 17(2), pp 14-38.

Damodaran, A. (2006). *Finance d'entreprise*. Louvain-la-Neuve, Belgique: De Boeck Supérieur. En ligne : <https://doi.org/10.3917/dbu.damod.2006.01>

Datta, D.K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. En ligne : <https://doi.org/10.1002/smj.4250120404>

Delong, G. (2001). Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 59, pp. 221–252.

Dess, G. G., & R. B. Jr Robinson. (1984). Measuring organizational performance in the absence of objective measures: the case of the privately-held firm and conglomerate business unit. *Strategic Management Journal*, 5, pp. 265–273.

De Wit, B., & Meyer, R. (2005). *Strategy Synthesis*. 2nd edition. London: Thomson Learning.

Dickerson, A., Gibson, H., & Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms. *Oxford Economics Papers*, 49, pp. 344–361.

Early, S. (2004). Mergers and Acquisitions: New McKinsey Research Challenges Conventional M&A Wisdom. *Strategy & Leadership*, volume 32, issue 2, pp. 4-11. En ligne : <http://www.emeraldinsight.com.bibl.proxy.hj.se/journals.htm?articleid=872893&show=abstract>

Fama, E. F., & al. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, Department of Economics, University of Pennsylvania and Osaka University Institute of Social and Economic Research Association, vol. 10(1).

Fauli-Oller, R. (2000). Takeover waves. *Journal of Economics & Management Strategy*, 9(2), pp. 189-210.

Frost C., Schioldager A., & Hammond S. (2005). Real estate investing the REIT way: A guide to REIT benchmarks and investing. *Barclays Global Investors, Investment Insights*, Vol.8, Issue: 7, pp. 3-31.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance*, 17, pp. 1763– 1793.

Gaughan, P.A. (2002). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 3 ed. New York: John Wiley & Son.

Georgios, K., & Georgios, H. (2011). Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an

increase of profitability of the new bank? Kyriazopoulos - Hadjimanolis, MIBES 2011 Oral, pp. 157-176.

GlobeNewswire. (Juin 2017). Unibail Rodamco SE: Number of voting rights and shares at May 31, 2017. En ligne : <https://www.globenewswire.com/news-release/2017/06/06/1008801/0/en/UNIBAIL-RODAMCO-SE-Number-of-voting-rights-and-shares-at-May-31-2017.html>

Guinebault, M. (Juin 2012). Unibail-Rodamco rachète 51% de l'Allemand Mfi AG. En ligne : <https://fr.fashionnetwork.com/news/unibail-rodamco-rachete-51-de-l-allemand-mfi-ag,262207.html>

Grant, R. M., A. P., Jammine, & H., Thomas. (1988). Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies 1972–1984. *Academy of Management Journal*, 31, pp. 771–801.

Haleblian, J., & Finkelstein S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44, pp. 29–56.

Han J., & Liang Y. (1995). The historical performance of real estate investment trusts. *Journal of Real Estate Research American Real Estate Society*, Vol.10, Issue: 3, pp. 235-262.

Harding, D., & Rovit, S. (2004). *Mastering the Merger: Four Critical Decisions that Make or Break the Deal*. Boston: Harvard Business School Publishing.

Harrison, J. S., D. Oler, & M. R. Allen (2005). Event studies and the importance of longer-term measures in assessing the performance outcomes. Working Paper, Indiana University.

Healy, P., K. Palepu, & R. Ruback. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 135–175.

Healy, P., K. Palepu, & R. Ruback. (1997). Which takeovers are profitable? Strategic or financial? *Sloan Management Review*, 38, pp. 45–57.

Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, 9, pp. 91–114.

Homburg, C., & Bucerius M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 4, pp. 347–367.

Holl, P., & Kyriazis D. (1997). Wealth creation and bid resistance in U.K. takeover bids. *Strategic Management Journal*, 18, pp. 483–498.

Ibbotson. (2006). Commercial real estate: The role of global listed real estate equities in a strategic asset allocation. White paper prepared for The National Association of Real Estate Investment Trusts, November, pp. 2-46.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring Corporate Strategy*. 8th edition. Harlow: Pearson Education Limited.

Kitching, J. (1974). Winning and losing with European acquisitions. *Harvard Business Review*, 52, pp. 124–136.

KPMG Advisory NV. (Juillet 2018). Equity market risk premium – research summary. En ligne : <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2018/advisory/equity-market-risk-premium-july-2018.pdf>

Kusewitt, J. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factor relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6, pp. 151–169.

Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization. *Organization Science*, 10, pp. 1–26.

Lee CF., & Lee A.C. (2006). Derivation of dividend discount model. In: Lee CF., Lee A.C. (eds) *Encyclopedia of Finance*. Springer, Boston, MA. pp. 512-516. https://doi.org/10.1007/978-0-387-26336-6_77.

Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, pp. 1765-1790.

Lu, Q. (2004). Do mergers destroy value ? Evidence from failed bids. Working Paper, Kellogg School of Management, Northwestern University.

Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, 8, pp. 218– 225.

Lubatkin, M., & Shrieves, R. E. (1986). Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research. *Academy of Management Review*, 11, pp. 497– 512.

