



**ANNEXE AU COMMUNIQUE DE PRESSE  
DU 27 AOUT 2007**

- Bilan et compte de résultat consolidés au 30 juin 2007 p 2/4
- Activité et résultat du 1<sup>er</sup> semestre 2007 p 5
- Actif Net Réévalué –en valeur de liquidation- au 30 juin 2007 p 12
- Ressources Financières au 30 juin 2007 p 19

## BILAN CONSOLIDE

Bilan consolidé Unibail-Rodamco (en millions d'euros)	31.12.2006	30.06.2007
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>10 233,4</b>	<b>24 036,3</b>
Actifs corporels	249,4	645,4
Immeubles de placement	9 046,3	20 876,1
Ecart d'acquisition affecté	168,2	1 853,1
Immobilisation incorporelles	307,7	302,8
Prêts et créances	36,0	36,9
Impôt différé actif	-	18,0
Dérivés à la juste valeur	99,5	213,4
Titres et investissements dans les sociétés MEQ	326,3	86,6
Autres actifs non courants	-	4,0
<b>ACTIFS COURANTS</b>	<b>609,5</b>	<b>1 328,7</b>
Immeubles sous promesse ou mandat de vente	96,3	95,5
Titres et investissements dans les stés MEQ sous promesse de vente	-	454,0
Stocks (Note 6)	28,1	28,1
Clients et comptes rattachés	156,2	227,6
Activité de foncière	129,1	205,5
Autres activités	27,1	22,1
Autres créances	296,6	460,7
Créances fiscales sans ID	96,9	127,3
Créances sur désinvestissement	0,2	2,6
Autres créances	161,0	280,7
Charges constatées d'avance	38,5	50,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	32,3	62,8
Titres monétaires disponibles à la vente	3,3	4,1
Disponibilités	29,0	58,7
<b>TOTAL ACTIFS</b>	<b>10 842,9</b>	<b>25 365,0</b>
<b>Capitaux propres (Part du Groupe)</b>	<b>6 053,1</b>	<b>13 999,0</b>
Capital	230,7	370,5
Primes d'émission	64,5	5 385,7
Obligations Remboursables en Actions	-	1 575,2
Réserves consolidées	3 353,5	4 461,6
Couverture de flux de trésorerie futurs	1,4	0,5
Report à nouveau	355,4	1 061,6
Résultat consolidé	2 139,8	1 143,9
Acomptes sur dividendes	-92,2	-
<b>INTERETS MINORITAIRES</b>	<b>781,1</b>	<b>2 287,2</b>
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>6 834,2</b>	<b>16 286,2</b>
<b>PASSIF NON COURANT</b>	<b>2 672,4</b>	<b>6 473,0</b>
Engagements d'achat de titres de minoritaires	115,5	129,1
Emprunts long terme	2 238,3	5 200,0
Dérivés à la juste valeur	11,0	53,1
Impôt différé	196,8	880,0
Provisions long terme	30,5	50,5
Provision pour engagement de retraite	3,4	8,4
Dépôts et cautionnements reçus	73,7	117,2
Dette fiscale	3,2	29,7
Autres passif non courants	-	5,0
<b>PASSIF COURANT</b>	<b>1 336,3</b>	<b>2 605,8</b>
<b>Dette auprès des actionnaires</b>	<b>46,1</b>	<b>166,9</b>
<b>Dettes fournisseurs et autres dettes</b>	<b>505,3</b>	<b>797,6</b>
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	97,2	134,2
Dettes sur immobilisations	119,1	204,1
Autres dettes d'exploitation	210,1	331,4
Autres dettes	78,9	127,9
<b>Part courante des emprunts et dettes financières</b>	<b>669,5</b>	<b>1 491,8</b>
<b>Dettes fiscales et sociales</b>	<b>94,5</b>	<b>142,2</b>
<b>Provisions court terme</b>	<b>20,9</b>	<b>7,3</b>
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS</b>	<b>10 842,9</b>	<b>25 365,0</b>

**COMPTE DE RESULTAT CONSOLIDE**
**Présentation normée EPRA <sup>(1)</sup>**

(en millions d'euros)	30.06.2007	30.06.2006	31.12.2006
Revenus locatifs	262,8	248,8	489,9
Charges du foncier	-6,3	- 7,5	- 12,4
Charges locatives non récupérées	-3,1	- 3,8	- 7,2
Charges sur immeubles	-24,7	- 27,8	- 59,5
<b>Loyers nets</b>	<b>228,7</b>	<b>209,7</b>	<b>410,8</b>
Revenus des cessions d'actifs à détention courte	-	-	-
Valeur comptable des actifs cédés	-	-	-
Frais de structure	-10,2	- 10,6	- 24,7
Frais de développement	-1,0	- 2,6	- 5,2
Amortissements des biens d'exploitation	-0,9	- 0,7	- 1,4
<b>Frais de fonctionnement</b>	<b>-12,1</b>	<b>- 13,9</b>	<b>- 31,3</b>
Revenus des autres activités	94,2	102,9	232,3
Autres dépenses	-70,7	- 84,7	- 185,1
<b>Résultat des autres activités</b>	<b>23,5</b>	<b>18,3</b>	<b>47,2</b>
Revenus des cessions d'actifs de placement	104,6	324,7	527,4
Valeur comptable des actifs cédés	-106,0	- 252,4	- 428,0
<b>Résultat des cessions d'actif</b>	<b>-1,4</b>	<b>72,3</b>	<b>99,4</b>
Ajustement à la hausse des valeurs des immeubles de placement	718,4	747,3	1 709,6
Ajustement à la baisse des valeurs des immeubles de placement	-4,0	- 13,5	- 8,3
<b>Solde net des ajustements de valeurs</b>	<b>714,4</b>	<b>733,7</b>	<b>1 701,3</b>
<b>RESULTAT OPERATIONNEL NET</b>	<b>953,1</b>	<b>1 020,2</b>	<b>2 227,4</b>
Résultat & dividendes des sociétés non consolidées	0,2	- 0,1	0,1
<i>Produits financiers</i>	24,9	18,8	45,7
<i>Charges financières</i>	-69,5	- 60,5	- 129,8
Coût de l'endettement financier net	-44,6	- 41,7	- 84,1
Ajustement de valeur des instruments dérivés	98,3	122,7	86,8
Résultat de cession des instruments dérivés	-	-	- 1,4
Actualisation des dettes et créances	-1,3	- 2,5	- 5,0
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	213,3	42,1	163,5
Intérêts sur créances	4,5	4,4	9,1
<b>RESULTAT NET AVANT IMPOTS</b>	<b>1 223,5</b>	<b>1 145,1</b>	<b>2 396,4</b>
Impôt sur les sociétés	2,0	- 19,5	- 19,4
<b>RESULTAT NET</b>	<b>1 225,5</b>	<b>1 125,6</b>	<b>2 377,0</b>
Résultat net part des minoritaires	81,6	96,4	237,2
<b>RESULTAT NET PART DU GROUPE</b>	<b>1 143,9</b>	<b>1 029,2</b>	<b>2 139,8</b>

# COMPTE DE RESULTAT CONSOLIDE

# Présentation sectorielle (en millions d'euros)

unibail·rodamco		2007 - S1			2006 - S1			2006		
Résultat sectoriel		activités récurrentes	justes valeurs et cessions	Resultat	activités récurrentes	justes valeurs et cessions	Resultat	activités récurrentes	justes valeurs et cessions	Resultat
Secteur bureaux	Revenus locatifs bureaux	77,5	-	77,5	67,7	-	67,7	136,0	-	136,0
	Charges nettes d'exploitation	- 4,0	-	- 4,0	- 4,0	-	- 4,0	- 7,1	-	- 7,1
	Foncier	- 0,0	-	- 0,0	- 0,0	-	- 0,0	- 0,0	-	- 0,0
	= Loyers nets	73,5	-	73,5	63,7	-	63,7	128,9	-	128,9
	Frais de gestion des actifs	- 2,2	-	- 2,2	- 2,2	-	- 2,2	- 4,1	-	- 4,1
	Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	392,7	392,7	-	362,4	362,4	-	699,1	699,1
	Gain/perte sur cession d'immeuble	-	0,0	0,0	-	71,7	71,7	-	97,9	97,9
	Résultat opérationnel bureaux	71,3	392,8	464,0	61,5	434,2	495,7	124,9	796,9	921,8
	QP de résultat des sociétés mises en équivalence	- 0,9	208,2	207,4	1,8	34,7	36,5	2,5	153,7	156,2
	Intérêts sur créances	4,3	-	4,3	4,0	-	4,0	8,2	-	8,2
RÉSULTAT SECTORIEL BUREAUX		74,7	601,0	675,7	67,3	468,9	536,1	135,5	950,6	1.086,1
Secteur centres commerciaux	Revenus locatifs commerces	133,2	-	133,2	121,7	-	121,7	243,6	-	243,6
	Charges nettes d'exploitation	- 4,7	-	- 4,7	- 8,8	-	- 8,8	- 20,4	-	- 20,4
	Foncier	- 1,5	-	- 1,5	- 1,5	-	- 1,5	- 3,2	-	- 3,2
	= Loyers nets	127,0	-	127,0	111,5	-	111,5	220,1	-	220,1
	Frais de gestion des actifs	- 3,1	-	- 3,1	- 2,6	-	- 2,6	- 5,6	-	- 5,6
	Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	322,0	322,0	-	377,8	377,8	-	971,2	971,2
	Gain/perte sur cession d'immeuble	-	- 1,7	- 1,7	-	-	-	-	0,7	0,7
	Résultat opérationnel commerces	123,9	320,3	444,2	108,9	377,8	486,7	214,5	971,9	1.186,4
	QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1,5	4,1	5,6	1,7	4,1	5,8	3,5	4,1	7,6
	Intérêts sur créances	0,3	-	0,3	0,5	-	0,5	0,9	-	0,9
RÉSULTAT SECTORIEL COMMERCES		125,7	324,4	450,1	111,0	381,9	492,9	218,9	976,0	1.194,9
Secteur congrès expositions	Revenus locatifs congrès expositions	49,1	-	49,1	54,8	-	54,8	101,0	-	101,0
	Charges nettes d'exploitation	- 19,1	-	- 19,1	- 19,0	-	- 19,0	- 39,0	-	- 39,0
	Foncier	- 4,7	-	- 4,7	- 6,0	-	- 6,0	- 9,2	-	- 9,2
	= Loyers nets	25,2	-	25,2	29,8	-	29,8	52,8	-	52,8
	Honoraires de prestations de services	23,1	-	23,1	26,7	-	26,7	54,2	-	54,2
	Charges nettes d'exploitation	- 16,8	-	- 16,8	- 19,6	-	- 19,6	- 40,2	-	- 40,2
	= Prestations de services sur sites	6,3	-	6,3	7,1	-	7,1	14,0	-	14,0
	Résultat opérationnel sites congrès exposition (Paris E)	31,5	-	31,5	36,9	-	36,9	66,8	-	66,8
	Revenus locatifs des hôtels	6,8	-	6,8	5,8	-	5,8	11,6	-	11,6
	Charges nettes d'exploitation	- 0,0	-	- 0,0	0,3	-	0,3	- 0,3	-	- 0,3
	Résultat opérationnel hôtels	6,8	-	6,8	6,1	-	6,1	11,4	-	11,4
	Revenus organisation de salons	52,5	0,2	52,7	59,0	-	59,0	141,7	-	141,7
	Charges nettes d'exploitation	- 49,4	-	- 49,4	- 47,2	-	- 47,2	- 106,3	-	- 106,3
	Résultat opérationnel organisateur de salons (Exposiun)	3,1	0,2	3,3	11,7	-	11,7	35,4	-	35,4
	Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	- 0,3	- 0,3	-	- 6,5	- 6,5	-	31,0	31,0
	Gain/perte sur cession	-	-	-	-	0,6	0,6	-	0,8	0,8
	Dotations aux amortissements corporels	- 1,8	-	- 1,8	- 1,8	-	- 1,8	- 4,8	-	- 4,8
	Dotations aux amortissements incorporels	- 1,7	-	- 1,7	- 1,7	-	- 1,7	- 3,5	-	- 3,5
RÉSULTAT SECTORIEL CONGRÈS EXPOSITIONS		38,2	- 0,0	38,1	51,0	- 5,9	45,1	104,9	31,9	137,1
autres	EBE de l'activité prestations de services	2,1	-	2,1	0,9	-	0,9	1,8	-	1,8
	Amortissement des biens d'exploitation	- 0,5	-	- 0,5	- 0,5	-	- 0,5	- 1,0	-	- 1,0
	RÉSULTAT OPÉRATIONNEL DES AUTRES PRESTATION	1,6	-	1,6	0,4	-	0,4	0,8	-	0,8
= TOTAL DES RESULTATS SECTORIELS		240,1	925,4	1.165,5	229,6	844,8	1.074,5	460,0	1.958,5	2.418,5
Frais de siège & charges communes		- 4,9	-	- 4,9	- 5,8	-	- 5,8	- 14,9	-	- 14,9
Frais développement		- 1,0	-	- 1,0	- 2,6	-	- 2,6	- 5,2	-	- 5,2
Divers		12,2	-	12,2	1,4	-	1,4	2,9	-	2,9
dotations aux amortissements		- 0,9	-	- 0,9	- 0,7	-	- 0,7	- 1,4	-	- 1,4
Total autres charges et produits d'exploitation		5,4	-	5,4	- 7,8	-	- 7,8	- 18,6	-	- 18,6
Coût de l'endettement financier net		- 44,6	-	- 44,6	- 41,7	-	- 41,7	- 84,1	- 1,4	- 85,4
Variation de valeur des instruments dérivés		-	98,3	98,3	-	122,7	122,7	-	86,8	86,8
Actualisation des dettes & créances		-	- 1,3	- 1,3	-	- 2,5	- 2,5	-	- 5,0	- 5,0
Total charges financières		- 44,6	97,0	52,4	- 41,7	120,2	78,5	- 84,1	80,4	- 3,6
Résultat & dividendes des sociétés non consolidées		0,2	-	0,2	- 0,1	-	- 0,1	0,1	-	0,1
RESULTAT avant impôt		201,2	1.022,4	1.223,6	180,0	965,0	1.145,1	357,4	2.038,9	2.396,4
Impôt sur les sociétés		6,5	- 4,5	2,0	- 8,2	- 11,4	- 19,5	- 5,3	- 14,0	- 19,3
= RESULTAT NET		207,7	1.017,8	1.225,6	171,9	953,7	1.125,6	352,1	2.024,9	2.377,0
Part des minoritaires		21,0	60,6	81,6	19,7	76,7	96,4	39,5	197,6	237,2
RESULTAT NET PART DU GROUPE		186,7	957,2	1.143,9	152,2	877,0	1.029,2	312,6	1.827,3	2.139,8

nombre moyen d'actions

46.142.271

45.819.290

45.901.800

Résultat Net Récurrent / action

4,05

3,32

6,81

Variation n / n-1

22,0%

11,4%

17,2%

### 1. Normes comptables, périmètre de consolidation et traitement comptable de l'Offre Publique d'Échange des titres Rodamco ;

Les comptes consolidés du Groupe sont établis en conformité avec le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne et constituent des comptes semestriels résumés.

