



unibail

Une croissance à deux chiffres sur le 1^{er} semestre 2006

Le Conseil d'Administration s'est réuni le 24 juillet 2006 pour arrêter les comptes du premier semestre de l'exercice 2006.

Un patrimoine de
€ 9,4 milliards

Résultat net
récurrent
par action :
€ 3,32

Actif Net
Réévalué
par action
totalement
dilué :
€ 115,8

Activité

Dans un marché de la location de bureaux en reprise avérée et un environnement de croissance robuste de la consommation des ménages, les loyers nets à périmètre constant enregistrent un accroissement de 7,8 % sur un an, reflet d'une excellente performance dans chacun des métiers du Groupe (Centres Commerciaux, Bureaux et Congrès-Expositions).

Par l'effet cumulé de la hausse des revenus locatifs et de la maîtrise des frais financiers, le résultat net récurrent s'établit à € 3,32 par action, en progression de 11,4 % par rapport au premier semestre 2005, en ligne avec l'objectif annoncé en février dernier.

Le résultat net part du groupe, impacté par les valeurs d'actifs en normes IFRS, s'établit à 1 029,2 M€, soit € 22,46 par action.

Compte tenu de ces résultats et d'un contexte globalement favorable, l'objectif de progression à deux chiffres du résultat net récurrent par action 2006 est confirmé.

Actif Net Réévalué

La valeur expertisée du patrimoine, droits inclus, s'établit à 9 385 M€ au 30 juin 2006 (contre 8 556 M€ au 31 décembre 2005). Cet accroissement résulte :

1. de la mise en service de 46 000 m² de bureaux de la phase 2 de l'opération Capital 8 en juin ;
2. de l'effet positif de la mise à valeur de marché des instruments financiers, fruit d'une politique active de couverture des taux ;
3. d'une hausse à périmètre constant (nette des investissements) de la valeur du patrimoine de 8,7 % sur le semestre, résultant, au-delà d'un contexte de marché toujours favorable pour les grands actifs d'immobilier commercial, de l'accroissement régulier des revenus de ces actifs.

L'évolution de ces valeurs d'expertise se trouve confortée par le résultat des cessions d'immeubles de bureaux. Les prix des cessions du semestre sont supérieurs de 29 % aux valeurs d'expertise au 31.12.2005.

En conséquence, l'Actif Net Réévalué (ANR) totalement dilué par action, en valeur de liquidation, s'établit à € 115,8 contre € 94,8 au 31.12.2005, soit une hausse de 22,2 %.

Développement et perspectives

Avec notamment la mise en service de Capital 8, Unibail dispose d'un important potentiel de croissance qui repose sur près de 90 000 m² de bureaux à louer, dans un marché toujours plus dynamique.

Au-delà, le groupe travaille 415 000 m² de projets signés d'extensions et de création de nouveaux centres commerciaux représentant à 5 ans un potentiel de plus de 80 % de croissance des loyers de ce pôle. A cela s'ajoutent 214 000 m² de projets de bureaux en cours (dont 150 000 m² à l'étude à La Défense) et diverses opportunités de croissance organique pour les Congrès-Expositions.

Dividende

Dans le cadre de sa politique de distribution trimestrielle, Unibail versera, au titre de l'exercice 2006, trois acomptes sur dividende de € 1 par action, le 16.10.2006 et les 15.01 et 16.04.2007, avec paiement du solde du dividende le 16.07.2007.

L'objectif d'Unibail est d'assurer aux actionnaires -sur le long terme- un revenu important, régulier et évoluant avec le résultat net récurrent par action.