MacKinlay, C. (1997) Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp. 13-39.

Makridakis, S., Y. Caloghirou, L. Papagiannakis, & P. Trivellas. (1997). The dualism of Greek firms and management: present state and future implic.

Manson, S., A. Stark, & H. M. Thomas. (1994). A cash flow analysis of the operational gains from takeovers. Research Report 35, Chartered Association of Certified Accountants.

Markides, C., & Oyon, D. (1998). International acquisitions: do they create value for shareholders? *European Management Journal*, 16, pp. 125–135.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7, pp. 77-91.

Martinez-Jerez, A. (2002). Interaction between accounting and corporate governance: evidence from business combinations. Working Paper, Harvard Business School.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), pp. 2148-2177.

Masulis, R.W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance* 62, pp. 1851–1889.

McGee, J., H., Thomas, & D. C., Wilson. (2005). *Strategy: Analysis & Practice*. London: McGraw-Hill.

Meeks, G. (1977). *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Mergers*. Cambridge: Cambridge University Press.

Miller, C., Cardinal, L., & Glick, W. (1998). Retrospective reports in organizational research: a reexamination of recent evidence. *Academy of Management Journal*, 40, pp. 189–204.

Mitchell, M., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*, 73, pp. 287–329.

Montgomery, C. A., & Wilson, V. A. (1986). Mergers that last: a predictable pattern? *Strategic Management Journal*, 7, pp. 91–96.

Morck, R., Andrei S., and Vishny, W. R.. (1988). Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers. In *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, edited by A. J. Auerbach. University of Chicago Press.

Mueller, D. C. (1989). Mergers: causes, effects and policies. *International Journal of Industrial Organization*, 7, pp. 100-110.

Mulherin, H. (2000). *Incomplete acquisitions and organizational efficiency*. Working Paper, Pennsylvania State University.

NAREIT. (2010). *History of REITs*. National Association of Real Estate Investment Trusts, United States of America. En ligne : <http://www.reit.com>.

Nikandrou, I., & Papalexandris, N. (2007). The impact of M&A experience on strategic HRM practices and organizational effectiveness: evidence from Greek firms. *Human Resource Management Journal*, 17, pp. 155–177.

Papadakis, V. M. (2005). The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success. *Management Decision*, 43, pp. 236–255.

PWC. (Novembre 2019). Worldwide real estates investment trust regimes. En ligne : <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-nov-2019.pdf>

Ramaswamy, K. (1997). The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US. *Academy of Management Journal*, 40, pp. 697–715.

Rao, D., & Kumar, P. (2013). Referred Journal of CMR College of Engineering & Technology. *Journal of Management*, 2(1), 117–129.

Reuters. (Avril 2007). Unibail - Rodamco to create European property leader. En ligne : <https://www.reuters.com/article/us-unibail-rodamcoeurope-idUSL2146206620070621>

Rostand, A. (1994). Optimizing managerial decisions during the acquisition integration process. Paper presented at the 14th Annual Strategic Management Society Conference, Paris.

S&P Dow Jones Indices. (2012). REIT/RESI industry classification hierarchy. S&P Dow Jones Indices LLC, United States. En ligne : <http://www.djindexes.com>.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17, pp. 361–370.

Schriber, S. (Janvier 2009). Att realisera synergier. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Sirover, M. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Loose the Acquisition Game*. New York: The Free Press.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Financial Times Prentice Hall.

Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, pp. 299–342.

Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2006). Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers. *British Journal of Management*, 17, pp. S7–S30.

Tuch, C., & O’Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance: a review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9, pp. 141–170.

Unibail Robamco SE. (2015). Compte annuels 2015. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Unibail Robamco SE. (2016). Compte annuels 2016. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Unibail Robamco SE. (2017). Compte annuels 2017. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Unibail Robamco SE. (2018). Compte annuels 2018. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Unibail Robamco SE. (12 décembre 2017). Creating the world’s premier developer and operator of flagship shopping destinations. En ligne : https://cdn.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/UnibailRodamcoCorporate/Files/Linked~o~UR_Corporate~o~Files/Files/Homepage/Investors/Financial-information/Financial Documents/Presentations/2017~o~--o~UR_Westfield_presentation.ashx?revision=0c3669f3-3ac4-42e5-97fb-991e2c736b7c.

Unibail Rodamco SE. (2017). Press release : Unibail-Rodamco and Westfield corporation announce the creation of the world's premier developer and operator of flagship shopping destinations. Press release. Paris, Amsterdam, Sydney – December 12, 2017. En ligne: <https://cdn.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/Unibail-Rodamco-Corporate/Files/Hompage/INVESTORS/UR-Westfield-transaction/Press-Releases>

Unibail Robamco Westfield SE. (2019). Compte annuels 2019. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfjv2Uk.

Unibail Robamco Westfield SE. (Mars 2017). Shaping tomorrow: registration document 2017. En ligne : https://cdn.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/Unibail-Rodamco-Corporate/Files/Hompage/INVESTORS/General-Meetings/Annual-General-Meetings/2018/EN/20180328-Registration-Document-2017_EN.ashx?revision=dbd04528-6974-4281-8237-b837ba0ae82e.