Les principes et méthodes comptables appliqués pour l'arrêté du groupe Unibail-Rodamco au 30.06.2007 sont sans changement par rapport à ceux appliqués pour l'établissement des comptes consolidés d'Unibail au 31.12.2006.

Les états financiers reflètent le résultat de la première phase de l'Offre Publique d'Échange des titres Rodamco Europe (Rodamco) contre des titres Unibail et/ou des obligations remboursables en actions.

A l'issue de cette offre déclarée inconditionnelle le 21 juin, Unibail détenait 79,63% des actions RODAMCO.

Le bilan d'Unibail-RODAMCO et l'actif net réévalué au 30.06.2007 traduisent ce contrôle à 79,63% de Rodamco Europe par Unibail.

La période d'offre subséquente qui a porté ce pourcentage de contrôle à 95,74% le 10 juillet 2007, sera comptabilisée au second semestre.

Compte tenu du caractère non matériel de l'effet sur le compte de résultat de la période séparant la fin de la première phase de l'offre et la clôture du semestre, l'opération est prise en compte comptablement le 30 juin 2007.

L'analyse et les commentaires du compte de résultat du 1<sup>er</sup> semestre présentés ci-après ne concernent donc que l'activité afférente à Unibail et à son patrimoine existant avant l'OPE.

Le traitement comptable de l'OPE est décrit en détail dans l'annexe aux comptes consolidés simplifiée au 30.06.2007.

Les principaux éléments sont résumés ci-après :

- En rémunération des 71 378 392 titres Rodamco apportés à l'issue de la première période de l'offre, Unibail a émis 27 917 226 actions et 9 363 708 obligations remboursables en actions (ORA), soit la totalité du nombre maximum d'ORA prévues dans l'offre.
- L'ORA est comptabilisée comme un instrument de capitaux propres<sup>1</sup>, à l'exception de la valeur présente nette du coupon minimum garanti jusqu'à la première date d'exercice possible de l'option de remboursement anticipé à l'initiative de l'émetteur (12 ans).
- Il en résulte, net des frais imputés :
  - Une augmentation des capitaux propres de 5 358 M€ au titre des actions Unibail émises.
  - Une augmentation des capitaux propres de 1 575 M€ au titre des ORA, pour leur composante fonds propres.
  - La constatation d'une dette de 249,6 M€ correspondant à la composante dette des ORA.
- Le coût du regroupement d'entreprise<sup>2</sup>, après prise en compte des frais d'acquisition, s'élève à 7 322,6 M€.
- La juste valeur des actifs et des passifs éventuels de Rodamco a été provisoirement estimée à la valeur de ces

éléments dans les états financiers consolidés de Rodamco au 30.06.2007 (à l'exception des dettes financières à taux fixe retenues pour leur juste valeur).

- La différence entre le coût total du regroupement et la quote part acquise de l'actif net ainsi temporairement déterminée fait ressortir un écart d'acquisition provisoire de 1 655,6 M€. Les bases de ce calcul pourront faire l'objet de corrections à la clôture de l'exercice.
- Les acquisitions ou apports d'actions Rodamco postérieures au 30.06.2007, dont les 14 443 054 actions (soit 16,11% du capital de Rodamco) apportées pendant la période subséquente de l'OPE, constitueront comptablement des acquisitions de parts de minoritaires. A ce titre, les écarts d'acquisition constatés seront imputés directement sur les capitaux propres du groupe.

### 2. Chiffres-clés et principaux événements du semestre

Le succès de l'Offre Publique d'Échange des titres Rodamco lancée et annoncée conjointement par Unibail et Rodamco le 21 mai 2007 donnant naissance à un nouveau groupe européen leader de l'immobilier commercial, et l'entrée d'Unibail-Rodamco au CAC40, sont bien entendu les faits les plus marquants du semestre.

C'est au second semestre 2007 que ce doublement de la taille du groupe produira ses effets sur l'activité et le compte de résultat.

Deux autres événements significatifs sont intervenus au 1<sup>er</sup> semestre 2007 :

- La signature d'un protocole de vente de la participation résiduelle de 49% dans l'ensemble immobilier Cœur Défense, valorisant l'immeuble à 2 110 M€. La vente a été effectivement réalisée le 10 juillet.
- L'accord signé le 5 juin 2007 avec la Chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP) par lequel les activités des deux entités seront regroupées à effet du 1<sup>er</sup> janvier 2008. Sous réserve des agréments en cours par les autorités concernées, se constituera ainsi un leader européen dans le domaine des congrès et salons, regroupant les grands sites parisiens (le Palais des congrès, le parc des expositions de la Porte de Versailles, Paris Nord Villepinte, Le Bourget, le Cnit, le Carrousel du Louvre, l'Espace Champerret, l'Espace Grande Arche et le Palais des sports), ainsi que deux organisateurs de salons de premier plan (Exposium et Comexpo).

**Le Résultat Net Récurrent par action s'élève à 4,05 € au 1<sup>er</sup> semestre 2007. Il enregistre une progression de 22% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006. Ce résultat permet de confirmer l'objectif d'une croissance de plus de 15% de cet indicateur sur l'année 2007 après prise en compte des effets de l'OPE au 2<sup>ème</sup> semestre.**

**L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation part du groupe Unibail-Rodamco au 30.06.2007 s'élève à 159,7 € par action totalement dilué, en hausse de 13,6% par rapport au 31.12.2006. La création de valeur sur le semestre s'élève à 21,10 € par action, si l'on ajoute à la croissance d'ANR de 19,10 € par action la distribution de 2 € par action effectuée sur le semestre.**

<sup>1</sup> En application de la norme IAS 32.

<sup>2</sup> En application de la norme IFRS 3

Le résultat net part du groupe, après comptabilisation des variations de juste valeur des immeubles de placement sur le semestre, s'élève à 1 143,9 M€.

Le compte de résultat est présenté d'une part selon le format normé recommandé par l'EPRA<sup>3</sup> et d'autre part selon le découpage sectoriel par pôle d'activité. C'est cette présentation sectorielle qui est analysée et commentée ci après.

### 3. Commentaires de l'activité par pôle

Les commentaires sur l'activité de la période ne concernent que le patrimoine Unibail avant OPE du fait de l'intégration du patrimoine Rodamco le 30 juin 2007.

Certaines données concernant Rodamco ont cependant été mentionnées à titre d'information.

#### 3.1 Pôle Centres Commerciaux

##### Les centres commerciaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007

Les prévisions de progression du PIB annoncées par l'INSEE sont de +2,1% annuels après une croissance de 2,2% en 2006<sup>4</sup>. De nombreux facteurs soutiennent le pouvoir d'achat des ménages : l'amélioration des revenus salariaux, la hausse des prestations sociales ainsi que l'inflation contenue en sont les principaux contributeurs.

L'indice Banque de France « champ petit commerce » progresse sur les 6 premiers mois de l'année de +2,5% malgré un mois mai particulièrement maussade.

Dans ce contexte, les centres commerciaux Unibail ont enregistré une croissance cumulée de chiffres d'affaires sur les 6 premiers mois 2007 de +6,0% en volume et +5,1% à enseignes comparables<sup>5</sup>, plus particulièrement marquée en région Ile de France (+6,2% en volume) qu'en province (+5,5% en volume).

Les Quatre Temps et Vélizy 2 bénéficient de l'effet positif de la rénovation (+14% en volume pour les Quatre Temps et +9% pour Vélizy 2). Rosny 2 suit également une tendance haussière (+7,0% en volume) et Carré Sénart est toujours structurellement dynamique (+9% en volume), tandis que le CNIT est en retrait de 12,6% en volume sous l'effet de la restructuration en cours tout en enregistrant +1,4% à enseignes comparables.

En province, Saint-Genis 2 (+6,6%), Labège 2 à Toulouse (+7,4%) et Nice Etoile (+6,0%) ont les plus fortes progressions à enseignes comparables. Cité Europe est stable grâce à un bon mois de juin.

Dans un contexte de rareté d'offre à la vente de centres commerciaux de qualité, le renforcement de la demande des investisseurs français et internationaux, constaté au cours des années précédentes sur le marché de l'investissement dans les centres commerciaux en France, s'est poursuivi au cours du premier semestre 2007. Cette situation a engendré une nouvelle compression des taux de rendement sur l'ensemble des classes d'actifs.

#### Activité du Pôle Centres Commerciaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007

Pôle Centres Commerciaux	2007-S1	2006-S1
Revenus locatifs commerces	133,2	121,7
Charges nettes d'exploitation	- 4,7	- 8,8
Charges locatives non récupérées	- 1,1	- 1,6
Charges sur immeubles	- 0,6	- 4,0
Honoraires de gestion immobilière	- 3,1	- 3,1
Foncier	- 1,5	- 1,5
<b>= Loyers nets</b>	<b>127,0</b>	<b>111,5</b>
Frais de gestion des actifs	- 3,1	- 2,6
<b>RESULTAT OPERATIONNEL RECURRENT</b>	<b>123,9</b>	<b>108,9</b>
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1,5	1,7
Intérêts sur créances	0,3	0,5
<b>RESULTAT SECTORIEL RECURRENT</b>	<b>125,7</b>	<b>111,0</b>

Les revenus locatifs bruts du Pôle Centres Commerciaux s'élèvent à 133,2 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2007, contre 121,7 M€ sur la même période 2006, soit une progression de 9,4 %.

Les loyers nets ressortent à 127,0 M€ en progression de 13,9 % par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006. Cette progression de 15,5 M€ se décompose ainsi :

- + 2 M€ sont générés par les acquisitions au 1<sup>er</sup> semestre 2006 du centre commercial d'Etrembières et de lots de copropriété dans le centre de Toulouse Labège ;
- + 2 M€ proviennent d'acquisitions de lots de copropriété (Maine Montparnasse, Vélizy 2, Rosny 2, Aquaboulevard) et de la mise en service de la zone restaurants de Carré Sénart 2 ;
- -2,1 M€ du fait des cessions principalement de Chelles 2 en janvier 2007 ;
- +3 M€ de reprise de provision pour risque sur Nice Etoile ;
- +10,6 M€ correspond à la progression des loyers nets à périmètre constant. Elle représente une hausse de 9,8% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006 composée de :
  - ✓ 5,5 % au titre de l'indexation
  - ✓ 6,4 % généré par la signature des nouveaux baux
  - ✓ -3,6% dû aux résiliations
  - ✓ 1,5 % provenant des gains de loyer sur les renouvellements.

166 nouveaux baux ou renouvellements ont été signés au 1<sup>er</sup> semestre 2007 (183 sur le 1<sup>er</sup> semestre 2006), pour une base locative de 21,8 M€ en année pleine.

- L'activité de renouvellement des baux échus a été soutenue avec 61 signatures sur le semestre, générant un gain de loyer en année pleine de 1,5 M€.
- 105 commercialisations nouvelles et recommercialisations ont été conclues pour 15,9 M€ de loyer en année pleine, alors que sur la même période 54 départs étaient enregistrés pour une perte de loyer de 5,1 M€.

Au global et à iso-surface, les opérations de renouvellement et de recommercialisation ont généré une progression de 47% du loyer minimum garanti.

Au 30.06.2007, le portefeuille des baux du Pôle Centres Commerciaux représente un montant cumulé de loyers en année pleine, hors loyers variables et autres produits, de 243 M€.

Ils se répartissent par date de fin de bail et par date de prochaine option de sortie selon l'échéancier suivant :

<sup>3</sup> European Public Real Estate Association

<sup>4</sup> Note de conjoncture INSEE juin 2007

<sup>5</sup> Unibail en % consolidé, hors hypermarchés, copropriétaires et CA estimés permanents, hors Chelles 2 et hors Euralille.



Échéancier des baux du Pôle Commerces (M€)				
	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
Baux échus + parkings	24,3	10,0%	24,3	10,0%
2007	2,8	1,1%	2,8	1,1%
2008	77,5	31,9%	8,7	3,6%
2009	60,2	24,8%	14,5	6,0%
2010	68,0	28,0%	27,9	11,5%
2011	2,7	1,1%	19,9	8,2%
2012	1,8	0,7%	41,3	17,0%
2013	0,1	0,1%	17,1	7,0%
2014	1,3	0,5%	19,8	8,2%
2015	-	0,0%	17,4	7,2%
2016	0,5	0,2%	19,8	8,1%
2017	2,3	0,9%	26,2	10,8%
Au delà	1,6	0,7%	3,3	1,4%
<b>Total des loyers</b>	<b>243,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>243,0</b>	<b>100,0%</b>

Le taux d'effort moyen<sup>6</sup> des locataires dans les centres Unibail s'élève à 10,9 %, contre 10,8 % au 31.12.2006.

Le taux de vacance financière au 30.06.2007 ressort à 1,3 % (dont 0,1% de vacance stratégique) contre 1,8 % au 31.12.2006. Les loyers des surfaces vacantes en service représentent 3,3 M€ en année pleine.

Les surfaces en cours de restructuration au Cnit représentent un potentiel de loyer complémentaire évalué à 7,2 M€.

Après intégration de la quote-part de résultat d'Euralille (1,5 M€), centre détenu par une société consolidée par mise en équivalence, et des revenus de la créance associée (0,3 M€), ainsi que des frais de gestion d'actifs sur le portefeuille (- 3,1 M€), le résultat des activités récurrentes du Pôle Centres Commerciaux s'élève à 125,7 M€ au 30.06.2007 contre 111 M€ au 30.06.2006.