Chiffres clés consolidés

En millions d'euros	S1 2006	S1 2005	Variation S1 2006/ S1 2005	Variation à périmètre constant
• Centres commerciaux	111	99	+ 12,7 %	+ 6,9 %
• Bureaux	64	73	- 12,9 %	+ 5,6 %
• Congrès-expositions	36	31	+ 14,3 %	+ 14,3 %
Loyers nets des pôles	211	203	+ 3,8 %	+ 7,8 %
Congrès-expositions (services aux exposants et organisation de salons)	19	3	ns	
Résultat Net - part du groupe	1 029	621	+ 65,8 %	
dont Résultat Net Récurrent - part du groupe	152	135	+ 12,5 %	
Par action (en euros)				
Résultat Net Récurrent par action (1)	3,32	2,98	+ 11,4 %	
Distribution (2)	1,90	24,80		
	30 juin 2006	31 déc. 2005	Variation	
Actif Net Réévalué par action en valeur de liquidation et totalement dilué (3)	115,8 €	94,8 €	+ 22,2 %	

1) Sur la base du nombre moyen d'actions au 1^{er} semestre 2006 de 45 819 290 actions.

2) Distributions effectuées durant le 1^{er} semestre (tenant compte de la distribution trimestrielle et de la distribution exceptionnelle de janvier 2005).

3) Sur la base du nombre d'actions totalement dilué au 30 juin 2006 : 47 640 448 actions.

Contacts :
Fabrice Mouchel :
+ 33 (0)1 53 43 73 03
ou 0 810 743 743

www.unibail.com

LES QUATRE TEMPS



forum des Halles



Vélizy2



LA TOISON D'OR



EURALILLE





**ANNEXE AU COMMUNIQUE DE PRESSE
DU 25 JUILLET 2006**

- Comptes consolidés au 30 Juin 2006
- Activité et résultats au 30 juin 2006
- Actif Net Réévalué -en valeur de liquidation- au 30 juin 2006
- Ressources Financières au 30 juin 2006

Groupe UNIBAIL Compte de résultat consolidé Référentiel IFRS - Présentation normée au format EPRA (M€)	S1-2006	S1-2005
Revenus locatifs	248,8	238,6
Charges du foncier	- 7,5	- 7,6
Charges locatives non récupérées	- 3,8	- 5,8
Charges sur immeubles	- 27,8	- 21,8
Loyers nets	209,7	203,4
Frais de structure	- 10,6	- 10,3
Frais de développement	- 2,6	- 1,7
Amortissements des biens d'exploitation	- 0,7	1,1
Frais de fonctionnement	- 13,9	- 10,9
Revenus des autres activités	102,9	49,0
Autres dépenses	- 84,7	- 46,5
Résultat des autres activités	18,3	2,6
Revenus des cessions d'actifs de placement	324,7	48,7
Valeur comptable des actifs cédés	- 252,4	- 46,0
Résultat des cessions d'actif	72,4	2,7
Ajustement à la hausse des valeurs des immeubles de placement	747,2	612,8
Ajustement à la baisse des valeurs des immeubles de placement	- 13,5	- 24,4
Solde net des ajustements de valeurs	733,7	588,4
RESULTAT OPERATIONNEL NET	1 020,2	786,2
Résultat & dividendes des sociétés non consolidées	- 0,1	- 0,1
Coût de l'endettement financier net	- 41,7	- 46,9
Ajustement de valeur des instruments dérivés	122,7	- 45,2
Résultat de cession des instruments dérivés		
Actualisation des dettes et créances	- 2,5	- 4,0
Quote part de résultat des sociétés mises en équivalence	42,1	21,6
Intérêts sur créances	4,4	4,3
RESULTAT AVANT IMPOTS	1 145,1	715,9
Impôt sur les sociétés	- 19,5	- 46,4
RESULTAT NET	1 125,6	669,5
dont Part des minoritaires	96,4	48,6
RESULTAT NET PART DU GROUPE	1 029,2	620,9