Unibail Robamco Westfield SE. (Mars 2018). The premier global developer and operator of flagship shopping destinations: registration document 2018. En ligne : https://cdn.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/Unibail-Rodamco-Corporate/Files/Hompage/INVESTORS/Regulated-Information/Registration-Documents/EN/20190327-Registration-Document-2018_EN.ashx?revision=b6829d2b-7ecf-4c2e-8511-5576da960409.

Unibail Robamco Westfield SE. (2020). Qui sommes-nous ? En ligne : <https://www.urw.com/fr-fr/groupe/qui-sommes-nous>.

Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. *Journal of Management*, 11, pp. 801–814.

Wang, D., Moini, H. (2012) *Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Denmark*. Berlin: E-Leader.

Westfield Corp Ltd. (2015). Compte annuels 2015. En ligne : <https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial->

results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Westfield Corp Ltd. (2016). Compte annuels 2016. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Westfield Corp Ltd. (2017). Compte annuels 2017. En ligne : https://www.urw.com/en/investors/financial-information/financial-results?fbclid=IwAR0ugbMM8IH7Tx_XwnTIfEEzbcIuJz-oYbp1P3EDwJU8m4y5J6zCLfv2Uk.

Wu, Y., & Pandey, V. K. (2012). The impact of housing on a homeowner's investment portfolio. *Financial Services Review*, vol. 21, no. 2, pp. 177-194.

Zenner, M., Matthews, M., Marks, J., Mago, N. (2008). The Era of Cross-Border M&A: How Current Market Dynamics are Changing the M&A Landscape. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.20 no.2, pp. 84-96.

Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22, pp. 55–77.

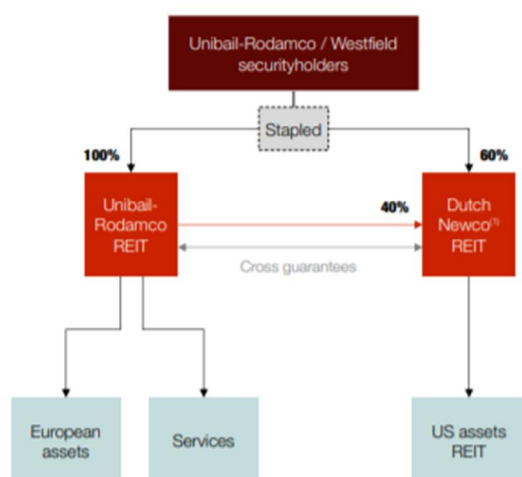
Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25, pp. 1233-1256.

Zonebourse. (31 janvier 2018). Unibail-Rodamco SE : Résultats annuels 2017. En ligne : <https://www.zonebourse.com/cours/action/UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD-43851519/actualite/UNIBAIL-RODAMCO-SE-RESULTATS-ANNUELS-2017-25905853/>.

Annexes

Annexe 1 : Structure des nouveaux actionnaires

7 EFFICIENT STRUCTURE FOR THE NEW GROUP SHAREHOLDERS



Note: Please refer to Prospectus section 1 and 11 for further information.

- (1) Newco to also own selected Dutch assets
 (2) Upon closing of the transaction
 (3) SNC in France, REIT in the US and Dutch FIE
 (4) Class Depositary Interests

Structure designed to avoid any disadvantage from holding US assets

- Former shareholders of Unibail-Rodamco and Westfield to hold⁽¹⁾ stapled securities consisting of one Unibail-Rodamco share + one Newco share

Existing REIT status preserved

- Dutch Newco to hold the US assets
- Unibail-Rodamco and US operations to continue to operate as REITs⁽²⁾

Attractive dividend policies

- Expected 85-95% payout of consolidated recurring net earnings

Governance offering the best of two industry leaders

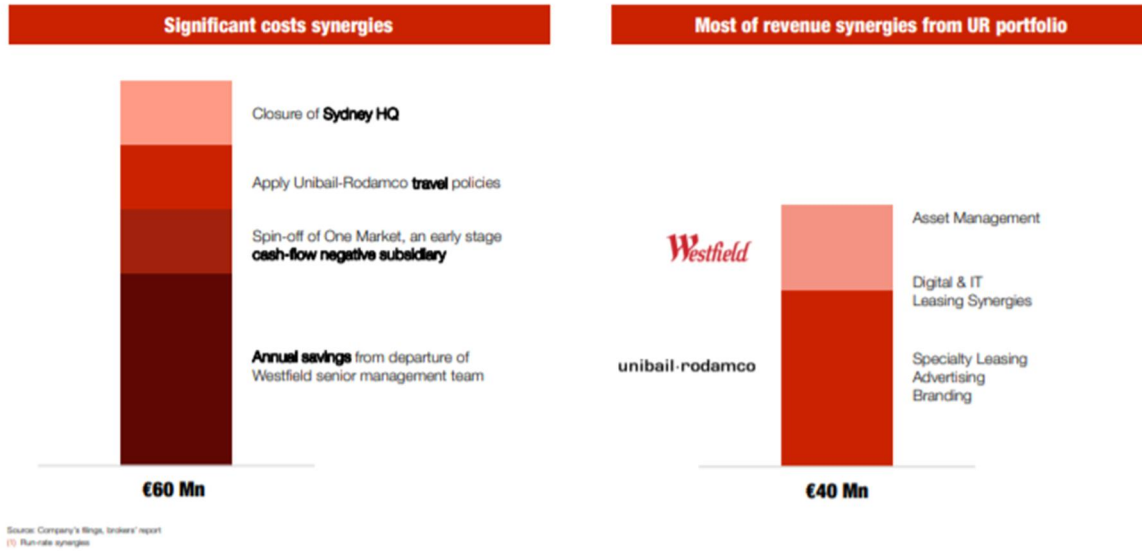
- Two-tier board structure (Supervisory and Management Boards) complying with highest standards
- Organisation to match international scope of the Group