Le centre de Chelles 2, sous promesse de vente au 31.12.2006, a été effectivement cédé le 19.01.2007 pour 88,1 M€. Cette cession ne dégage pas de plus value au 1<sup>er</sup> semestre 2007 puisque l'actif avait été mis à sa juste valeur au bilan du 31.12.2006 sur la base de la promesse de vente, comptabilisant ainsi une plus value de 17,7% sur l'exercice 2006.

Les investissements du pôle Centres Commerciaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007 se sont élevés à 152,1 M€ (136,7 M€ en quote-part du groupe).

- Unibail a acquis, au 1<sup>er</sup> semestre pour 13,2 M€, des lots de copropriété dans le centre commercial de Maine Montparnasse ainsi que des lots dans la zone commerciale jouxtant Vélizy 2.
- La position du groupe a été renforcée dans le centre de Labège à Toulouse et dans Rosny 2 par l'acquisition de lots complémentaires pour un coût total de 8,4 M€.
- 45,7 M€ ont été investis (33,2 M€ en quote part) pour des travaux de rénovation et d'extension des centres existants, essentiellement les Quatre Temps et le Cnit.
- 72,8 M€ ont été consacrés aux projets de construction de nouveaux centres, essentiellement les Docks de Rouen (22,5 M€), Lyon Confluence (19,1 M€) Strasbourg Rivétoile (13,5 M€) dont l'ouverture est programmée en 2008, et le retail park de Carré Sénart II (11,5 M€) dont la livraison interviendra en octobre 2007 ;
- 12 M€ de frais financiers, indemnités d'éviction, honoraires de commercialisation et frais internes ont été immobilisés.

Après l'obtention définitive des autorisations administratives en juin, les travaux de l'extension de Labège 2 seront engagés au

second semestre qui sera par ailleurs marqué par deux livraisons importantes : le retail park de 16 000 m<sup>2</sup> à Carré Sénart et l'extension de la zone est des Quatre Temps.

Le 19 juillet, le groupe a acquis « A l'Usine », un centre de magasins de déstockage de 18 000 m<sup>2</sup> situé à Roubaix et comprenant 85 boutiques.

La valeur du patrimoine de Centres Commerciaux inscrite au bilan au 30.06.2007 s'élève à 5 567 M€ hors droits dont 5 309 M€ comptabilisés en immeubles de placement<sup>7</sup> et donc mis à juste valeur sur la base des expertises confiées à CB Richard Ellis Bourdais (voir chapitre Actif Net Réévalué ci après).

La variation de juste valeur de ces immeubles génère un produit de 322 M€ au compte de résultat du 30.06.2007, auquel s'ajoute 4,1 M€ de variation de valeur des titres de la SCI du Triangle des Gares propriétaire de centre commercial Euralille, mis en équivalence.

La valeur du patrimoine de Centres Commerciaux issu de Rodamco inscrite au bilan au 30.06.2007 s'élève à 10 329 M€ hors droits.

### 3.2 Pôle Bureaux

#### Le marché des bureaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007<sup>8</sup>

Avec près de 1,4 millions de m<sup>2</sup> loués en Ile de France, soit un niveau équivalent à la demande placée au 1<sup>er</sup> semestre 2006, les 6 mois écoulés confortent les estimations d'une demande placée à fin d'année d'environ 2,7 millions de m<sup>2</sup> loués.

Paris et l'Ouest parisien polarisent 72 % des volumes commercialisés, les secteurs d'affaires traditionnels renforcent encore leur position dominante en Ile de France.

Si les petites et moyennes surfaces expliquent la progression de la demande placée du quartier central des affaires (+ 24 % en volume au 1<sup>er</sup> semestre 2007 versus 1<sup>er</sup> semestre 2006), les transactions sur des grandes surfaces ont largement contribué au dynamisme du secteur de La Défense (+17 % en volume au 1<sup>er</sup> semestre 2007 versus 1<sup>er</sup> semestre 2006).

Les surfaces neuves ou restructurées ont capté un tiers de la demande placée. La tension sur les offres neuves accélère les pré-commercialisations d'où une dégradation de la qualité de l'offre immédiate. Les surfaces neuves ou restructurées ne représentent plus ainsi que 20 % du volume disponible qui se maintient autour de 2,4 millions de m<sup>2</sup>.

Le taux de vacance francilien, stabilisé à 5%, masque des disparités. La baisse des taux de vacance se poursuit dans les quartiers d'affaires traditionnels (3,8 % dans le quartier central des affaires, 4,5 % à La Défense) tandis que les taux restent élevés dans certains secteurs périphériques, tel le nord de Paris.

L'augmentation des loyers faciaux reflète la baisse des taux de vacance. Face à la raréfaction des immeubles de bonne qualité et bien localisés, les loyers « prime » poursuivent leur hausse (+ 10,5 % sur le 1<sup>er</sup> semestre 2007 dans le quartier central des affaires).

De même, les avantages commerciaux consentis par les bailleurs se réduisent.

<sup>6</sup> Le taux d'effort est le rapport : (loyers + totalité des charges facturées y compris les frais des GIE des commerçants) / chiffres d'affaires des commerçants locataires.

<sup>7</sup> Auxquels s'ajoutent 171,6 M€ pour les centres en construction et 86,3 M€ pour les centres consolidés par mise en équivalence

<sup>8</sup> Sources : Données Immostat / Atisreal / CBRE

L'investissement en immobilier d'entreprise continue d'attirer les investisseurs, avec un total investi de 13,3 milliards d'euros. Le secteur bureaux représente 76 % des engagements au 1<sup>er</sup> semestre 2007 soit 10,1 milliards d'euros. Le succès de ce type d'actifs s'explique par les fondamentaux du marché : la faiblesse des taux de vacance (en particulier dans les secteurs d'affaires traditionnels), le bon volume des commercialisations et la hausse des valeurs locatives. Dans un marché où l'offre en immeubles de qualité aux revenus sécurisés se fait rare, l'abondance des capitaux à investir entraîne la baisse des taux de rendement ; les taux de rendement des immeubles « prime » atteint ainsi 3,6 % à Paris quartier central des affaires.

### Activité du Pôle Bureaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007

Pôle Bureaux	2007-S1	2006-S1
Revenus locatifs bureaux	77,5	67,7
Charges nettes d'exploitation	- 4,0	- 4,0
Charges locatives non récupérées	- 1,8	- 2,2
Charges sur immeubles	- 2,0	- 1,4
Honoraires de gestion immobilière	- 0,2	- 0,5
Foncier	- 0,0	- 0,0
<b>= Loyers nets</b>	<b>73,5</b>	<b>63,7</b>
Frais de gestion des actifs	- 2,2	- 2,2
<b>RESULTAT OPERATIONNEL RECURRENT</b>	<b>71,3</b>	<b>61,5</b>
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	- 0,9	1,8
Intérêts sur créances	4,3	4,0
<b>RESULTAT SECTORIEL RECURRENT</b>	<b>74,7</b>	<b>67,3</b>

Les revenus locatifs bruts du 1<sup>er</sup> semestre 2007 s'élèvent 77,5 M€, enregistrant une progression de 9,8 M€ par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006, dont les quatre principales composantes sont :

- 8,7 M€ de progression des loyers sur le périmètre constant, intégrant 1,9 M€ d'indemnités de départs anticipés de locataires<sup>9</sup> ;
- 7,5 M€ de loyer supplémentaire provenant des mises en service de la partie Murat de Capital 8-Paris 8<sup>ème</sup> et de du 44 Lisbonne-Paris 8<sup>ème</sup> ;
- 6,8 M€ de perte de loyer des immeubles cédés en 2006, 41 rue Ybry à Neuilly, 189 bd Malesherbes-Paris 17<sup>ème</sup>, 31 rue du Colisée-Paris 8<sup>ème</sup>, 70 bd de Courcelles-Paris 17<sup>ème</sup> et Palais du Hanovre-Paris 9<sup>ème</sup> ;
- Un gain de 0,5 M€ de loyer sur les bureaux du CNIT bien que la majeure partie des surfaces soit en cours de rénovation.

Les loyers nets du Pôle Bureaux ressortent au 1<sup>er</sup> semestre 2007 à 73,5 M€ contre 63,7 M€ sur la même période de 2006.

A périmètre constant, les loyers nets progressent de 18,6% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006. Cette progression de 10,3 M€ s'analyse ainsi :

- L'indexation des loyers permet d'enregistrer 2,5 M€ de revenus complémentaires par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006 (+ 4,6 %).
- Les nouveaux baux signés ont produit 8,5 M€ sur la période, soit +15,3 %.
- Les renouvellements ont permis de capter 1,4 M€ de loyers complémentaires (+2,5%).
- Les départs de locataires ont généré une perte nette de loyer de 3,7 M€ par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006 (après prise en compte de 1,9 M€ d'indemnités perçues pour les départs anticipés), soit -6,6 %.
- Le solde, soit 1,6 M€ provient d'une baisse des charges non récupérables : le ratio des loyers nets sur les loyers bruts passe de 93,9 % au 1<sup>er</sup> semestre 2006 à 97,0 % au 1<sup>er</sup> semestre 2007.

<sup>9</sup> 7 Adenauer-Paris 16<sup>ème</sup> et Issy Guynemer

Les commercialisations et les augmentations de surfaces signées au 1<sup>er</sup> semestre 2007 ont porté sur 22 780 m<sup>2</sup> générant 13,4 M€ de loyer en année pleine. Les plus significatives<sup>10</sup> ont porté sur :

- Les Villages à La Défense : 11 500 m<sup>2</sup> loués à la Société Générale et Star GT Acquisition (Société du Louvre) ;
- 44 Lisbonne-Paris 8<sup>ème</sup> : la totalité de l'immeuble (4.023 m<sup>2</sup>) loué à AT Kearney ;
- Capital 8-Paris 8<sup>ème</sup> : 4 230 m<sup>2</sup> loués dont 2 833 m<sup>2</sup> au cabinet d'avocats américains Dechert Price & Rhoads, et de plus petites surfaces à Rothschild & Cie Banque et AS Watson.

Les niveaux de loyers obtenus atteignent 430 €/m<sup>2</sup> à La Défense et de 720 à 785 €/m<sup>2</sup> sur Paris 8<sup>ème</sup> en progression par rapport aux locations du semestre précédent.

Trois libérations anticipées à l'initiative du preneur ont été enregistrées moyennant le versement par les locataires d'indemnités dont 1,9 M€ comptabilisés au 1<sup>er</sup> semestre. Elles représentent, sur la base des baux des locataires sortants, une perte de loyer en année pleine proche de 6 M€, mais ouvrent l'opportunité à des revalorisations de loyer très importantes notamment sur l'immeuble du 7 Adenauer-Paris 16<sup>ème</sup> qui fera l'objet d'une rénovation au 1<sup>er</sup> semestre 2008.

Au 30.06.2007, le portefeuille des baux du Pôle Bureaux représente un montant cumulé de loyer en année pleine de 180,4 M€, dont les échéances (option de sortie et fin de bail) sont données dans le tableau ci dessous.

Échéancier des baux du Pôle Bureaux (M€)				
Années	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
Echus à renouveler	1,3	0,7%	1,3	0,7%
2007	8,8	4,9%	8,8	4,9%
2008	31,9	17,7%	2,8	1,5%
2009	22,5	12,5%	15,2	8,4%
2010	29,2	16,2%	1,3	0,7%
2011	10,2	5,6%	5,5	3,1%
2012	6,8	3,8%	6,9	3,8%
2013	11,1	6,2%	49,7	27,5%
2014	4,3	2,4%	16,1	8,9%
2015	25,5	14,1%	33,6	18,6%
2016	18,9	10,5%	28,2	15,6%
2017			0,4	0,2%
Au-delà	9,8	5,4%	10,6	5,9%
<b>Total des loyers</b>	<b>180,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>180,4</b>	<b>100,0%</b>

Les loyers potentiels sur les surfaces vacantes des immeubles en service au 30.06.2007 représentent 15,2 M€. Le taux de vacance financière chute de 14,2% au 31.12.2006 à 7,8% au 30.06.2007.

Au 30.06.2007, la vacance financière est constituée pour 72% par Capital 8 et pour le solde par le 39/41 Cambon et le Cnit pour la partie hors rénovation. Sur les 63 422 m<sup>2</sup> de l'ensemble Capital 8, 14.770 m<sup>2</sup> restent à commercialiser (hors GIE).

Les loyers potentiels des surfaces des immeubles en rénovation (Cnit et 12 Mail) sont évalués à 11,3 M€.

Aux loyers nets des sociétés consolidées en méthode globale viennent s'ajouter la quote part de résultat des 49 % détenus dans la SCI Karanis propriétaire de Cœur Défense et consolidée par mise en équivalence, ainsi que les revenus du prêt accordé à cette société, pour un montant total de 3,4 M€.

<sup>10</sup> Les surfaces sont en m<sup>2</sup> pondérés, sauf indiqué



Sous déduction des frais de gestion des actifs (2,2 M€), le résultat récurrent du Pôle Bureaux ressort à 74,7 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2007, contre 67,3 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2006.

Aucun immeuble n'a été cédé au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2007, mais 3 promesses ou négociations avancées étaient en cours au 30 juin et ont été signées en juillet.

- La plus importante est la cession de la participation résiduelle de 49% que le groupe détenait dans Cœur Défense. Cette cession des parts de la société propriétaire s'est faite sur la base d'une valeur de l'immeuble de 2 110 M€, soit +21% par rapport à la dernière estimation. La cession est intervenue le 10 juillet.
- Le 27 Bassano-Paris 8<sup>ème</sup>, sous promesse depuis le 26.04.2007 a été cédé le 18.07.2007.
- Une promesse de vente a été signée le 19 juillet pour le 44 Lisbonne-Paris 8<sup>ème</sup>, récemment loué à AT Kearney.

Hors Cœur Défense, ces ventes représenteront au second semestre un total net vendeur de 98 M€, soit +32% par rapport aux évaluations du 31.12.2006.