BILAN CONSOLIDE

Groupe UNIBAIL - Bilan consolidé (en M€)	31/12/2005	30/06/2006
ACTIFS NON COURANTS	8 281,3	9 136,7
Actifs corporels	452,7	175,9
Immeubles de placement	7 046,6	8 018,2
Immeubles sous promesse ou mandat de vente	137,7	143,6
Ecart d'acquisition non affecté	152,3	152,3
Immobilisations incorporelles	267,8	269,8
Prêts et créances	40,7	37,5
Dérivés à la juste valeur	19,8	133,9
Titres et investissements dans les stés MEQ	163,7	205,6
ACTIFS COURANTS	395,9	771,3
Stocks	13,8	23,4
Clients et comptes rattachés	94,7	124,9
Activité de foncière	67,0	73,4
Autres activités	27,7	51,6
Autres créances	265,0	533,3
Créances fiscales sans ID	73,9	78,2
Créance sur désinvestissement		214,2
Autres créances	155,9	202,5
Charges constatées d'avance	35,3	38,4
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22,4	89,7
Titres monétaires disponibles à la vente	3,3	66,6
Disponibilités	19,1	23,1
TOTAL ACTIF	8 677,2	9 908,0
Capitaux propres (Part du Groupe)	4 076,1	5 025,0
Capital	228,7	229,5
Primes d'émission	47,1	55,6
Réserves consolidées	2 187,9	3 353,6
Couverture de flux de trésorerie futurs	- 2,1	1,6
Report à nouveau	316,1	355,4
Résultat consolidé	1 385,3	1 029,2
Acomptes sur dividendes	- 86,9	
INTERETS MINORITAIRES	592,3	660,3
TOTAL CAPITAUX PROPRES	4 668,4	5 685,3
PASSIF NON COURANT	2 359,1	2 822,6
Engagements d'achat de titres de minoritaires	64,3	94,2
Emprunts long terme	1 975,9	2 418,4
Dérivés à la juste valeur	21,0	9,0
Impôt différé	186,6	186,1
Provisions long terme	32,7	33,3
Provision pour engagement de retraite	3,7	3,6
Dépôts et cautionnements reçus	72,2	73,0
Dettes fiscales	2,7	5,1
PASSIF COURANT	1 649,7	1 400,0
Dettes auprès des actionnaires	43,5	52,8
Dettes fournisseurs et autres dettes	433,3	500,2
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	97,9	96,2
Dettes sur immobilisations	95,6	110,2
Autres dettes d'exploitation	142,4	172,8
Comptes de régularisation	97,4	121,0
Part courante des emprunts et dettes financières	949,4	651,2
Dettes fiscales et sociales	208,0	179,9
Provisions court terme	15,6	16,0
TOTAL PASSIF	8 677,2	9 908,0