Listing

- Stapled shares to be listed on Euronext Amsterdam and Paris under the ticker "URW"
- Secondary listing in Australia through CDIs⁽⁴⁾, which provide Westfield's securityholders with liquidity, rights economically equivalent to stapled shareholders, and, directly or indirectly, exercise of the voting rights attached to stapled shares

Annexe 2 : Détails des synergies initiales

5 €100 MILLION OF SYNERGIES⁽¹⁾



Annexe 3 : Aperçu de la feuille de calcul des rendements anormaux (fenêtre d'estimation)

Intercept (alpha)	Slope (beta)	R-Square	St. Error
-0.000061	0.84	0.26	0.007567

Period	Date	Unibail-Rodamco	*AEX (AEX-INDEX)
		Adj Close (t)	Adj Close (t)
-201	01/03/2017	148.13	505.04
-200	02/03/2017	147.10	503.79
-199	03/03/2017	148.19	505.86
-198	06/03/2017	147.96	503.65
-197	07/03/2017	146.25	502.95
-196	08/03/2017	146.86	502.80
-195	09/03/2017	148.16	507.74
-194	10/03/2017	145.33	511.14
-193	13/03/2017	145.77	511.90
-192	14/03/2017	145.37	510.06
-191	15/03/2017	145.09	511.66
-190	16/03/2017	148.77	514.53
-189	17/03/2017	150.03	516.24
-188	20/03/2017	149.05	515.09
-187	21/03/2017	149.56	513.59
-186	22/03/2017	149.93	509.52
-185	23/03/2017	151.23	512.62
-184	24/03/2017	151.77	511.53
-183	27/03/2017	151.84	509.32
-182	28/03/2017	150.10	512.15
-181	29/03/2017	151.21	513.58
-180	30/03/2017	149.96	515.73
-179	31/03/2017	152.82	516.54
-178	03/04/2017	151.95	513.45
-177	04/04/2017	152.89	514.05
-176	05/04/2017	152.75	514.89
-175	06/04/2017	155.40	516.30
-174	07/04/2017	155.89	518.70
-173	10/04/2017	155.61	519.16
-172	11/04/2017	156.86	518.40
-171	12/04/2017	156.72	517.81
-170	13/04/2017	156.31	515.77
-169	18/04/2017	156.10	509.73
-168	19/04/2017	154.81	511.28
-167	20/04/2017	154.07	511.72
-166	21/04/2017	153.20	512.19

Ri	Rm	E(r)	AR	t-test
-0.63%	-0.25%	-0.0022	-0.0048	-0.6277
0.74%	0.41%	0.0034	0.0040	0.5290
-0.16%	-0.44%	-0.0038	0.0021	0.2829
-1.15%	-0.14%	-0.0012	-0.0103	-1.3586
0.42%	-0.03%	-0.0003	0.0045	0.5955
0.88%	0.98%	0.0082	0.0006	0.0766
-1.91%	0.67%	0.0056	-0.0247	-3.2619
0.30%	0.15%	0.0012	0.0019	0.2449
-0.28%	-0.36%	-0.0031	0.0003	0.0385
-0.19%	0.31%	0.0026	-0.0045	-0.5899
2.54%	0.56%	0.0047	0.0207	2.7338
0.85%	0.33%	0.0027	0.0057	0.7570
-0.66%	-0.22%	-0.0019	-0.0046	-0.6137
0.34%	-0.29%	-0.0025	0.0059	0.7862
0.25%	-0.79%	-0.0068	0.0093	1.2237
0.86%	0.61%	0.0051	0.0036	0.4703
0.36%	-0.21%	-0.0019	0.0055	0.7218
0.05%	-0.43%	-0.0037	0.0042	0.5510
-1.15%	0.56%	0.0046	-0.0161	-2.1296
0.74%	0.28%	0.0023	0.0051	0.6789
-0.83%	0.42%	0.0035	-0.0118	-1.5563
1.91%	0.16%	0.0013	0.0178	2.3527
-0.57%	-0.60%	-0.0051	-0.0006	-0.0782
0.62%	0.12%	0.0009	0.0053	0.6965
-0.09%	0.16%	0.0013	-0.0022	-0.2949
1.74%	0.27%	0.0023	0.0151	1.9953
0.31%	0.46%	0.0039	-0.0007	-0.0956
-0.16%	0.09%	0.0007	-0.0025	-0.3274
0.81%	-0.15%	-0.0013	0.0094	1.2376
-0.09%	-0.11%	-0.0010	0.0001	0.0176
-0.27%	-0.39%	-0.0034	0.0007	0.0948
-0.13%	-1.17%	-0.0100	0.0086	1.1381
-0.83%	0.30%	0.0025	-0.0108	-1.4237
-0.47%	0.09%	0.0007	-0.0054	-0.7132
-0.57%	0.09%	0.0007	-0.0064	-0.8423