Les investissements du Pôle Bureaux au 1<sup>er</sup> semestre 2007 se sont élevés à 82,8 M€ :

- 55,8 M€ pour les travaux de rénovation (essentiellement la Tour Ariane et le Cnit à La Défense) ;
- 12,7 M€ pour la construction de l'immeuble de Clichy dont la livraison est prévue en février 2008;
- 7,7 M€ pour les projets, principalement Phare et Majunga à La Défense ;
- Le solde, soit 6,7 M€, comprend les frais financiers immobilisés (2,9 M€), les honoraires de commercialisation et les frais internes capitalisés.

La valeur du patrimoine de bureaux inscrite au bilan au 30.06.2007 s'élève à 4 345,1 M€ hors droits, dont :

- 3 610,5 M€ comptabilisés en immeubles de placement et donc mis à juste valeur sur la base des expertises réalisées par DTZ Eurexi (voir chapitre Actif Net Réévalué ci après).
- 95,5 M€ classés en immeuble destinés à la vente : il s'agit des immeubles sous promesse ou négociations avancées au 30 juin mentionnés ci avant pour lesquels la valeur retenue est celle de la promesse de vente ;
- 106,9 M€ comptabilisés en immeuble d'exploitation (3/5 Malesherbes, siège d'Unibail-Rodamco et une partie du 70 Wilson, siège d'Exposium) et donc maintenus à leur coût historique ;
- 78,2 M€ pour les projets comptabilisés au coût de construction ;
- 454 M€ pour la participation de 49% dans Karanis (société propriétaire de Cœur Défense) et des prêts accordés à la SCI Karanis, sur la base des valeurs retenues pour la cession.

La variation de juste valeur des immeubles de placement depuis le 31.12.2006 génère un résultat de 392,7 M€, auquel s'ajoute 208,2 M€ de variation de valeur des titres de la SCI Karanis, propriétaire de Cœur Défense, mis en équivalence.

La valeur du patrimoine de bureaux et locaux d'activité issu de Rodamco inscrite au bilan au 30.06.2007 s'élève à 998,0 M€ hors droits.

### 3.3 Pôle Congrès-Expositions

Le résultat du Pôle Congrès-Expositions est constitué par :

- Le résultat opérationnel de l'activité de gestion des sites d'expositions, lequel se compose des loyers nets et du résultat des prestations de services fournies par Paris Expo aux organisateurs et exposants.
- Les loyers nets des hôtels Cnit-Hilton et Méridien-Montparnasse.
- Le résultat opérationnel de l'activité organisation de salons (Exposium).

Pôle Congrès Expositions	2007-S1	2006-S1
Revenus locatifs congrès expositions	49.1	54.8
Charges nettes d'exploitation	- 19.1	- 19.0
Foncier	- 4.7	- 6.0
<b>= Loyers nets</b>	<b>25.2</b>	<b>29.8</b>
Honoraires de prestations de services	23.1	26.7
Charges nettes d'exploitation	- 16.8	- 19.6
<b>= Prestations de services sur sites</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>
<b>Résultat opérationnel sites congrès exposition (Paris Expo)</b>	<b>31.5</b>	<b>36.9</b>
Revenus locatifs des hôtels	6.8	5.8
Charges nettes d'exploitation	- 0.0	0.3
<b>Résultat opérationnel hôtels</b>	<b>6.8</b>	<b>6.1</b>
Revenus organisation de salons	52.5	59.0
Charges nettes d'exploitation	- 49.4	- 47.2
<b>Résultat opérationnel organisateur de salons (Exposium)</b>	<b>3.1</b>	<b>11.7</b>
Dotations aux amortissements corporels	- 1.8	- 1.8
Dotations aux amortissements incorporels	- 1.7	- 1.7
<b>Résultat opérationnel congrès expositions</b>	<b>37.8</b>	<b>51.1</b>
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	0.3	- 0.1
<b>RÉSULTAT SECTORIEL CONGRÈS EXPOSITIONS</b>	<b>38.2</b>	<b>51.0</b>

#### Activité de gestion de sites de congrès-expositions (Paris Expo)

Le chiffre d'affaires global de l'activité Paris Expo s'établit à 72,2 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2007 contre 81,5 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2006 et 72,4 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2005.

Il est rappelé que les années paires qui accueillent la majorité des salons biennaux importants<sup>11</sup> sont systématiquement plus actives que les années impaires.

L'apparente stabilité de l'activité par rapport à 2005 (année comparable) provient de la fermeture du site du Cnit depuis le 31 mars 2007, et dont les travaux de rénovation s'achèveront en octobre 2007. Hors le Cnit, la croissance de chiffre d'affaires ressort à +3,7 % par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2005.

#### Les salons :

La stratégie engagée depuis maintenant plusieurs années continue à porter ses fruits. Paris Expo poursuit sa croissance qui découle d'une part de l'arrivée de nouveaux salons et d'autre part de la croissance des salons existants, compensée par une légère réduction du temps d'occupation des sites par chaque manifestation (contraction des temps de montage et démontage).

Les sites de Paris expo ont connu, sur le 1<sup>er</sup> semestre 2007, la création de 13 nouveaux salons, en croissance comparativement à l'an passé, signe d'une tendance favorable à l'activité des salons en Ile de France.

La tendance constatée les années précédentes sur le visitorat se confirme sur ce 1<sup>er</sup> semestre 2007 avec un accroissement du nombre de visiteurs sur les salons professionnels et manifestations Grand Public, notamment sur le site de la Porte de Versailles. Cette croissance a été favorisée par la mise en service de la ligne de Tramway sur les boulevards de Maréchaux, lequel

<sup>11</sup> Mondial de l'Automobile, Interclima/idéobain, Equip'hôtels...

permettra, dès l'ouverture du tramway Val de Seine en cours de construction, de bénéficier d'une zone de chalandise de plus de 3 millions de personnes à moins de 30 minutes du Parc des Expositions de la Porte de Versailles.

#### Les événements d'entreprise :

124 manifestations ont été accueillies ce semestre sur les sites du groupe, fruit d'une politique grands comptes et de partenariats établis avec les agences d'événements, prescripteurs des espaces de Paris expo.

#### Les congrès :

Ce segment, qui représente moins de 5% du chiffre d'affaires de Paris expo, poursuit son développement avec deux nouveaux congrès accueillis ce semestre (1 national et 1 international).

Activités locatives et de prestations confondues, le résultat opérationnel de Paris Expo s'établit sur le 1<sup>er</sup> semestre respectivement à 31,5 M€ en 2007, 36,9 M€ en 2006 et 31,2 M€ en 2005. Hors l'effet de la fermeture du CNIT, la progression par rapport à 2005, année comparable, est de 5,1%.

Les hôtels Méridien-Montparnasse et Hilton-Cnit, rattachés au pôle congrès expositions, font ressortir un résultat de 6,8 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2007 (6,1 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2006).

Les investissements réalisés sur les sites gérés par Paris Expo au 1<sup>er</sup> semestre 2007 s'élèvent à 7,2 M€ et concernent principalement la rénovation du Cnit (5,3 M€) qui ouvrira dans sa nouvelle configuration en octobre 2007 et le Parc des Expositions de la Porte de Versailles (1,4 M€).

La valeur du patrimoine des sites de congrès-expositions et des hôtels inscrite au bilan au 30.06.2007 s'élève à 872,8 M€ (hors droits).

#### Activité Exposium

L'année 2007, compte tenu des fréquences des différents salons d'Exposium, est une année de faible activité, alors que 2006 avait vu la conjonction favorable des tenues de salons biennaux et triennaux.

Treize salons se sont tenus au 1<sup>er</sup> semestre 2007, le plus important d'entre eux étant le SIMA (Salon International du machinisme Agricole) à Paris Nord Villepinte, avec un visitorat en hausse de 6% par rapport à la précédente session.

Le Salon du meuble, dont la session de janvier 2007 n'a pas permis d'atteindre les objectifs que s'était fixé le groupe, a été cédé en dégageant une plus value de 0,2 M€ sur son prix d'acquisition en 2006.

Le chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2007 s'élève à 52,5 M€.

La contribution d'Exposium au résultat opérationnel consolidé d'Unibail au 1<sup>er</sup> semestre 2007 s'élève à 3,1 M€, sans comparaison possible avec le 1<sup>er</sup> semestre 2006 (+11,7 M€) du fait de la saisonnalité mentionnée ci-dessus.

Au 1<sup>er</sup> semestre 2007, Exposium a acquis pour 1,8 M€ 3 salons dans le secteur du tourisme qui viennent compléter, sous l'enseigne Mahana, la gamme des salons provinciaux de tourisme.

Le fait marquant du semestre pour le pôle congrès expositions est bien entendu l'accord signé le 5 juin 2007 avec la Chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP) par lequel les activités des 2 entités seront regroupées à effet du 1<sup>er</sup> janvier 2008. Sous réserve des agréments en cours par les autorités concernées, se constituera ainsi un leader européen dans le domaine des congrès

et salons, regroupant les grands sites parisiens (le Palais des congrès de la porte Maillot, le parc des expositions de la Porte de Versailles, Paris Nord Villepinte, Le Bourget, le Cnit, le Carrousel du Louvre, l'Espace Champerret, l'Espace Grande Arche et le Palais des sports), ainsi que deux organisateurs de premier plan (Exposium et Comexpo).

### **3.4 Autres prestations de services**

Ce secteur d'activité regroupe les résultats d'Espace Expansion (gestion immobilière et maîtrise d'ouvrage déléguée) et U2M (animations et multimédia dans les centres commerciaux).

La contribution globale de ces deux sociétés au résultat s'élève, au 1<sup>er</sup> semestre 2007, à 1,6 M€.

## **4. Résultat au 30 juin 2007**

Les charges d'exploitation, non affectables à chacun des pôles s'élèvent à 4,9 M€ contre 5,8 M€ au premier semestre 2006. Elles comprennent principalement les frais de siège et les charges communes à toutes les activités.

Les frais engagés pour l'étude d'opérations de développement et restant en charge du fait du non aboutissement se sont élevés à 1 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2007.

La rubrique « divers » enregistre :

- le résultat du portefeuille de crédit bail, dont l'encours résiduel géré en extinction s'élève à 10,9 M€ au 30.06.2007, pour un montant de 2,9 M€, provenant largement d'une levée d'option d'achat d'un dossier.
- 12,3 M€ de reprise de provision pour risque, suite au dénouement du litige introduit par Accor sur les modalités de fusion de la société Cnit-SA dans Unibail en 2000.
- 2,4 M€ de charges engagées pour le rapprochement des équipes d'Unibail et de Rodamco en France.

La somme des résultats opérationnels des pôles présentés dans le compte de résultat sectoriel, après déduction des frais et charges communes, forme le Résultat Opérationnel Net, tel qu'il apparaît au compte de résultat au format EPRA, de 953,1 M€ (dont 713 M€ provenant des cessions et des mises à juste valeur<sup>12</sup>).

<b>Décomposition du Résultat Opérationnel Net 1er semestre 2007</b>	<b>global</b>	<b>dont récurrent</b>
Pôle bureaux	464,0	71,3
Pôle centres commerciaux	444,2	123,9
Pôle congrès expositions	37,8	37,8
Prestations de services immobiliers	1,6	1,6
Autres charges et produits	5,4	5,4
<b>Résultat Opérationnel Net</b>	<b>953,1</b>	<b>240,0</b>

<sup>12</sup> Hors celles des actifs détenus par les sociétés mise en équivalence (Cœur Défense et Euralille)

### Frais financiers

Les frais financiers nets totaux supportés par le groupe s'élèvent à 51 M€, dont 6,4 M€ de frais générés par le financement des opérations de construction et immobilisés.

La charge nette de l'endettement financier ressort donc à 44,6 M€.

Le taux moyen de la dette du Groupe s'élève à 3,6% au 1<sup>er</sup> semestre 2007, contre 3,5 % sur l'année 2006. La politique de refinancement d'Unibail-Rodamco est décrite au chapitre « Ressources financières » ci-après.

Dans un contexte de hausse des taux, les instruments financiers dérivés (swaps et caps) ont enregistré une hausse de valeur de 98,3 M€ par rapport au 31.12.2006. Conformément aux options retenues par Unibail pour l'application de la norme IAS 39, ce montant est constaté en produit au compte de résultat.

L'actualisation des provisions et des dettes (notamment celle correspondant au paiement sur 4 ans de l'impôt de sortie pour le régime SIIC), génère une charge de 1,3 M€.

### Fiscalité

L'impôt comptabilisé pour les sociétés ne bénéficiant pas de l'exonération du régime SIIC s'élève à 5,6 M€, dont 1,1 M€ sont imputables au résultat des activités récurrentes taxables (Paris Expo Porte de Versailles, Expositum et ses filiales, Espace Expansion). Le solde soit 4,5 M€ correspond principalement aux impôts différés sur les variations de valeur des actifs immobiliers hors du régime SIIC.

A l'issue d'un contrôle fiscal d'Unibail holding portant sur les exercices 2004 et 2005, une provision de 16,8 M€ avait été constituée au bilan 2006. Une partie du redressement ayant été abandonné, une reprise de provision de 7,6 M€ est effectuée au 30.06.2007.

**Le résultat net consolidé après impôts au 30.06.2007 s'élève à 1 225,6 M€ contre 1 125,6 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2006.**

La part des minoritaires dans ce résultat s'élève à 81,6 M€. Elle concerne principalement les centres commerciaux des Quatre Temps et du Forum des Halles ainsi que quelques sociétés du groupe Expositum.

**Le résultat net consolidé en part du groupe du 1<sup>er</sup> semestre 2007 s'élève à 1 143,9 M€ se décomposant en :**

- **186,7 M€ de résultat net récurrent**
- **957,2 M€ provenant des effets des mises à justes valeurs et des résultats de cessions.**

Le nombre moyen d'actions sur l'exercice sur la période ressort à 46 142 271.

**Le Résultat Net Récurrent par action s'élève à 4,05 € au 1<sup>er</sup> semestre 2007, enregistrant ainsi une progression de 22% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2006.**

## **5. Perspectives**

Les résultats au 30.06.2007 traduisent une excellente performance opérationnelle du groupe sur le 1<sup>er</sup> semestre.

Ils permettent de confirmer l'objectif annoncé d'une croissance du résultat net récurrent par action d'Unibail-RODAMCO de plus de 15 % sur l'année 2007, intégrant les effets du rapprochement avec Rodamco au 2<sup>ème</sup> semestre.