Compte de résultat sectoriel en M€	1er semestre 2006				1er semestre 2005				2005			
	Activités récurrentes	Cessions	Juste valeur Actualisation Provisions	Résultat global	Activités récurrentes	Cessions	Juste valeur Actualisation Provisions	Résultat global	Activités récurrentes	Cessions	Juste valeur Actualisation Provisions	Résultat global
Revenus locatifs bureaux	67.7	-	-	67.7	73.4	-	-	73.4	146.4	-	-	146.4
Charges nettes d'exploitation	- 4.0	-	-	- 4.0	- 0.3	-	-	- 0.3	- 4.0	-	-	- 4.0
Charges locatives non récupérées	- 2.2	-	-	- 2.2	- 3.6	-	-	- 3.6	- 5.1	-	-	- 5.1
Charges sur immeubles	- 1.4	-	-	- 1.4	3.7	-	-	3.7	2.0	-	-	2.0
Honoraires de gestion immobilière	- 0.5	-	-	- 0.5	- 0.4	-	-	- 0.4	- 0.9	-	-	- 0.9
Foncier	- 0.0	-	-	- 0.0	- 0.0	-	-	- 0.0	- 0.0	-	-	- 0.0
= Loyers nets -----	63.7			63.7	73.1			73.1	142.4			142.4
Frais de gestion des actifs	- 2.2	-	-	- 2.2	- 2.2	-	-	- 2.2	- 4.4	-	-	- 4.4
Dotations aux amortissements	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	-	362.4	362.4	-	-	248.5	248.5	-	-	435.9	435.9
Provisions sur projets en cours	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain/perte sur cession d'immeuble	-	71.7	-	71.7	-	2.8	-	2.8	-	137.8	-	137.8
= Résultat opérationnel bureaux	61.5	71.7	362.4	495.7	71.0	2.8	248.5	322.2	138.0	137.8	435.9	711.7
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1.8	-	34.7	36.5	1.4	-	11.7	13.0	3.5	-	15.8	19.3
Intérêts sur créances	4.0	-	-	4.0	3.9	-	-	3.9	7.8	-	-	7.8
RÉSULTAT SECTORIEL BUREAUX	67.3	71.7	397.1	536.1	76.2	2.8	260.1	339.1	149.3	137.8	451.7	738.8
Revenus locatifs centres commerciaux	121.7	-	-	121.7	108.5	-	-	108.5	218.8	-	-	218.8
Charges nettes d'exploitation	- 8.8	-	-	- 8.8	- 8.1	-	-	- 8.1	- 17.0	-	-	- 17.0
Charges locatives non récupérées	- 1.6	-	-	- 1.6	- 2.0	-	-	- 2.0	- 2.6	-	-	- 2.6
Charges sur immeubles	- 4.0	-	-	- 4.0	- 3.3	-	-	- 3.3	- 8.6	-	-	- 8.6
Honoraires de gestion immobilière	- 3.1	-	-	- 3.1	- 2.9	-	-	- 2.9	- 5.8	-	-	- 5.8
Foncier	- 1.5	-	-	- 1.5	- 1.5	-	-	- 1.5	- 3.1	-	-	- 3.1
= Loyers nets -----	111.5			111.5	98.9			98.9	198.8			198.8
Frais de gestion des actifs	- 2.6	-	-	- 2.6	- 2.4	-	-	- 2.4	- 5.1	-	-	- 5.1
Dotations aux amortissements	-	-	-	-	- 0.0	-	-	- 0.0	-	-	-	-
Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	-	377.8	377.8	-	-	185.5	185.5	-	-	547.1	547.1
Provisions sur projets en cours	-	-	-	-	-	-	1.8	1.8	-	-	6.6	6.6
Gain/perte sur cession d'immeuble	-	-	-	-	-	- 0.1	-	- 0.1	-	- 0.0	-	- 0.0
= Résultat opérationnel centres commerciaux	108.9	-	377.8	486.7	96.5	- 0.1	187.2	283.6	193.7	- 0.0	553.7	747.4
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1.7	-	4.1	5.8	1.7	-	6.4	8.0	3.3	-	1.9	5.2
Intérêts sur créances	0.5	-	-	0.5	0.5	-	-	0.5	0.9	-	-	0.9
RÉSULTAT SECTORIEL CENTRES COMMERCIAUX	111.0	-	381.9	492.9	98.6	- 0.1	193.6	292.1	197.9	- 0.0	555.6	753.5
Revenus locatifs congrès expositions et hôtels	60.6	-	-	60.6	56.6	-	-	56.6	108.2	-	-	108.2
Charges nettes d'exploitation	- 18.8	-	-	- 18.8	- 19.1	-	-	- 19.1	- 38.5	-	-	- 38.5