Annexe 4 : Aperçu de la feuille de calcul des rendements anormaux (fenêtre d'évènement)

-21	13/11/2017	155.61	545.43
-20	14/11/2017	155.01	541.73
-19	15/11/2017	154.97	538.49
-18	16/11/2017	155.97	539.19
-17	17/11/2017	155.83	536.62
-16	20/11/2017	155.08	539.71
-15	21/11/2017	154.58	541.82
-14	22/11/2017	154.36	540.02
-13	23/11/2017	156.11	541.35
-12	24/11/2017	155.90	540.63
-11	27/11/2017	156.01	538.09
-10	28/11/2017	156.75	543.59
-9	29/11/2017	155.26	541.42
-8	30/11/2017	153.51	540.11
-7	01/12/2017	153.22	535.57
-6	04/12/2017	155.58	541.54
-5	05/12/2017	157.50	543.08
-4	06/12/2017	159.83	542.77
-3	07/12/2017	160.47	544.51
-2	08/12/2017	160.33	547.22
-1	11/12/2017	160.04	548.41
0	12/12/2017	153.54	552.87
1	13/12/2017	153.15	550.56
2	14/12/2017	150.76	547.47
3	15/12/2017	151.43	548.67
4	18/12/2017	153.79	553.29
5	19/12/2017	155.29	552.03
6	20/12/2017	152.97	547.38
7	21/12/2017	153.26	549.39
8	22/12/2017	150.43	548.48
9	27/12/2017	150.90	548.60
10	28/12/2017	151.22	547.06
11	29/12/2017	149.97	544.58
12	02/01/2018	149.47	544.79
13	03/01/2018	150.40	549.34
14	04/01/2018	149.68	554.06
15	05/01/2018	150.76	558.16
16	08/01/2018	152.40	560.89
17	09/01/2018	151.11	563.04
18	10/01/2018	148.19	560.44

-0.43%	-0.35%	-0.0030	-0.0014	-0.1802
-0.39%	-0.68%	-0.0058	0.0019	0.2496
-0.02%	-0.60%	-0.0051	0.0049	0.6451
0.65%	0.13%	0.0010	0.0054	0.7155
-0.09%	-0.48%	-0.0041	0.0032	0.4190
-0.48%	0.58%	0.0048	-0.0096	-1.2705
-0.32%	0.39%	0.0032	-0.0065	-0.8543
-0.14%	-0.33%	-0.0029	0.0015	0.1956
1.13%	0.25%	0.0020	0.0093	1.2310
-0.14%	-0.13%	-0.0012	-0.0002	-0.0249
0.07%	-0.47%	-0.0040	0.0047	0.6232
0.48%	1.02%	0.0086	-0.0038	-0.4976
-0.96%	-0.40%	-0.0034	-0.0061	-0.8107
-1.13%	-0.24%	-0.0021	-0.0092	-1.2112
-0.19%	-0.84%	-0.0072	0.0053	0.7002
1.54%	1.11%	0.0094	0.0060	0.7965
1.24%	0.28%	0.0023	0.0101	1.3284
1.47%	-0.06%	-0.0005	0.0153	2.0190
0.40%	0.32%	0.0026	0.0014	0.1817
-0.09%	0.50%	0.0041	-0.0050	-0.6651
-0.18%	0.22%	0.0018	-0.0036	-0.4701
-4.06%	0.81%	0.0068	-0.0474	-6.2657
-0.26%	-0.42%	-0.0036	0.0010	0.1363
-1.56%	-0.56%	-0.0048	-0.0108	-1.4299
0.45%	0.22%	0.0018	0.0027	0.3581
1.56%	0.84%	0.0071	0.0085	1.1248
0.98%	-0.23%	-0.0020	0.0117	1.5508
-1.49%	-0.84%	-0.0072	-0.0078	-1.0269
0.19%	0.37%	0.0030	-0.0012	-0.1550
-1.84%	-0.17%	-0.0015	-0.0169	-2.2394
0.31%	0.02%	0.0001	0.0030	0.3914
0.21%	-0.28%	-0.0024	0.0046	0.6028
-0.83%	-0.45%	-0.0039	-0.0044	
-0.33%	0.04%	0.0003	-0.0036	
0.62%	0.84%	0.0070	-0.0008	
-0.47%	0.86%	0.0072	-0.0119	
0.72%	0.74%	0.0062	0.0010	
1.09%	0.49%	0.0041	0.0068	
-0.84%	0.38%	0.0032	-0.0116	
-1.94%	-0.46%	-0.0040	-0.0154	