## ACTIF NET RÉÉVALUÉ AU 30 JUIN 2007

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation part du groupe UNIBAIL-RODAMCO au 30.06.2007, après prise en compte de l'impact de l'OPE sur RODAMCO, s'élève à 159,7 € par action totalement dilué, en hausse de 13,6% par rapport au 31.12.2006.

La création de valeur sur le semestre s'élève à 21,10 € par action, si l'on ajoute à la croissance d'ANR de 19,10 € par action la distribution de 2 € par action effectuée sur le semestre.

### 1. PATRIMOINE DU GROUPE

Le patrimoine du Groupe Unibail-Rodamco s'établit à 23 879 M€ au 30.06.2007, droits de mutation et frais inclus. A cette date, le patrimoine issu d'Unibail (avant l'impact de l'OPE sur Rodamco) se monte à 12 004 M€, auquel vient s'ajouter la valeur des actifs Rodamco pour 11 875 M€ :

Evaluation du patrimoine par Pôle UNIBAIL-RODAMCO (Droits inclus)	31.12.2006 UNIBAIL		30.06.2007 UNIBAIL (avant OPE)		30.06.2007 Impact RODAMCO		30.06.2007 UNIBAIL-RODAMCO	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	5 523	51%	5 905	49%	10 833	91%	16 738	70%
Bureaux et Industrie	3 904	36%	4 665	39%	1 042	9%	5 707	24%
Sites de Congrès-Expositions	936	9%	943	8%		0%	943	4%
Services (Exposium et Espace Expansion)	493	5%	492	4%		0%	492	2%
<b>Total</b>	<b>10 856</b>	<b>100%</b>	<b>12 004</b>	<b>100%</b>	<b>11 875</b>	<b>100%</b>	<b>23 879</b>	<b>100%</b>

Sans tenir compte des actifs Rodamco, l'évolution du patrimoine de Unibail passe de 10 856 M€ à 12 004 M€ entre le 31.12.2006 et le 30.06.2007. A périmètre constant, l'augmentation de valeur sur six mois de l'ensemble des actifs, net des investissements, s'élève à + 807 M€, soit +7,9% par rapport au 31.12.2006.

Evaluation du patrimoine par Pôle UNIBAIL avant OPE (Droits inclus) (1)	31.12.2006		30.06.2007		Evolution à périmètre constant au 30.06.2007 (2)		Evolution à périmètre constant net des investissements au 30.06.2007	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	5 523	51%	5 905	49%	382	7,4%	339	6,6%
Bureaux	3 904	36%	4 665	39%	530	14,7%	468	13,0%
Sites de Congrès-Expositions	936	9%	943	8%	6	0,6%	1	-0,1%
Services (Exposium et Espace Expansion)	493	5%	492	4%	-	0,0%	-	0,0%
<b>Total</b>	<b>10 856</b>	<b>100%</b>	<b>12 004</b>	<b>100%</b>	<b>919</b>	<b>9,0%</b>	<b>807</b>	<b>7,9%</b>

(1) Sur le périmètre de consolidation comptable, en droits et frais inclus.

L'évaluation du patrimoine intègre :

- Les valeurs d'expertise de tous les immeubles du patrimoine ;
- La valeur de marché des participations dans les sociétés immobilières mises en équivalence et les prêts accordés à ces sociétés (SCI Karanis qui détient Cœur Défense et SCI Triangle des Gares qui détient le centre commercial Euralille-Lille) ; pour Karanis, la valeur de marché a été déterminée sur la base de la cession qui s'est effectuée le 10.07.2007.
- La valeur d'entreprise du groupe Exposium au 31.12.2006 (évaluation annuelle) à laquelle on a ajouté la valeur des acquisitions et enlevé la valeur des cessions ainsi que la valeur de la société Espace Expansion au 31.12.2006 (évaluation annuelle).

(2) Principales variations de périmètre au cours de l'exercice 2006 :

- Cession du Centre Commercial de Chelles 2.
- Acquisitions de lots de copropriété dans les centres commerciaux de Labège, Maine Montparnasse et Vélizy avenue de l'Europe.
- Acquisition par Exposium des fonds de commerces et des marques de 3 salons pour un prix d'acquisition total de 15,3 M€ et cession du Salon du Meuble pour 17,5M€.

L'évolution à périmètre constant est calculée hors les variations mentionnées ci-dessus.

Pour mémoire, la valeur du patrimoine de Rodamco est passé de 10 977 M€ au 31.12.2006 à 11 875 M€ au 30.06.2007 (+6,8% à périmètre constant net des investissements) :

Evaluation du patrimoine par Pôle RODAMCO (Droits inclus)	31.12.2006		30.06.2007		Evolution à périmètre constant au 30.06.2007 (1)		Evolution à périmètre constant net des investissements au 30.06.2007 (1)	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	10 034	91%	10 833	91%	703	6,9%	678	6,7%
Bureaux et Industrie	943	9%	1 042	9%	47	8,6%	46	8,5%
<b>Total</b>	<b>10 977</b>	<b>100%</b>	<b>11 875</b>	<b>100%</b>	<b>750</b>	<b>7,0%</b>	<b>724</b>	<b>6,8%</b>

(1) Y compris une perte de change de 41,5 M€.

Au 30.06.2007, 91,3% de la valeur du patrimoine du Groupe Unibail-Rodamco a fait l'objet d'une expertise externe.

Les experts qui évaluent les actifs de Rodamco font partie d'une liste restreinte déterminée par un nombre de critères exigeants, i.e. la réputation, la crédibilité, la compatibilité avec le 'RICS' (*Royal Institute of Chartered Surveyors*) et le 'ISVC' (*International Valuation Standards Committee*) et les codes de conduite. Cette liste est utilisée pour sélectionner les experts et comprend : CB Richard Ellis, Cushman & Wakefield, Healey & Baker, Jones Lang LaSalle et DTZ.

Une rotation par actif est effectuée tous les 3 ans.

Les experts qui évaluent le portefeuille issu d'Unibail depuis 2005 sont : DTZ Eurexi pour le Pôle Bureaux, CB Richard Ellis Bourdais pour le Pôle Centres Commerciaux et KPMG pour le Pôle Congrès-Expositions. Les hôtels Cnit-Hilton et Méridien-Montparnasse sont évalués par la société DTZ Eurexi depuis le 31.12.2006. Le groupe Exposium et la société Espace Expansion ont été évaluées au 31.12.2006 par PricewaterhouseCoopers.

Les évaluations incluent les frais et droits de mutation : elles représentent le montant qu'un acquéreur devrait payer pour reconstituer le patrimoine à l'identique. Les frais et droits de mutation sont retranchés dans un second temps pour les besoins de la comptabilisation au bilan en normes IFRS et du calcul de l'ANR, selon des méthodes distinctes détaillées au §3.6.

Les autres actifs (8,7%), qui ne sont pas expertisés au 30.06.2007, sont valorisés :

- A leur prix de vente pour les actifs en cours de cession (Cœur Défense, 44 Lisbonne, Bassano, 126 Jules Guesde) soit un peu plus de 2,3% du patrimoine total Unibail-Rodamco ;
- A leur prix de revient pour les immeubles en construction : essentiellement les centres en développement (notamment l'extension Forum Nacka en Suède, Badajoz en Espagne, Pankrac en République Tchèque, et les actifs suivants en France : Rivétoile à Strasbourg, Cour Oxygène à Lyon, Lyon Confluence, Docks de Rouen et Carré Sénart II pour la partie non livrée et Aéroville) et les projets du Pôle Bureaux (Phare et Majunga à La Défense et Clichy), ce qui représente 2% du patrimoine total Unibail-Rodamco.
- A la valeur d'acquisition pour les actifs achetés depuis moins de six mois, comprenant principalement les lots Go Sport de Marseille et Évreux ainsi que des lots acquis sur les centres commerciaux de Maine Montparnasse, Labège et Vélizy avenue de L'Europe. Ces actifs représentent 0,1% du patrimoine total Unibail-Rodamco.

- A la valeur d'expertise des trimestres précédents pour 75% des actifs 'high-street shops' aux Pays-Bas et en Belgique et qui représentent 2,1% du patrimoine total Unibail-Rodamco ; 25% du portefeuille des 'high-street shops' est évalué chaque trimestre.
- A la valeur d'expertise du 31.12.2006 pour les sociétés de service (Exposium et Espace Expansion), soit 2,1% de la valeur du patrimoine total Unibail-Rodamco, les sociétés de service étant évaluées sur une base annuelle.

### 1.1 Le Pôle Centres Commerciaux

La valeur du patrimoine immobilier de centres commerciaux d'Unibail-Rodamco est égale à la somme des estimations individuelles de chaque actif. Ainsi, la notion de « part de marché », représentée par le portefeuille d'actifs d'Unibail-Rodamco et qui a indiscutablement un sens -et une valeur- dans ce secteur, n'est pas valorisée.

#### Méthodologie utilisée par les experts

La base pour déterminer la juste valeur du portefeuille Unibail-Rodamco est la 'net open market value', qui correspond au montant estimé auquel un actif serait cédé le jour de l'évaluation lors d'une transaction aux conditions de marché entre un acheteur consentant et un vendeur consentant, après qu'un marketing approprié ait été effectué et où les parties agiraient en connaissance de cause, avec prudence et sans contrainte, ce montant incluant l'estimation des frais payés par l'acheteur pour devenir propriétaire.

La méthodologie utilisée privilégie une technique d'actualisation des flux futurs de trésorerie projetés (méthodologie utilisée en particulier pour les actifs d'Unibail) avec prise en compte d'une valeur de revente en fin de période déterminée par capitalisation des loyers nets de la dernière année ou par application d'un taux de capitalisation du loyer net.

Lorsque la méthodologie d'actualisation des flux futurs de trésorerie est employée, les valorisations obtenues sont confortées par l'expert par deux indicateurs : d'une part, le taux de capitalisation du loyer net (taux de rendement effectif, c'est à dire loyers nets à la date d'évaluation sur valeur de l'actif "acte en main", droits de mutation et frais d'acquisition inclus) et, d'autre part, la valeur au m².

Pour les parkings en exploitation, la méthode utilisée est également fondée sur une actualisation des flux financiers.



## Évolution du patrimoine de Centres Commerciaux Unibail-Rodamco :

Le patrimoine des Centres Commerciaux Unibail-Rodamco s'établit à 16 738 M€ au 30.06.2007, droits de mutation et frais inclus, y compris la valeur des actifs provenant de Rodamco au 30.06.2007 pour 10 833 M€.

Evaluation du patrimoine de Centres Commerciaux par région	Valeur Droits inclus en M€	Valeur Hors droits estimés en M€ (1)	Taux de rendement Hors droits estimés (2)
France	8 144	7 779	4,4%
Pays-Bas et Belgique	3 573	3 344	5,7%
Pays Nordiques (3)	1 812	1 792	4,9%
Espagne	1 791	1 745	5,1%
Europe Centrale	1 418	1 398	5,9%
<b>Total</b>	<b>16 738</b>	<b>16 059</b>	<b>4,9%</b>

(1) Valorisation hors droits et frais estimés (cf paragraphe 3.6).

(2) Loyer annualisé (y compris indexation au 01.01.2007) net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur hors droits et frais estimés, hors les centres consolidés par mise en équivalence (Euralille) et les centres en développement. Ce taux correspond au « Net current yield » défini par l'EPR.

Le taux initial net sur les centres commerciaux de Rodamco comparable aux données de Rodamco publiés au 31 décembre 2006 (basé sur la valeur de marché incluant les droits et frais de mutation) s'élève à 5,1% avec un rendement net initial de 4,5% pour les actifs français, 5,4% pour les actifs néerlandais et belges, 4,9% pour les actifs des pays nordiques, 5,0% pour les actifs espagnols et 5,8% pour ceux d'Europe Centrale. Ceci représente un taux de rendement global en baisse de 30 points de base au 1<sup>er</sup> semestre 2007.

(3) Le rendement résulte de l'évaluation combinée des bureaux et centres commerciaux dans les Pays Nordiques.

### Portefeuille issu d'Unibail :

La hausse de valeur des actifs du Pôle Centres Commerciaux issus d'Unibail à périmètre constant, droits et frais inclus, est de + 382 M€, soit +7,4% par rapport au 31.12.2006. Retraitée des montants des travaux, frais financiers, indemnités versées et honoraires immobilisés, la croissance de la valorisation des actifs à périmètre constant est de +6,6%, dont 0,9% provient de la hausse des loyers et 5,7% résulte de l'évolution des taux de capitalisation.

Evaluation du patrimoine de Centres Commerciaux par secteur géographique	Valeur Droits inclus en M€	Valeur Hors droits estimés en M€	Taux de rendement Hors droits estimés
Paris et RP	3 826	3 660	4,1%
Province (1)	1 827	1 741	4,6%
Développement	252	252	n/a
<b>Total</b>	<b>5 905</b>	<b>5 654</b>	<b>4,3%</b>

(1) Inclus la valorisation des titres de la SCI Triangles des Gares, société mise en équivalence et portant le centre commercial Euralille-Lille, ainsi que le prêt accordé à cette société.

Sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le rendement des actifs du pôle s'établit à 4,3% au 30.06.2007, qui se compare à un taux de 4,6% au 31.12.2006.

Pour mémoire, les actifs en exploitation du Pôle issus d'Unibail possèdent un potentiel de réversion des loyers de 22%, hors rénovations et extensions.

### Portefeuille issu de Rodamco :

Sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le rendement des actifs de Centres Commerciaux de Rodamco s'établit à 5,3% au 30.06.2007.

Evaluation du patrimoine de Centres Commerciaux par région	Valeur Droits inclus en M€	Valeur Hors droits estimés en M€	Taux de rendement Hors droits estimés
France	2 239	2 126	4,7%
Pays-Bas et Belgique	3 573	3 344	5,7%
Pays Nordiques	1 812	1 792	4,9%
Espagne	1 791	1 745	5,1%
Europe Centrale	1 418	1 398	5,9%
<b>Total</b>	<b>10 833</b>	<b>10 405</b>	<b>5,3%</b>

## Projets de développement et d'extension de centres commerciaux

Les projets de développement et d'extension de centres, bien que porteurs de plus-values potentielles, sont maintenus dans le patrimoine à leur coût historique jusqu'à leur livraison. Il s'agit principalement de

➤ En France : Strasbourg-Rivetoile, Cour Oxygène à Lyon, Lyon Confluence, Docks de Rouen, Carré Sénart II (pour la partie non livrée), Passages CMK à Bordeaux, Versailles-Chantiers, le projet Eiffel à Levallois, la partie « commerces » en restructuration du CNIT et le projet Aéroville (aéroport Paris Charles de Gaulle).