Foncier	- 6.0	-	-	- 6.0	- 6.1	-	-	- 6.1	- 9.2	-	-	- 9.2
= Loyers nets -----	35.9			35.9	31.4			31.4	60.5			60.5
Honoraires de prestations de services	26.7	-	-	26.7	21.4	-	-	21.4	42.9	-	-	42.9
Charges nettes d'exploitation	- 19.6	-	-	- 19.6	- 16.3	-	-	- 16.3	- 32.7	-	-	- 32.7
Contribution prestations de services sur sites	7.1	-	-	7.1	5.1	-	-	5.1	10.2	-	-	10.2
Résultat opérationnel sites congrès exposition + hôtels	43.0	-	-	43.0	36.5	-	-	36.5	70.8	-	-	70.8
Honoraires	59.0	-	-	59.0	4.6	-	-	4.6	31.7	-	-	31.7
Charges nettes d'exploitation	- 47.2	-	-	- 47.2	- 7.1	-	-	- 7.1	- 33.3	-	-	- 33.3
Résultat opérationnel organisateur de salons	11.7	-	-	11.7	- 2.4	-	-	- 2.4	- 1.6	-	-	- 1.6
Gain/pertes s/ valeur des immeubles de placement	-	-	- 6.5	- 6.5	-	-	154.5	154.5	-	-	160.3	160.3
Gain/perte sur cession	-	0.6	-	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Dotations aux amortissements corporels	- 1.8	-	-	- 1.8	- 1.4	-	-	- 1.4	- 3.6	-	-	- 3.6
Dotations aux amortissements incorporels	- 1.7	-	-	- 1.7	- 1.1	-	-	- 1.1	- 3.5	-	-	- 3.5
= Résultat opérationnel congrès expositions	51.1	0.6	- 6.5	45.2	31.5	-	154.5	186.1	62.1	-	160.3	222.4
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	- 0.1	-	-	- 0.1	0.5	-	-	0.5	0.4	-	-	0.4
RÉSULTAT SECTORIEL CONGRÈS EXPOSITIONS	51.0	0.6	- 6.5	45.1	32.0	-	154.5	186.5	62.6	-	160.3	222.9
EBE de l'activité prestations de services	0.9	-	-	0.9	2.3	-	-	2.3	5.6	-	-	5.6
Amortissement des biens d'exploitation	- 0.5	-	-	- 0.5	- 0.4	-	-	- 0.4	- 1.4	-	-	- 1.4
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL DES AUTRES PRESTATIONS	0.4			0.4	1.9			1.9	4.2			4.2
= TOTAL DES RESULTATS SECTORIELS	229.6	72.3	772.5	1 074.5	208.7	2.7	608.2	819.6	414.0	137.7	1 167.7	1 719.4
Frais de siège & charges communes	- 5.8	-	-	- 5.8	- 5.7	-	-	- 5.7	- 12.5	-	-	- 12.5
Frais développement	- 2.6	-	-	- 2.6	- 1.7	-	-	- 1.7	- 1.3	-	-	- 1.3
Divers	1.4	-	-	1.4	0.5	-	-	0.5	1.0	-	-	1.0
dotations aux amortissements	- 0.7	-	-	- 0.7	- 0.6	-	-	- 0.6	- 1.3	-	-	- 1.3
Total autres charges et produits d'exploitation	- 7.8	-	-	- 7.8	- 7.5	-	-	- 7.5	- 14.1	-	-	- 14.1
Coût de l'endettement financier net	- 41.7	-	-	- 41.7	- 46.9	-	-	- 46.9	- 98.6	-	-	- 98.6
Variation de valeur des instruments dérivés	-	-	122.7	122.7	-	-	- 45.2	- 45.2	-	- 2.3	- 17.4	- 19.7
Actualisation des dettes & créances	-	-	- 2.5	- 2.5	-	-	- 4.0	- 4.0	-	-	- 5.8	- 5.8
Total charges financières	- 41.7	-	-	- 41.7	- 46.9	-	- 49.2	- 96.1	- 98.6	- 2.3	- 23.2	- 124.1
Résultat & dividendes des sociétés non consolidées	- 0.1	-	-	- 0.1	- 0.1	-	-	- 0.1	- 0.1	-	-	- 0.1
= RESULTAT AVANT IMPÔTS	180.0	72.3	892.7	1 145.1	154.2	2.7	559.0	715.9	301.2	135.5	1 144.5	1 581.1
Impôt sur les sociétés	- 8.2	-	- 11.4	- 19.5	- 3.1	-	- 43.3	- 46.4	- 5.3	-	- 50.0	- 55.4
= RESULTAT NET	171.9	72.3	881.3	1 125.6	151.1	2.7	515.7	669.5	295.9	135.5	1 094.4	1 525.7
Part des minoritaires	19.7	-	76.7	96.4	15.8	-	32.8	48.6	31.7	-	108.7	140.4
RESULTAT NET PART DU GROUPE	152.2	72.3	804.7	1 029.2	135.3	2.7	482.9	620.9	264.1	135.5	985.7	1 385.3