Annexe 5 : Bilan d'Unibail-Rodamco de 2015 à 2019

Balance Sheet (€ Mn) - Unibail-Rodamco	2015	2016	2017	2018	2019
Non Current Assets	36,634	39,509	41,651	62,819	61,107
Investment properties	33,710	36,381	38,524	47,627	45,733
Other tangible assets	216	220	216	292	345
Goodwill	543	540	522	2,863	2,878
Intangible assets	242	229	172	1,130	984
Loans and receivables	41	113	77	-	-
Financial assets	17	25	31	303	344
Deferred tax assets	32	24	22	27	28
Derivative at fair value	297	269	173	303	600
Shares and investment in companies under equity method	1,536	1,708	1,913	10,273	10,195
Current Assets	1,476	1,236	1,590	1,709	3,897
Properties or shares held for sale	269	-	-	66	2,148
Derivatives at fair value	-	-	58	-	-
Inventories	-	-	-	95	91
Trade receivables	394	369	417	551	513
Other trade receivables	471	467	541	627	656
Tax receivables	160	218	216	286	304
Other receivables	218	136	252	341	352
Prepaid expense	93	113	73	-	-
Cash and cash equivalents	343	400	575	370	489
TOTAL ASSETS	38,110	40,745	43,241	64,527	65,003
Total shareholders equity	19,239	21,020	22,693	32,142	31,853
Shareholders equity	16,042	17,465	18,916	28,165	27,940
Non controlling interest	3,197	3,554	3,777	3,976	3,913
Non current liabilities	15,128	16,210	16,852	26,371	28,291
Current liabilities	3,743	3,515	3,696	6,014	4,860
Liabilities directly associated with properties or shares classified as held for sale	-	-	-	-	111
Current commitment to purchase non-controlling interests	-	-	7	2	1
Amounts due to suppliers and other current debt	1,118	1,314	1,162	2,052	2,079
Amounts due to suppliers	162	150	188	207	231
Amounts due on investments	415	327	426	625	634
Sundry creditors	338	625	341	569	485
Other liabilities	203	212	208	651	730
Current borrowings and amounts due to credit institutions	2,448	2,006	2,302	3,851	2,557
Current financial leases	6	6	2	3	41
Derivatives at fair value	-	-	-	77	30
Tax and social security liabilities	154	179	211	-	-
Short-term provisions	18	10	13	30	40
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	38,110	40,745	43,241	64,527	65,003

Annexe 6 : Compte de résultat de Unibail-Rodamco

Income statement – Unibail-Rodamco										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Millions										
Revenue	1667	1753	1866	2620	3083	3396	3753	3998	4208	4391
Shopping Centres	1300	1405	1534	2246	2756	3058	3403	3638	3837	4008
France	606	651	691	699	714	743	773	803	836	869
United States	0	0	0	544	958	1149	1379	1517	1623	1704
Central Europe	154	160	181	217	225	236	248	260	273	287
Spain	164	163	178	175	170	173	176	180	183	187
United Kingdom	0	0	0	128	211	254	304	335	358	376
Nordic	126	158	159	152	136	139	142	145	148	150
Austria	100	102	109	112	117	123	129	135	142	149
Germany	73	97	146	150	155	170	179	187	197	207
The Netherlands	76	73	70	70	71	72	74	75	77	78
Offices	179	163	148	164	119	119	120	119	118	118
France	157	141	127	132	78	74	70	67	64	60
Other Countries	23	22	21	32	41	45	49	52	54	57
Convention & Exhibition	188	186	184	209	209	219	230	241	253	266
France	188	186	184	209	209	219	230	241	253	266
Operating Costs	228	238	247	459	592	664	723	777	824	855
Shopping Centres	123	132	134	334	463	524	578	626	667	690
France	57	71	73	52	51	45	46	48	50	43
United States	0	0	0	193	305	345	386	425	454	477
Central Europe	5	3	7	5	2	5	5	3	3	3
Spain	17	17	17	19	13	14	14	14	15	15
United Kingdom	0	0	0	28	54	76	85	94	100	105
Nordic	20	19	13	10	14	11	11	12	12	12
Austria	8	4	6	4	5	6	6	7	7	7
Germany	6	7	10	10	11	12	12	13	14	14
The Netherlands	9	12	9	12	9	11	11	11	12	12
Offices	9	9	7	15	16	20	20	21	21	21
France	5	5	3	9	6	7	7	7	6	6
Other Countries	4	4	4	7	10	12	13	14	15	15
Convention & Exhibition	97	96	106	109	113	120	124	130	137	144
France	97	96	106	109	113	120	124	130	137	144
EBITDA	1439	1516	1619	2161	2491	2732	3030	3220	3384	3537
Shopping Centres	1177	1273	1400	1912	2293	2534	2825	3011	3170	3318
France	549	581	618	647	663	698	726	755	785	826
United States	0	0	0	351	653	804	993	1092	1169	1227
Central Europe	148	156	174	212	223	231	243	257	270	284
Spain	148	146	161	156	157	159	162	165	169	172
United Kingdom	0	0	0	99	157	178	219	241	258	271
Nordic	106	140	146	142	123	128	130	133	136	138
Austria	92	99	103	108	111	116	122	128	135	141
Germany	67	90	136	140	144	158	166	174	183	192
The Netherlands	67	62	62	59	62	62	63	64	65	67
Offices	170	153	141	149	103	100	99	98	97	96
France	151	136	124	124	72	67	63	60	57	54
Other Countries	19	18	17	25	31	33	36	38	40	42
Convention & Exhibition	91	90	79	100	95	99	106	111	117	122
France	91	90	79	100	95	99	106	111	117	122