➤ Dans le reste de l'Europe : Forum Nacka en Suède, Badajoz en Espagne, Pankrac et Centry Most Land en République Tchèque ainsi que l'extension du Donauzentrum en Autriche.

Au 30.06.2007, les projets en développement du Pôle Centres Commerciaux représentent au bilan des deux entités combinées un coût historique total de 394M€.

## **1.2 Le Pôle Bureaux**

### Méthodologie retenue par l'expert

La base pour déterminer la juste valeur du portefeuille Unibail-Rodamco est la '*net open market value*', qui correspond au montant estimé auquel un actif serait cédé le jour de l'évaluation lors d'une transaction aux conditions de marché entre un acheteur consentant et un vendeur consentant, après qu'un marketing approprié ait été effectué et où les parties agiraient en connaissance de cause, avec prudence et sans contrainte, ce montant incluant l'estimation des frais payés par l'acheteur pour devenir propriétaire.

Le principe général de valorisation retenu repose sur l'application de deux méthodes : la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode par le rendement. La valeur vénale est estimée par l'expert sur la base des valeurs issues des deux méthodologies. Les résultats obtenus sont par ailleurs recoupés avec le taux de rendement initial et les valeurs vénales au m<sup>2</sup>.

## Évolution du patrimoine de bureaux Unibail-Rodamco :

Le patrimoine du Pôle Bureaux s'établit à 5 707 M€ au 30.06.2007, droits de mutation et frais inclus, y compris la valeur des actifs en provenance de Rodamco qui s'élève au 30.06.2007 à 1 042 M€ :



Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux et autres par région	Valorisation (Droits inclus)	
	M€	%
France	4 737	83%
PB et Belgique	392	7%
Pays Nordiques	375	7%
Espagne (Industrie)	140	2%
Europe Centrale	63	1%
<b>Total</b>	<b>5 707</b>	<b>100%</b>

Sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le rendement potentiel des surfaces totales (potential yield) du Pôle au 30.06.2007 s'établit à 5,4%.

Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux et autres	Valorisation Droits inclus en M€	Valorisation Hors droits estimés en M€	Taux de rendement potentiel (1)
France	4 737	4 592	5,2%
PB et Belgique	392	367	6,8%
Pays Nordiques (2)	375	369	5,1%
Espagne (Industrie)	140	136	6,2%
Europe Centrale	63	61	8,9%
<b>Total</b>	<b>5 707</b>	<b>5 526</b>	<b>5,4%</b>

(1) Loyers potentiels des surfaces divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur hors droits et frais estimés, hors projets en développement.

(2) Le rendement résulte de l'évaluation combinée des bureaux et des centres commerciaux dans les Pays Nordiques.

#### Portefeuille Bureaux France :

L'analyse à périmètre constant<sup>13</sup> fait ressortir une hausse globale de la valeur des actifs de bureaux, droits et frais inclus, de +530 M€, soit +14,7% depuis le 31.12.2006. Retraité de l'impact des travaux, frais financiers et honoraires immobilisés, la croissance de la valorisation des actifs de bureaux, à périmètre constant, est de +13,0%, dont 1,4% provient de la hausse des loyers et des commercialisations et 11,6% de la baisse des taux de capitalisation.

Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux France par secteur géographique	Valorisation Droits inclus (3)	
	M€	%
Paris QCA (1)	1 856	39%
Neuilly-Levallois-Issy	712	15%
La Défense	2 041	43%
Autres (2)	129	3%
<b>Total</b>	<b>4 737</b>	<b>100%</b>

(1) Dont 48,8M€ pour 2 actifs issus du portefeuille de Bureaux de Rodamco France.

(2) Dont 23,7M€ issu du portefeuille de Bureaux de Rodamco France.

(3) Valorisation droits et frais inclus de l'ensemble des actifs du Pôle, comprenant l'engagement résiduel de 49% dans Cœur Défense (incluant les prêts accordés par Unibail à la SCI Karanis, société qui détient l'actif).

Sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le rendement des surfaces occupées du Pôle au 30.06.2007 s'établit à 5,0%. Ce rendement est en baisse de 60 points de base par rapport au 31.12.2006.

<sup>13</sup> Le patrimoine issu de Rodamco (3 actifs pour une valeur droits inclus de 72,5M€) n'est pas retenu dans le périmètre constant.

Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux France pour les surfaces louées	Valorisation Droits inclus en M€ (3)	Valorisation Hors droits estimés en M€ (4)	Taux de Rendement (Hors Droits estimés) (5)	Prix €/ m² moyen (6)
Paris QCA (1)	1 543	1 504	4,5%	13 447
Neuilly-Levallois-Issy	710	671	5,5%	6 103
La Défense	1 450	1 401	5,2%	8 130
Autres (2)	129	97	5,5%	5 782
<b>Total</b>	<b>3 832</b>	<b>3 674</b>	<b>5,0%</b>	<b>9 028</b>

(1) Dont 48,8M€ pour les 2 actifs issus du portefeuille de Bureaux de Rodamco France.

(2) Dont 23,7 M€ Droits inclus pour les 1 actif issu du portefeuille de Bureaux de Rodamco France.

(3) Valorisation droits inclus du patrimoine Bureaux pour les surfaces occupées au 30.06.2007, sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant. Hors Cœur Défense, hors surfaces en restructuration et hors surfaces vacantes.

(4) Valorisation hors droits et frais estimés (cf. paragraphe 3.6) du patrimoine pour les surfaces occupées au 30.06.2007, sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert. Périmètre identique à la note (3) ci-dessus.

(5) Loyers annualisés, nets des charges non récupérables, des actifs loués divisés par l'évaluation des surfaces occupées, hors droits et frais estimés. Ce taux correspond au « Net current yield » défini par l'EPRA, appliqué aux espaces occupés.

(6) Sur la base du périmètre décrit en (3) en valeur hors droits estimés, diminué des parkings du 68/82 rue du Maine-Paris 14<sup>ème</sup>. Retraité des places de parking sur la base de 30 000 € par place pour Paris QCA et Neuilly-Levallois-Issy, 15 000 € pour les autres secteurs.

Pour les 3 actifs sous promesse et/ou en cours de cession au 30/06/07 (44 Lisbonne, Bassano, 126 Jules Guesdes), la valorisation retenue sur la base du futur prix de vente fait ressortir une hausse de 32%<sup>14</sup> par rapport aux expertises du 31/12/06.

Quant à Cœur Défense, la cession de 49% des parts de la SCI Karanis (société propriétaire) s'est réalisée le 10.07.2007 sur la base d'une valeur de l'immeuble de 2 110 M€, soit une progression de 21% par rapport à l'expertise du 31.12.2006.

### 1.3 Les sites du Pôle Congrès-Expositions

La valeur du patrimoine immobilier des sites de congrès-expositions d'Unibail-Rodamco est égale à la somme des estimations individuelles de chaque actif. Ainsi, l'effet de portefeuille, qui a indiscutablement un sens -et une valeur- dans ce secteur, n'est pas valorisé.

#### Méthodologie utilisée par les experts

La méthodologie de valorisation retenue par KPMG pour chacun des sites de congrès-expositions est essentiellement fondée sur l'actualisation des revenus nets globaux futurs projetés sur la durée de la concession ou du bail à construction lorsqu'ils existent (concession pour le site de la Porte de Versailles notamment) ou sur dix ans dans les autres cas, avec estimation de la valeur terminale déterminée, selon les cas, par la valeur résiduelle contractuelle pour les concessions ou par la capitalisation des flux de la dernière année.

Les revenus nets globaux pris en compte dans les évaluations de KPMG, comprennent les loyers nets et la marge nette réalisée sur la vente des prestations attachées, ainsi que les revenus nets des parkings.

Les travaux d'entretien, de gros entretien, de modernisation, d'aménagement et d'extension, ainsi que les redevances de concession sont pris en compte dans les flux de trésorerie prévisionnels.

<sup>14</sup> Hors 126 Jules Guesdes déjà sous promesse au 31.12.2006.

La méthodologie d'évaluation utilisée par DTZ Eurexi pour déterminer la valeur vénale des murs de l'hôtel Méridien-Montparnasse au 30.06.2007 consiste à capitaliser le revenu annuel pour sa partie fixe, à laquelle s'ajoute une actualisation des flux correspondant au loyer variable. Pour l'hôtel Cnit-Hilton (en location gérance), la méthode d'actualisation des flux futurs a été retenue.

#### Évolution du patrimoine des sites de congrès-expositions

Compte tenu de ces éléments, la valeur du patrimoine des sites de congrès-expositions, droits et frais inclus, s'établit à 943 M€ au 30.06.2007, en quasi stabilité (-0,1%) à périmètre constant, net des investissements, par rapport au 31.12.2006.

Estimation du patrimoine de Congrès-Expositions en M€ (Droits inclus)	31.12.2006	30.06.2007	Evolution à périmètre constant net des investissements	
			M€	%
Paris Expo (1)	740	741	-7	-0,9%
Hôtels : Méridien Montparnasse et Cnit Hilton	196	202	6	2,9%
<b>Total</b>	<b>937</b>	<b>943</b>	<b>-1</b>	<b>-0,1%</b>

(1) Paris Expo regroupe tous les sites de congrès-expositions du Groupe.

Les valeurs des sites de congrès-expositions (Paris Expo) sont stables. A périmètre constant et net des investissements, la baisse non significative de 0,9% par rapport au 31.12.2006 provient des investissements réalisés (CNIT principalement), dont la contrepartie en termes de résultat opérationnel n'a été prise en compte que de manière conservatrice par les experts. Le taux d'actualisation est par ailleurs stable sur la période.

Ces valorisations font ressortir pour Paris Expo un taux de rendement moyen au 30.06.2007 (Résultat opérationnel récurrent estimé 2007 divisé par la valorisation retenue, hors droits et frais) de 9,2% (hors CNIT en restructuration sur une partie du semestre), en légère hausse par rapport au 31.12.2006 (9,1%).

Les valorisations des hôtels Cnit-Hilton et Méridien-Montparnasse sont en hausse sur les six derniers mois pour un montant total de 6 M€, soit +2,9%.

#### **1.4 Les activités de services**

PriceWaterhouseCoopers avait effectué pour la première fois au 31 décembre 2006 l'évaluation du groupe Expositum, qui regroupe l'activité d'organisation de salons et les salons afférents, et de la société Espace Expansion (société spécialisée dans la MOD, la gestion immobilière et la commercialisation de centres commerciaux), afin que tous les incorporels significatifs soient évalués à leur valeur de marché dans le patrimoine et dans l'ANR d'Unibail-Rodamco.

S'agissant d'actifs incorporels, les valeurs historiques sont conservées au bilan consolidé d'Unibail-Rodamco.

#### Méthodologie utilisée par les experts

L'évaluation d'Expositum et d'Espace Expansion par PricewaterhouseCoopers a été effectuée principalement selon la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés, sur la base d'un Business Plan. Une approche de marché (méthode des

comparables) a été utilisée par PricewaterhouseCoopers pour conforter les valeurs ainsi déterminées.

#### Évolution du patrimoine de services

Les évaluations des sociétés de service sont faites sur une base annuelle : au 30/06/2007, les valeurs d'expertise du 31/12/2006 sont conservées, aucun événement négatif susceptible d'engendrer une perte de valeur n'ayant été identifié. La valeur de marché des sociétés Espace Expansion et du groupe Expositum au 30.06.2007 est donc stable à périmètre constant par rapport au 31.12.2006 et s'établit à 492 M€.

La légère variation de valeur est due à la prise en compte de l'acquisition par Expositum des fonds de commerces et des marques de 3 salons pour un prix total de 15,3 M€ et de la cession du Salon du Meuble pour 17,5M€ (soit une plus-value de 0,2M€).

## **2. METHODOLOGIE DE CALCUL DE L'ACTIF NET REEVALUE**

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation est déterminé en ajoutant aux capitaux propres figurant au bilan consolidé en normes IFRS :

- les plus-values latentes sur les actifs immobilisés qui ne sont pas à la valeur de marché au bilan :
  - Les actifs immobiliers hors immeuble de placement,
  - Les actifs incorporels ;
- un ajustement de la fiscalité latente et du coût de cession des actifs pour refléter le cadre probable des cessions de ces actifs et leurs conséquences fiscales ;
- l'ajustement à la valeur de marché de la dette à taux fixe, étant ici rappelé qu'en application des normes IFRS, seuls les instruments financiers dérivés apparaissent à leur juste valeur au bilan ;
- le montant de la composante dette de l'ORA comptabilisée au bilan consolidé, celle-ci étant assimilée en totalité à des capitaux propres dans l'ANR.

L'Actif Net Réévalué étant calculé dans une hypothèse de cession immédiate et sur la base de la somme des actifs considérés individuellement (pas d'effet portefeuille), le goodwill comptabilisé à l'issue de l'OPE Rodamco est retranché des Capitaux Propres consolidés du nouveau groupe

L'Actif Net Réévalué est déterminé en part du groupe pour permettre le calcul par action.

Pour prendre en compte l'impact des titres donnant accès au capital (comprenant à ce jour les stocks options et les attributions d'actions gratuites), ceux-ci sont supposés émis et le montant de l'apport en capital est ajouté au montant des fonds propres pour obtenir un Actif Net Réévalué totalement dilué.

Le calcul de l'Actif Net Réévalué est soumis à la revue des Commissaires aux Comptes de la Société, qui contrôlent l'application de la méthodologie retenue et la cohérence des paramètres utilisés et des résultats obtenus.

### 3. CALCUL DE L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ EN VALEUR DE LIQUIDATION

#### 3.1 Capitaux propres consolidés

Au 30.06.2007, les capitaux propres consolidés part du groupe s'élèvent à 13 999 M€.

Ces capitaux propres part du groupe intègrent un résultat net récurrent de 186,7 M€, et l'effet des cessions et des mises à justes valeur des actifs et instruments financiers dérivés à hauteur de 957,2 M€.

La composante dette de l'ORA reconnue en comptabilité est ajoutée aux capitaux propres pour le calcul de l'ANR. Corrélativement, la totalité des ORA sont assimilées à des actions.