nombre moyen d'actions

45 819 290

45 420 000

45 499 713

RNR / action

3.32

11.4%

2.98

5.81

1. Normes comptables / périmètre de consolidation

Les comptes consolidés du Groupe sont établis en conformité avec le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne au 30.06.2006.

Aucune modification n'est intervenue dans l'application des règles comptables à l'exception des franchises de loyers étalées sur la durée ferme des baux qui sont dorénavant déduites des justes valeurs des immeubles de placement inscrites au bilan (21,9 M€ au 30.06.2006, soit 0,2% de la valeur du patrimoine).

Au 30.06.2006, le périmètre de consolidation comprend 124 sociétés consolidées en méthode globale à l'exception de :

- 11 sociétés consolidées en proportionnel :
 - ✓ Pôle Centres Commerciaux : les sociétés propriétaires de Rosny 2 et Cité Europe ainsi que les sociétés en participation (SEP) Boissy 2, Evry 2, Extension Evry 2, Massy.
 - ✓ Pôle Congrès-Expositions : la Société d'Exploitation du Palais des Sports de la Porte de Versailles, et 4 filiales du groupe Exposium, propriétaires des salons Femo, Industrie Lyon, Interexpo et Pac EX.
- 4 sociétés mises en équivalence :
 - ✓ Pôle Bureaux : SCI Karanis (Cœur Défense).
 - ✓ Pôle Centres Commerciaux : SCI Triangle des Gares (Euralille).
 - ✓ Pôle Congrès-Expositions : 2 filiales canadiennes du groupe Exposium.

2. Chiffres-clés et principaux événements du semestre

Les principaux événements sont :

- Les livraisons de 3 actifs importants : l'ouverture du Dôme des Quatre Temps à La Défense pour le pôle centres commerciaux et, pour le pôle bureaux, les livraisons de la 2^{ème} phase de Capital 8 et du Palais du Hanovre, dont la cession est intervenue le 30 juin ;
- Les cessions de 3 immeubles de bureaux (Palais du Hanovre, 189 Malesherbes et 31 Colisée) pour 327 M€ ;
- Des acquisitions pour 65 M€, essentiellement dans le pôle centres commerciaux (acquisition de 50% du centre commercial d'Etrembières et renforcement dans le centre commercial de Toulouse-Labège).

Les deux indicateurs clés traduisent les bonnes performances du groupe sur le semestre :

- **Le Résultat Net Récurrent par action s'élève à 3,32 € au 1^{er} semestre 2006. Il enregistre une progression de 11,4% par rapport au 1^{er} semestre 2005. Ce résultat permet de confirmer l'objectif d'une croissance à 2 chiffres de cet indicateur sur l'année.**
- **L'Actif Net Réévalué de liquidation –totalement dilué– par action ressort à 115,8 €, soit 22,2 % par rapport au 31.12.2005. La création de valeur sur le semestre s'élève à 22,9 € par action, si l'on ajoute à la croissance d'ANR de 21,0 € par action, la distribution des deux acomptes sur dividende versés au cours du semestre, soit 1,90 €/action.**

Le résultat net part du groupe, après comptabilisation des variations de juste valeur des immeubles de placement sur le semestre, s'élève à 1 029,2 M€.

Le compte de résultat est présenté d'une part selon le format normé recommandé par l'EPRA¹ et d'autre part selon le découpage sectoriel par pôle d'activité.

C'est cette présentation sectorielle qui est analysée et commentée ci-après.

¹ European Public Real Estate Association

3. Commentaires de l'activité par pôle

3.1 Pôle Bureaux

Le marché des bureaux au 1^{er} semestre 2006²

Après les résultats exceptionnels enregistrés sur l'année 2005, le premier semestre 2006 confirme la tendance.

La demande placée atteint en effet au 30 juin 1 437 000 m², soit une hausse de près de 50% par rapport au premier semestre 2005. Elle continue d'être alimentée par les transactions supérieures à 5 000 m² qui représentent 47% de la demande placée. Les secteurs d'activités à l'origine de ces transactions sont majoritairement les services financiers pour 30% environ et les industries de pointe pour près de 30% également.

On assiste à une consolidation plus grande encore des secteurs d'affaires traditionnels ; Paris et le Secteur des Affaires de l'Ouest concentrent près de 60% des transactions en Ile de France.