Annexe 7 : Indicateurs clés (Revenus et coûts)

Key indicators - Unibail-Rodamco	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Revenue - Segment Contribution	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Shopping Centres - % Total revenue	78%	80%	82%	86%	89%	90%	91%	91%	91%	91%
France - % Total revenue	36%	37%	37%	27%	23%	22%	21%	20%	20%	20%
United States - % Total revenue	0%	0%	0%	21%	31%	34%	37%	38%	39%	39%
Central Europe - % Total revenue	9%	9%	10%	8%	7%	7%	7%	7%	6%	7%
Spain - % Total revenue	10%	9%	10%	7%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
United Kingdom - % Total revenue	0%	0%	0%	5%	7%	7%	8%	8%	9%	9%
Nordic - % Total revenue	8%	9%	9%	6%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Austria - % Total revenue	6%	6%	6%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
Germany - % Total revenue	4%	6%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
The Netherlands - % Total revenue	5%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Offices - % Total revenue	11%	9%	8%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
France - % Total revenue	9%	8%	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	1%
Other Countries - % Total revenue	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Convention & Exhibition - % Total revenue	11%	11%	10%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
France - % Total revenue	11%	11%	10%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Revenue - Annual Growth rate	n.a.	5%	6%	40%	18%	10%	10%	7%	5%	4%
Shopping Centres - Annual Growth rate	n.a.	8%	9%	46%	23%	11%	11%	7%	5%	4%
France - Annual Growth rate	n.a.	7%	6%	1%	2%	4%	4%	4%	4%	4%
United States - Annual Growth rate	n.a.	0%	0%	0%	76%	20%	20%	10%	7%	5%
Central Europe - Annual Growth rate	n.a.	4%	13%	20%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Spain - Annual Growth rate	n.a.	0%	9%	-2%	-3%	2%	2%	2%	2%	2%
United Kingdom - Annual Growth rate	n.a.	0%	0%	0%	66%	20%	20%	10%	7%	5%
Nordic - Annual Growth rate	n.a.	25%	0%	-5%	-10%	2%	2%	2%	2%	2%
Austria - Annual Growth rate	n.a.	2%	7%	2%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
Germany - Annual Growth rate	n.a.	32%	51%	3%	3%	10%	5%	5%	5%	5%
The Netherlands - Annual Growth rate	n.a.	-4%	-4%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Offices - Annual Growth rate	n.a.	-9%	-9%	11%	-28%	0%	1%	-1%	-1%	0%
France - Annual Growth rate	n.a.	-10%	-10%	4%	-41%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Other Countries - Annual Growth rate	n.a.	-4%	-4%	52%	28%	10%	10%	5%	5%	5%
Convention & Exhibition - Annual Growth rate	n.a.	-1%	-1%	14%	0%	5%	5%	5%	5%	5%
France - Annual Growth rate	n.a.	-1%	-1%	14%	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Operating Costs - % Total revenue	14%	14%	13%	18%	19%	20%	19%	19%	20%	19%
Shopping Centres - % Segment revenue	9%	9%	9%	15%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
France - % Segment revenue	9%	11%	11%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%
United States - % Segment revenue	0%	0%	0%	35%	32%	30%	28%	28%	28%	28%
Central Europe - % Segment revenue	4%	2%	4%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Spain - % Segment revenue	10%	11%	10%	11%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
United Kingdom - % Segment revenue	0%	0%	0%	22%	26%	30%	28%	28%	28%	28%
Nordic - % Segment revenue	16%	12%	8%	7%	10%	8%	8%	8%	8%	8%
Austria - % Segment revenue	8%	3%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Germany - % Segment revenue	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
The Netherlands - % Segment revenue	12%	16%	12%	16%	12%	15%	15%	15%	15%	15%
Offices - % Segment revenue	5%	6%	5%	9%	13%	16%	17%	17%	18%	18%
France - % Segment revenue	3%	4%	3%	6%	8%	10%	10%	10%	10%	10%
Other Countries - % Segment revenue	16%	19%	18%	21%	25%	27%	27%	27%	27%	27%
Convention & Exhibition - % Segment revenue	51%	52%	57%	52%	54%	55%	54%	54%	54%	54%
France - % Segment revenue	51%	52%	57%	52%	54%	55%	54%	54%	54%	54%

Annexe 8 : Indicateurs clés (EBITDA)