Les actionnaires et porteurs d'ORA disposent au 30.06.2007 d'une créance de 166,8 M€ au titre du solde du dividende afférent à l'exercice 2006, soit 2 € par action qui ont été effectivement versés le 16.07.2007. Ce montant, déduits des capitaux propres au bilan consolidés au 30.06.2007, est ajouté pour le calcul de l'ANR.

Comme indiqué au §2, le goodwill comptabilisé dans le cadre de l'OPE, soit 1 655,6 M€, est retranché.

#### 3.2 Plus-values latentes sur le patrimoine immobilier

Les seules plus-values latentes à prendre en compte au 30.06.2007 sont celles qui résultent de l'évaluation des immeubles d'exploitation dont la comptabilisation reste en valeur historique au bilan. Il s'agit de l'immeuble 5, bd Malesherbes-Paris 8<sup>ème</sup> <sup>15</sup>, et d'une partie du 70 Wilson à La Défense<sup>16</sup> pour lesquels la plus-value latente est de 84,9 M€, hors droits et frais estimés.

#### 3.3 Plus-values sur les actifs incorporels

Les évaluations des valeurs d'entreprises d'Exposium et d'Espace Expansion ne sont effectuées par des experts externes qu'une fois par an à la clôture de l'exercice. Aucun événement négatif susceptible d'engendrer une perte de valeur n'ayant été identifié, les valeurs d'expertise du 31.12.2006 sont maintenues et la plus value latente globale de 150,7 M€ est conservée.

Les autres sociétés opérationnelles du Groupe (U2M, S2B et Unibail Management) sont, quant à elles, valorisées à leur valeur comptable consolidée, c'est-à-dire à la valeur de leurs immobilisations d'exploitation. Cette méthode, prudente, ne fait ressortir aucune plus ou moins-value latente.

#### 3.4 Valeur de marché de la dette

En application des normes IFRS, les instruments financiers dérivés sont comptabilisés à leur juste valeur au bilan consolidé d'Unibail-Rodamco, leur impact étant ainsi pris en compte dans les capitaux propres consolidés. Seule la dette à taux fixe n'est pas appréhendée au bilan à sa juste valeur. La mise à juste valeur de la dette à taux fixe d'Unibail (hors Rodamco) aurait un impact positif de 15,5 M€, qui est pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué.

La dette à taux fixe souscrite par Rodamco est quant elle inscrite à l'entrée au bilan d'Unibail-Rodamco au 30.06.2007

pour sa juste valeur ; aucune plus value latente n'est donc intégrée dans le calcul de l'ANR.

#### 3.5 Retraitement des impôts

Au bilan consolidé, les impôts différés sur les actifs immobiliers sont calculés de manière théorique conformément aux normes comptables. Dans le calcul de l'Actif Net Réévalué, les impôts différés sur les plus-values latentes des actifs ne bénéficiant pas d'un régime d'exonération (SIIC ou FBI) sont réintégrés et sont remplacés par l'impôt qui serait effectivement dû en cas de cession.

Il en résulte un ajustement de 284,7 M€ pour le calcul de l'ANR.

#### 3.6 Retraitement des droits et frais de mutation

Le calcul des droits de mutation est estimé après prise en compte du mode de cession permettant de minimiser ces droits : cession de l'actif ou de la société, dès lors que ce mode de cession apparaît réalisable, en fonction notamment de la valeur nette comptable des actifs. Cette estimation est faite au cas par cas pour chacun des actifs, selon la fiscalité locale.

Au 30.06.2007, les droits de mutation et autres frais de cession s'élèvent à 487,9 M€, à comparer aux droits déjà déduits des valeurs des actifs figurant au bilan et qui s'élèvent à +647,1 M€, en application des normes IFRS.

#### 3.7 Actions d'auto-détention et titres donnant accès au capital

Au 30.06.2007, la société ne détenait pas d'actions propres.

Par ailleurs, l'exercice des stock-options et la livraison des actions gratuites existant au 30.06.2007 auraient pour effet d'accroître le nombre d'actions de 1 857 300, moyennant un apport en capitaux propres de 168,2 M€.

Le nombre d'actions totalement dilué pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué au 30.06.2007 s'établit à 85 312 925 actions, y compris les 9 363 708 ORA et l'impact dilutif des stock-options et des actions gratuites.

**L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation part du groupe UNIBAIL-RODAMCO ressort donc à 13 623 M€ au 30.06.2007, soit 159,7 € par action totalement dilué, en hausse de 13,6% par rapport au 31.12.2006.**

**La création de valeur sur le semestre s'élève à 21,10 € par action, si l'on ajoute à la croissance d'ANR de 19,10 € par action la distribution de 2 € par action effectuée sur le semestre.**

Le passage de l'ANR au 31.12.2006 à l'ANR au 30.06.2007 est présenté dans le tableau ci-dessous.

Passage de l'ANR 31.12.2006 à l'ANR 30.06.2007	
<b>ANR / action totalement dilué au 31.12.2006</b>	<b>140.6</b>
Réévaluation des actifs immobiliers (hors Cœur Défense)	14.2
Réévaluation de Cœur Défense au prix de cession	4.3
Résultat récurrent, net des distributions	2.0
Valeur de marché des instruments financiers	2.3
Variation de retraitement des droits et impôts	- 1.4
Autres	- 0.1
<b>ANR / action totalement dilué au 30.06.2007 avant OPE</b>	<b>161.9</b>
Consolidation de 79,63% de Rodamco	- 2.2
<b>ANR / action totalement dilué au 30.06.2007</b>	<b>159.7</b>

<sup>15</sup> Siège du Groupe

<sup>16</sup> Siège d'Exposium

Détermination de l'Actif Net Réévalué part du groupe en valeur de liquidation (en M€)	Unibail		Unibail-Rodamco
	31.12.2006	30.06.2007 avant OPE	30.06.2007
<b>Capitaux propres</b>	<b>6 053,1</b>	<b>7 065,3</b>	<b>13 999,0</b>
<b>Créance des actionnaires</b>	<b>46,1</b>	<b>92,3</b>	<b>166,9</b>
<b>Valeur de l'ORA en dette</b>			<b>249,6</b>
<b>Goodwill</b>			<b>- 1 655,6</b>
<b>Plus et moins values latentes</b>			
Sur immobilier hors immeubles de placement	<b>58,5</b>	<b>84,9</b>	<b>84,9</b>
Sur Expositum et Espace Expansion	<b>150,7</b>	<b>150,7</b>	<b>150,7</b>
Sur la dette à taux fixe	<b>4,8</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>
<b>Retraitement des impôts</b>			
Impôt différé au bilan sur les valeurs des actifs non SIIC	<b>105,9</b>	<b>109,8</b>	<b>636,4</b>
Impôt effectif sur plus values latente des actifs non SIIC	<b>- 7,3</b>	<b>- 7,6</b>	<b>- 351,7</b>
<b>Retraitement des droits de mutation</b>			
Droits déduits dans les valeurs d'actifs au bilan	<b>471,7</b>	<b>467,5</b>	<b>647,1</b>
Droits et frais de cession estimés	<b>- 302,9</b>	<b>- 370,4</b>	<b>- 487,9</b>
<b>Impact des titres donnant accès au capital</b>			
Impact potentiel des stock-options sur les capitaux propres	<b>169,4</b>	<b>168,2</b>	<b>168,2</b>
<b>Actif Net Réévalué de liquidation (part du groupe)</b>	<b>6 750,0</b>	<b>7 776,2</b>	<b>13 623,1</b>
Nombre d'actions (totalement dilué)	48 004 323	48 031 991	85 312 925
<b>Actif Net Réévalué de liquidation par action totalement dilué</b>	<b>140,6 €</b>	<b>161,9 €</b>	<b>159,7 €</b>
<b>Variation</b>		<b>15,1%</b>	<b>13,6%</b>

La société Unibail-Rodamco est issue de l'opération de rapprochement entre Unibail et Rodamco, réalisée sous la forme d'une OPE, déclarée inconditionnelle le 21 juin 2007, en actions et en ORA<sup>17</sup> Unibail à émettre contre les actions existantes de Rodamco. Par conséquent, Unibail-Rodamco consolide Rodamco au 30 juin 2007. Cette opération n'a pas généré de besoins spécifiques de financement durant le semestre car l'échange de titres a été réalisé entièrement en actions ou en ORA. Au 10 juillet 2007, à l'issue de la période d'offre subséquente, Unibail-Rodamco détient 95.74% des actions Rodamco. Unibail-Rodamco a émis son intention de délister Rodamco et de racheter (en espèces) l'ensemble des actions encore en circulation.

Les ORA sont remboursables uniquement en action Unibail-Rodamco (aucun remboursement en espèce n'est possible). Le coupon payé correspond au dividende payé sur les actions Unibail-Rodamco ; par conséquent, les ORA sont considérées comme des capitaux propres et non comme de la dette<sup>18</sup>.

Au 30 juin 2007, la dette du Groupe intègre la dette d'Unibail ainsi que celle de Rodamco.

### 1. Structure de l'endettement au 30 juin 2007

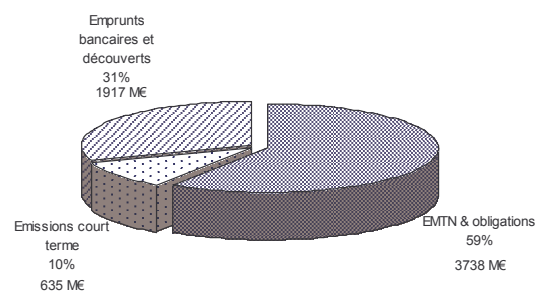
La dette financière brute consolidée d'Unibail-Rodamco au 30 juin 2007 s'élève à 6 290 M€. Elle résulte de la somme de la dette levée par Unibail, 2 848 M€ et de celle levée par le groupe Rodamco, 3 442<sup>19</sup> M€.

#### 1.1 Dette par nature

La dette financière brute consolidée d'Unibail-Rodamco est constituée au 30 juin 2007 de :

- 3 738 M€ d'émissions obligataires dont 1 430 M€ émis sous le programme EMTN (Euro Medium Term Notes) d'Unibail, et 1 808 M€ sous le programme EMTN de Rodamco, le solde 500 M€ étant constitué d'obligations Rodamco ;
- 635 M€ d'émissions court terme dont 358 M€ de Billets de Trésorerie et 277 M€ de "Commercial Paper" ;
- 1 917 M€ de crédits bancaires dont 1 372 M€ de prêts bancaires, 484 M€ de prêts hypothécaires et 61 M€ de découverts bancaires.

Aucun emprunt n'est soumis à des clauses de remboursement anticipé lié à un niveau de notation financière de la Société<sup>20</sup>.



### 1.2 Liquidité

Les ressources nouvelles de la société Unibail (hors Rodamco) ont été obtenues au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2007 sur le marché monétaire (utilisation du programme de Billets de Trésorerie) ainsi que sur le marché bancaire par l'utilisation du crédit syndiqué de 700 M€ mis en place en mai 2006.

Le détail des opérations de refinancement d'Unibail (hors Rodamco) sur le 1<sup>er</sup> semestre est le suivant :

- 734 M€ d'émissions de Billets de Trésorerie d'une durée inférieure ou égale à un an qui ont représenté un encours moyen de 128 M€ sur le semestre.
- Le programme de Billet de Trésorerie est adossé à des lignes de crédit confirmées<sup>21</sup>. Ces lignes de crédit permettent de se prémunir contre une absence momentanée ou plus durable de prêteurs sur les marchés à court ou moyen terme. Le montant de ces lignes s'élève à 688 M€ au 30 juin 2007. Ces lignes sont obtenues auprès d'établissements financiers français et internationaux de première renommée. Leur durée de vie moyenne est de 4 années. Au 30 juin 2007, aucune de ces lignes de crédit confirmée n'était tirée.
- Un tirage de 242 M€ sur le crédit bancaire syndiqué de 700 M€, mis en place en mai 2006 pour une durée de 7 ans. Ce tirage porte à 500 M€ l'utilisation de ce crédit bancaire au 30 juin 2007.

Les excédents de trésorerie sur Unibail sont restés limités sur le 1<sup>er</sup> semestre 2007 et se sont élevés en moyenne à 21 M€ sur la période. Ces excédents ont été placés sur des SICAV monétaires peu risquées et diversifiées.

Pour information, durant la même période, Rodamco a procédé aux opérations de refinancement suivantes :

- 625 M€ d'émissions de "Commercial Paper", 85 M€ de prêts à court terme contractés par l'intermédiaire de courtiers et 150 M€ de tirages sur des lignes de crédit.
- Le programme de "Commercial Paper" est adossé à une ligne de crédit confirmée<sup>21</sup> syndiquée de 600 M€. Cette ligne arrive à échéance en août 2011 avec une possibilité

<sup>17</sup> Les ORA sont des Obligations Remboursables en Action Unibail-Rodamco

<sup>18</sup> Par conséquent, les 249,6 M€ d'ORA reconnue comptablement comme de la dette sont inclus ici dans les capitaux propres. Cette approche est cohérente avec le traitement de l'ORA par S&P. Pour plus d'information sur les ORA, voir la section 'Autres opérations significatives'

<sup>19</sup> Pour sa valeur nominale

<sup>20</sup> En dehors de situation exceptionnelle de changement de contrôle

<sup>21</sup> Ces lignes de crédit confirmées sont généralement assorties de conditions de respect de ratios liés au niveau d'endettement, de charges financières et de fonds propres réévalués de la Société et ne prévoient pas usuellement de clause de remboursement liée à la notation financière de la société.

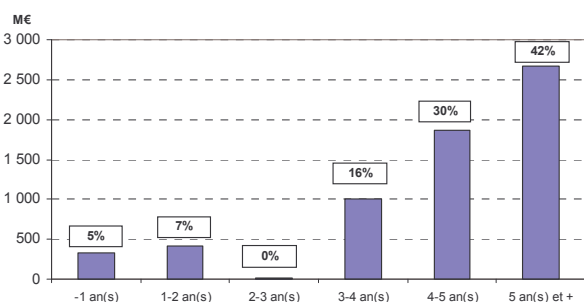


d'extension d'un an jusqu'en août 2012. Au 30 juin 2007, aucun tirage n'avait été effectué sur cette ligne de crédit.