Le recul de l'offre immédiate disponible constatée en 2005 s'est encore affirmé en début d'année. La baisse de l'offre disponible au premier semestre 2006 par rapport à la même période en 2005 est de -13% sur l'ensemble de l'Ile de France ; elle est particulièrement sensible à La Défense (-30%).

En conséquence, la tendance baissière du taux de vacance se poursuit : 4,8% dans le QCA, 6,4% à La Défense, 7,1% dans le Secteur des Affaires de l'Ouest et 5,2% au global en Ile de France.

Alors que les transactions de plus de 5 000 m² se réalisent de plus en plus souvent sur des immeubles neufs ou restructurés (75% des transactions en 2006, contre 70% en 2005 et 67% en 2004), l'offre future neuve d'actifs de plus de 5 000 m² à l'horizon 2007 se limite à 550 000 m².

L'augmentation des loyers « prime » s'est confirmée en début d'année : + 3% pour le Quartier Central des Affaires entre le 1^{er} trimestre et le 2^{ème} trimestre 2006 (6% depuis le début de l'année) et + 7% sur la Défense également entre 1^{er} et 2^{ème} trimestre 2006.

Si les avantages commerciaux consentis demeurent significatifs, leur compression ainsi que le niveau élevé des valeurs locatives attestent de la bonne fluidité du marché.

Le niveau des investissements réalisés au premier semestre 2006 (9,6 milliards d'€) sur les bureaux est comparable aux montants investis sur l'ensemble de l'année 2005 (10,1 milliards d'€) qui apparaissait déjà comme une année record. Les capitaux disponibles sur le marché parisien sont toujours très importants confortés par la reprise du marché locatif.

Le premier semestre 2006 a vu s'accélérer un certain nombre d'arbitrages notamment de la part de certains fonds de pension allemands. C'est ainsi que l'on constate une remontée importante de la part des bureaux dans les investissements en immobilier commercial en Ile de France (91%) ; 61% des engagements relèvent d'investisseurs français, ceux-ci sont suivis par les fonds nord-américains puis espagnols. Les investisseurs allemands poursuivent une prospection active malgré une politique d'arbitrage massif.

Activité du Pôle Bureaux au 1^{er} semestre 2006

Pôle Bureaux	2006 S1	2005 S1
Revenus locatifs bureaux	67,7	73,4
Charges nettes d'exploitation	- 4,0	- 0,3
Charges locatives non récupérées	- 2,2	- 3,6
Charges sur immeubles	- 1,4	- 3,7
Honoraires de gestion immobilière	- 0,5	- 0,4
Foncier	- 0,0	- 0,0
= Loyers nets	63,7	73,1
Frais de gestion des actifs	- 2,2	- 2,2
RESULTAT OPERATIONNEL RECURRENT	61,5	71,0
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1,8	1,4
Intérêts sur créances	4,0	3,9
RESULTAT SECTORIEL RECURRENT	67,3	76,2

Les revenus locatifs bruts du 1^{er} semestre 2006 s'élèvent à 67,7 M€, soit une baisse de 5,7 M€ par rapport au 1^{er} semestre 2005, dont les trois principales composantes sont :

- 13,6 M€ de perte de loyer des immeubles cédés en 2005, notamment Cité du Retiro et le 50 av Montaigne et en 2006, le 31 rue du Colisée ;
- 4,5 M€ de loyer supplémentaire provenant de la location de la 1^{ère} tranche de Capital 8 ;
- 2,8 M€ de progression des loyers sur le périmètre constant.

Les loyers nets du Pôle Bureaux ressortent au 1^{er} semestre à 63,7 M€ contre 73,1 M€ sur la même période de 2005 au cours de laquelle avait été enregistré un produit exceptionnel de 5,7 M€ provenant du dénouement favorable d'un litige sur l'immeuble 7 place Adenauer (Paris 16^{ème}).