EBITDA Margin - % Total revenue	86%	86%	87%	82%	81%	80%	81%	81%	80%	81%
Shopping Centres - % Segment revenue	91%	91%	91%	85%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
France - % Segment revenue	91%	89%	89%	93%	93%	94%	94%	94%	94%	95%
United States - % Segment revenue	0%	0%	0%	65%	68%	70%	72%	72%	72%	72%
Central Europe - % Segment revenue	96%	98%	96%	98%	99%	98%	98%	99%	99%	99%
Spain - % Segment revenue	90%	89%	90%	89%	93%	92%	92%	92%	92%	92%
United Kingdom - % Segment revenue	0%	0%	0%	78%	74%	70%	72%	72%	72%	72%
Nordic - % Segment revenue	84%	88%	92%	93%	90%	92%	92%	92%	92%	92%
Austria - % Segment revenue	92%	97%	95%	96%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Germany - % Segment revenue	92%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
The Netherlands - % Segment revenue	88%	84%	88%	84%	88%	85%	85%	85%	85%	85%
Offices - % Segment revenue	95%	94%	95%	91%	87%	84%	83%	83%	82%	82%
France - % Segment revenue	97%	96%	97%	94%	92%	90%	90%	90%	90%	90%
Other Countries - % Segment revenue	84%	81%	82%	79%	75%	73%	73%	73%	73%	73%
Convention & Exhibition - % Segment revenue	49%	48%	43%	48%	46%	45%	46%	46%	46%	46%
France - % Segment revenue	49%	48%	43%	48%	46%	45%	46%	46%	46%	46%
EBITDA Margin - Segment Contribution	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Shopping Centres - % EBITDA	82%	84%	86%	88%	92%	93%	93%	94%	94%	94%
France - % EBITDA	38%	38%	38%	30%	27%	26%	24%	23%	23%	23%
United States - % EBITDA	0%	0%	0%	16%	26%	29%	33%	34%	35%	35%
Central Europe - % EBITDA	10%	10%	11%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
Spain - % EBITDA	10%	10%	10%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
United Kingdom - % EBITDA	0%	0%	0%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	8%
Nordic - % EBITDA	7%	9%	9%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Austria - % EBITDA	6%	7%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Germany - % EBITDA	5%	6%	8%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
The Netherlands - % EBITDA	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Offices - % EBITDA	12%	10%	9%	7%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
France - % EBITDA	11%	9%	8%	6%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Other Countries - % EBITDA	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Convention & Exhibition - % EBITDA	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
France - % EBITDA	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%

Annexe 9 : Valorisation des synergies initiale (DCF)

Valorisation des synergies via la méthode DCF - Unibail-Rodamco-Westfield								
€m	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Synergies de revenu		8	16	24	32	40	40	40
Coûts d'implémentation	110.3	0	0	0	0	0	0	0
Synergies de revenu net	-110.3	8	16	24	32	40	40	40
<i>EBITDA Margin</i>	82.5%	80.8%	80.5%	80.7%	80.6%	80.4%	80.5%	80.5%
Impact des synergies sur l'EBITDA	-91	6	13	19	26	32	32	32
Pourcentage d'implémentation (%)		20%	40%	60%	80%	100%	100%	100%
Synergies de coûts	30	60	60	60	60	60	60	60
Pre-Tax synergies	-61	66	73	79	86	92	92	92
Taux d'imposition (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Après-Tax synergies	-61	66	73	79	86	92	92	92
<i>Années</i>	1	2	3	4	5	6	7	7
FCF actualisés	-58	63	69	75	81	87	87	1707

Résumé de la valorisation		
€m	Valeurs	%
<i>Synergies avant taxe</i>	100	
VAN des flux de trésorerie disponibles	406	19%
VAN de la valeur terminale	1,707	81%
VAN des synergies	2,113	100%

Annexe 10 : Valorisation des synergies actualisées (DCF)

Valorisation des synergies actualisées via la méthode DCF - Unibail-Rodamco-Westfield								
€m	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Synergies de revenu		11.1	19.1	27.1	35.1	43.1	43.1	43.1
Coûts d'implémentation	110.3	0	0	0	0	0	0	0
Synergies de revenu net	-110.3	11.1	19.1	27.1	35.1	43.1	43.1	43.1
<i>EBITDA Margin</i>	82.5%	80.8%	80.5%	80.7%	80.6%	80.4%	80.5%	80.5%
Impact des synergies sur l'EBITDA	-91	9	15	22	28	35	35	35
Pourcentage d'implémentation (%)		26%	44%	63%	81%	100%	100%	100%
Synergies de coûts	75	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9
Pre-Tax synergies	-16	97	103	110	116	123	123	123
Taux d'imposition (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Après-Tax synergies	-16	97	103	110	116	123	123	123
<i>Années</i>	1	2	3	4	5	6	7	7
FCF actualisés	-15	92	98	104	110	116	116	2270

Résumé de la valorisation

€m	Valeurs	%
<i>Synergies avant taxe</i>	131	
VAN des flux de trésorerie disponibles	622	21%
VAN de la valeur terminale	2,270	79%
VAN des synergies	2,892	100%