- En mai 2007, Rodamco a mis en place, via sa filiale Centrum Praha JIH-Chodov s.o.r., une ligne de crédit à 5 ans en couronnes tchèques d'un montant équivalent à 140 M€. Au 30 juin 2007, cette ligne était tirée en totalité.
- En plus de sa ligne de crédit confirmée syndiquée de 600 M€, Rodamco possède d'autres lignes de crédit confirmées (d'un montant total de 62 M€), généralement utilisées directement par ses filiales. Ces lignes sont utilisées pour la gestion au jour le jour des liquidités et du besoin en fonds de roulement.
- Les liquidités de Rodamco au 30 juin 2007 représentent 14 M€ investis auprès de banques de premier rang.

### 1.3 Dette par maturité

L'endettement d'Unibail-Rodamco au 30 juin 2007 après affectation des lignes de crédit confirmées (y compris la part du crédit bancaire à 7 ans non utilisée) est représenté par maturité et selon la durée de vie résiduelle.



42% de l'endettement a une maturité supérieure à 5 ans et environ 90% a une durée résiduelle de plus de 3 ans au 30 juin 2007 (après prise en compte des lignes de crédit non utilisées).

La durée de vie moyenne de l'endettement d'Unibail-Rodamco s'établit au 30 juin 2007, après affectation des lignes de crédit confirmées non utilisées<sup>22</sup>, à 4,7 années, stable par rapport aux années précédentes (4,7 années au 31.12.06<sup>23</sup>).

### 1.4 Coût moyen de la dette

Le taux de refinancement moyen d'Unibail s'établit à 3,6 % pour le 1<sup>er</sup> semestre 2007, stable par rapport à 2006 (3,5 %). Ce niveau de coût moyen de la dette s'explique par le faible niveau de marge des emprunts en place et par la politique de couverture du risque de taux d'intérêt mise en place en 2003, et significativement complétée en 2005 et début 2006.

Ce taux de refinancement moyen correspond au coût de la dette d'Unibail (seul) sur le 1<sup>er</sup> semestre, période pendant laquelle le rapprochement avec Rodamco n'a pas eu d'impact sur les charges financières. En prenant en compte le coût de la dette de Rodamco sur le 1<sup>er</sup> semestre 2007, le coût moyen de la dette du groupe en pro-forma serait ressorti à 3,9%.

Le coût de la dette de Rodamco pour la même période s'établit à 4,1%.

## 2. Notation financière

Unibail-Rodamco bénéficie d'une double notation financière délivrée par les agences Moody's et Standard & Poor's.

Suite à l'opération de rapprochement avec la société Rodamco, Standard & Poor's a relevé sa notation à long terme de 'A-' à 'A' et sa notation à court terme de 'A2' à 'A1'. La perspective de Standard & Poor's sur le groupe Unibail-Rodamco est stable.

L'agence Moody's note, quant à elle, la Société, 'A3' à long terme, assortie d'une perspective stable.

Le rapprochement avec Unibail-Rodamco n'a pas affecté la notation de Rodamco dont la note a été maintenue à 'A', perspective stable par Standard & Poor's.

## 3. Gestion des risques de marché

Les risques de marché peuvent engendrer des pertes résultant de variations des taux d'intérêt, de cours de change, de matières premières ou de titres cotés en bourse. Dans le cas particulier de l'activité d'Unibail-Rodamco, ce risque est limité à l'évolution des taux d'intérêt, sur les emprunts collectés pour financer la politique d'investissement et maintenir la liquidité financière nécessaire, et à l'évolution des cours de change, le Groupe possédant des activités dans des pays ne faisant pas partie de la zone Euro. Le Groupe n'est exposé à aucun risque action.

La politique de gestion du risque de taux d'intérêt d'Unibail-Rodamco a pour but de limiter l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le résultat, ainsi que de maintenir au plus bas le coût global de la dette. Pour atteindre ces objectifs, Unibail-Rodamco utilise des produits dérivés (principalement des caps et des swaps) pour couvrir de façon globale son exposition au risque de taux. Le Groupe ne réalise pas d'opérations de marché dans un autre but que celui de la couverture de son risque de taux et centralise et gère elle-même l'ensemble des opérations traitées.

Afin de limiter le risque de change, le Groupe lève des financements dans la même devise que les investissements réalisés, utilise des produits dérivés et achète ou vend au comptant des devises.

La mise en place de produits dérivés pour limiter le risque de taux et de change expose le Groupe à une éventuelle défaillance d'une contrepartie. Le risque de contrepartie est le risque de devoir remplacer une opération de couverture aux taux de marché en vigueur à la suite d'un défaut d'une contrepartie. Afin de limiter le risque de contrepartie, Unibail-Rodamco ne réalise des opérations de couverture qu'avec les plus grandes institutions financières.

### 3.1 Gestion de la couverture du risque de taux d'intérêt

#### Opérations de couverture du risque de taux d'intérêt

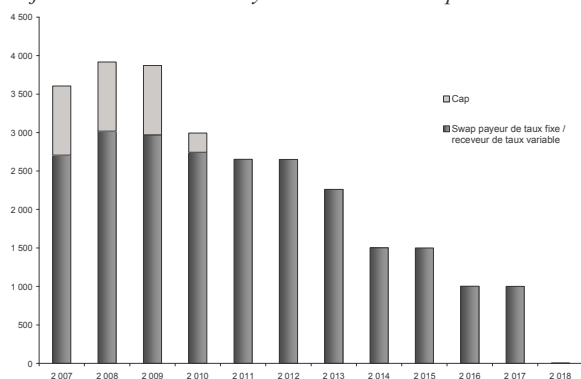
Compte tenu de la récente évolution des taux d'intérêt et de la taille importante du portefeuille de couverture déjà existant, aucune nouvelle couverture n'a été mise en place au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2007 tant par Unibail que par Rodamco.

<sup>22</sup> Y compris la part du crédit bancaire syndiqué à 7 ans non utilisée

<sup>23</sup> Périmètre Unibail seul au 31 décembre 2006



Projection des encours moyens de couverture par année en €<sup>24</sup>



Les opérations sur dérivés présentées ci-dessus servent à couvrir les prêts à taux variables et la dette à taux fixe ayant été immédiatement passée à taux variable. Une part significative de la dette est conservée à taux fixe.

A titre d'information, Unibail Holding n'avait pas opté lors de la mise en œuvre des normes IFRS pour la qualification en "cash flow hedge" de ses instruments de couverture. Leur variation de juste valeur apparaît donc dans le compte de résultat.

Certains des instruments dérivés mis en place par Rodamco et/ou ses filiales ont par contre été qualifiés de couverture au sens des normes IFRS dans le bilan de Rodamco.

## Mesure du risque de taux

Au 30.06.2007, la dette financière nette s'élève à 6 227 M€, hors comptes courants d'associés et après prise en compte des excédents de trésorerie (63 M€).

61% de la dette financière nette est constituée de dettes émises à taux variable ou de dettes à taux fixe immédiatement passées à taux variable. Cet encours est couvert en totalité contre les évolutions du taux Euribor et présente une certaine exposition aux taux suédois (Stibor).

Sur la base de la dette au 30 juin 2007 et des couvertures en place au sein des deux sociétés, une hausse moyenne des taux d'intérêt (Euribor, Stibor ou \$Libor) de un pour cent<sup>25</sup> (100 points de base) au cours du 2<sup>nd</sup> semestre 2007 aurait un impact négatif de -2,4 M€ sur le résultat net récurrent 2007. Une hausse supplémentaire de 1% aurait un impact négatif additionnel de -2,2 M€ sur ce même résultat.

A contrario, en cas de baisse des taux d'intérêt de un pour cent (100 points de base), la baisse des frais financiers est estimée à 6,1 M€ et aurait un impact positif équivalent sur le résultat net récurrent 2007.

## 3.2 Gestion et mesure du risque de change

Le Groupe exerce, à travers Rodamco, des activités et possède des investissements dans des pays hors de la zone Euro, principalement en Suède. Lorsqu'ils sont convertis en euros, les revenus et les valeurs des investissements nets du Groupe peuvent être sensibles aux fluctuations des taux de change contre l'euro. A chaque fois que possible, le Groupe cherche à régler ses dépenses en devises avec des revenus issus des mêmes devises, réduisant ainsi naturellement la volatilité de ses

revenus et des valorisations de ses investissements nets en devises. Les risques de conversion sont couverts soit en finançant les investissements en devises par le biais d'endettement dans ses mêmes devises, soit en utilisant des produits dérivés afin d'obtenir une couverture équivalente. Cette politique ne prend pas en compte les réévaluations, les dépenses d'investissement et les impôts différés. Le risque de change durant la période de construction des projets en développement est couvert le plus tôt possible après la signature du contrat de construction. Les autres actifs et passifs détenus en devises autres que l'euro sont gérés de manière à assurer un niveau d'exposition nette acceptable en achetant ou vendant des devises au comptant lorsque nécessaire.

## Principales expositions en devise (en M€)<sup>26</sup>

Devises	Actif	Passif	Exposition nette	Instruments de couverture	Exposition net après prise en compte des couvertures	Exposition gérée après prise en compte des couvertures
SEK	1 620,7	519,2	1 101,5	615,7	485,8	23,7
DKK	285,0	85,0	200,0	127,3	72,7	38,9
HUF	2,7		2,7	0,0	2,7	2,7
USD	176,0	54,2	121,8	46,9	74,9	1,7
SKK	0,3		0,3	0,0	0,3	0,3
CZK	-0,8	137,1	-137,1	-137,1	-0,8	-0,8
PLN	1,0		1,0	0,0	1,0	1,0
<b>Total</b>	<b>2 084,9</b>	<b>795,5</b>	<b>1 289,4</b>	<b>652,8</b>	<b>636,6</b>	<b>67,5</b>

L'exposition principale est en couronne suédoise. La sensibilité du résultat récurrent 2007<sup>27</sup> à une variation de 10% du taux de change euro/couronne suédoise est limitée à 2,2 M€.

Une variation de 10% du taux de change EUR/SEK aurait un impact de 44 M€ sur les capitaux propres.

## 4. Structure financière

Au 30 juin 2007, la valeur du patrimoine d'Unibail-Rodamco, droits inclus, s'élève à 23 879 M€, y compris la participation conservée par Unibail dans la SCI Karanis (Cœur Défense) en capital et en prêt subordonné.

## Ratio d'endettement

Au 30 juin 2007, le ratio "Dette financière nette / Valeur du patrimoine" calculé pour le groupe Unibail-Rodamco ressort à 26%, en ligne avec les niveaux enregistrés au 31.12.06 (25% pour Unibail seul et 30% pour Rodamco<sup>28</sup>).

Ces chiffres ne prennent pas en compte l'exercice des stocks options<sup>29</sup> qui en créant un complément de fonds propres de 168 M€ devrait venir renforcer les capitaux propres du Groupe, diminuer l'endettement, et ainsi améliorer encore les ratios d'endettement.

## Ratio de couverture des intérêts

Le ratio de couverture des intérêts par le résultat opérationnel récurrent (Unibail hors Rodamco) ressort à 4,7x pour le 1<sup>er</sup> semestre 2007. Ce ratio est encore en amélioration par rapport aux niveaux élevés atteints ces dernières années (4,6x en 2006). Ce niveau est dû à la fois à un endettement moyen du Groupe peu élevé, à un coût de la dette maîtrisé et à une croissance des revenus.

<sup>26</sup> L'exposition gérée est l'exposition résiduelle après exclusion de l'exposition acceptée résultant des dépenses d'investissement, des réévaluations et des impôts différés

<sup>27</sup> La sensibilité est mesurée en appliquant une variation du taux de change aux revenus nets en SEK (loyers nets – charges financières)

<sup>28</sup> Sur la base de la valorisation du portefeuille, droits inclus

<sup>29</sup> Ces instruments sont "tous dans la monnaie" au 30 juin 2007

<sup>24</sup> Ce graphique inclut seulement les swaps diminuant l'exposition aux taux variables en échangeant les taux variables pour des taux fixes

<sup>25</sup> Les conséquences éventuelles sur les taux de change de cette hausse théorique des taux d'intérêts ne sont pas prises en compte

Ratios financiers	31.12.05	31.12.06	30.06.07
Dette financière nette / valeur du patrimoine	32 %	25 %	26% <sup>30</sup>
Ratio de couverture des intérêts par le résultat opérationnel récurrent <sup>31</sup> (Unibail seul)	3,5x	4,6x	4.7x

Pour information, le ratio de couverture des intérêts calculé pour la société Rodamco seule ressort à 3,3x sur le 1<sup>er</sup> semestre 2007.

Au 30 juin 2007, le ratio pro forma, calculé par l'addition des revenus et des charges financières d'Unibail et de Rodamco, serait ressorti à 3,9x.

## 5. Autres opérations significatives

### Émission d'ORA

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange initiée par Unibail sur les titres Rodamco, Unibail-Rodamco a émis, le 25 juin 2007, 9 363 708 obligations remboursables en actions ('ORA') pour un montant total de 1 841 M€. Les caractéristiques principales des ORA sont les suivantes<sup>32</sup>:

- Chaque ORA est remboursable en une action ordinaire Unibail-Rodamco<sup>33</sup>
- Les porteurs d'ORA pourront à tout moment, après une période de non remboursement de 3 mois suivant la date d'émission, demander le remboursement de leurs ORA en actions Unibail-Rodamco
- Valeur nominale : 196,60 €
- Call émetteur : possibilité pour l'émetteur de rembourser les ORA par anticipation, 12 ans après la date d'émission
- Coupon : chaque porteur d'ORA recevra un coupon égal au dividende payé par Unibail-Rodamco avec un minimum de 1,5% et un maximum de 17,5% du nominal de l'ORA
- Date de maturité : 25 juin 2057

<sup>30</sup> Ratio calculé sur l'entité combinée Unibail-Rodamco

<sup>31</sup> Calculé par le ratio [Total des résultats sectoriels récurrents + total autres charges et produits d'exploitation, moins amortissements] / [Frais financiers nets (y compris frais financiers immobilisés)]

<sup>32</sup> Pour plus d'informations sur les ORA, merci de consulter la 'Note d'Opération'

<sup>33</sup> Ce ratio de 1 ORA pour 1 action peut être sujet à ajustement (mesures anti-dilutives)