A périmètre constant et hors l'indemnité mentionnée ci-dessus, les loyers nets progressent de 5,6% par rapport au 1^{er} semestre 2005. Cette progression de 2,8 M€ s'analyse ainsi :

- L'indexation des loyers permet d'enregistrer 1,1 M€ de revenus complémentaires par rapport au 1^{er} semestre 2005 (+ 2,2 %) ;
- Les nouveaux baux signés ont produit 3,9 M€, soit +7,7 %.
- Les renouvellements ont permis de capter 0,5 M€ de loyers complémentaires (+1,0%) ;
- Les départs de locataires ont généré une perte nette de loyer de 2,8 M€ par rapport au 1^{er} semestre 2005 (net des indemnités perçues pour les départs anticipés), soit -5,5 % ;
- Le solde, soit 0,1 M€ provient d'une baisse des charges non récupérables : le ratio des loyers nets sur les loyers bruts passe de 93,6 % à 94 %.

L'activité de commercialisation a été dynamique sur le semestre.

Les départs ou résiliations enregistrés depuis le 01.01.2006 représentent une perte de loyer brut de 7,8 M€ en année pleine, alors que les nouvelles commercialisations et les renouvellements ou renégociations signés dans le semestre génèrent 15,1 M€ de gain de loyer en année pleine.

Les opérations les plus significatives³ du 1^{er} semestre 2006 ont porté sur :

- La tour Ariane à La Défense avec la prise à bail de 12 étages⁴ (18 520 m²) par le groupe Marsh pour une durée ferme de 12 ans et d'un étage (1 533 m²) par le fournisseur de services réseaux Vanco.
- Capital 8 phase 2, avec un bail signé pour 9 ans fermes avec Eurazéo sur 3 182 m² dans la partie « Murat », marquant la

² Sources : Données Immostat / Atisreal / CBRE

³ Les surfaces sont données en m² pondérés.

⁴ Après la signature d'un premier bail sur 9 étages en janvier, les options sur 3 étages supplémentaires ont été levées.

première commercialisation de cet ensemble de 46 000 m² de surface utiles brute dont la livraison a été effectuée fin juin 2006. Un deuxième bail signé postérieurement au 30 juin avec Marionnaud pour 2 768 m² et des négociations avancées avec d'autres prospects témoignent de la qualité du produit et de l'intérêt qu'il suscite. Les niveaux de loyer négociés au 1^{er} semestre 2006 sont supérieurs d'environ 6% par rapport aux 1^{ères} commercialisations de l'opération fin 2005.

- Le bail Euronext sur l'immeuble de la rue Cambon (Paris 1^{er}) a été renouvelé pour une durée ferme de 9 ans, sur une surface de 13 518 m² et avec une base locative réévaluée de près de 30%. Deux étages ont été restitués et feront l'objet d'une rénovation.
- Le bail d'Ernst & Young sur le 41 rue Ybry à Neuilly (13 978 m²) a été renouvelé en janvier pour une durée ferme de 9 ans, dégagant une augmentation de la base locative de 34% et permettant ainsi la signature en juin d'une promesse de vente de cet immeuble dans des conditions optimales.

Au 30.06.2006, le portefeuille des baux du Pôle Bureaux représente un montant cumulé de loyer en année pleine de 150,5 M€, dont les échéances (option de sortie et fin de bail) sont données dans le tableau ci dessous.

Echéancier 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	11,7	7,7%	11,7	7,7%
2006	6,7	4,4%	6,7	4,4%
2007	23,9	15,9%	8,9	5,9%
2008	12,9	8,6%	2,4	1,6%
2009	20,5	13,6%	12,9	8,6%
2010	19,8	13,2%	1,9	1,3%
2011	8,5	5,6%	6,9	4,6%
2012	2,2	1,5%	6,8	4,5%
2013	2,1	1,4%	34,9	23,2%
2014	4,0	2,7%	14,8	9,8%
2015	17,2	11,4%	21,6	14,3%
2016	10,7	7,1%	10,9	7,2%
Au-delà	10,3	6,8%	10,4	6,9%
total des loyers	150,5	100%	150,5	100%

Les loyers potentiels sur les surfaces vacantes des immeubles en service au 30.06.2006 représentent 38,6 M€. Le taux de vacance financière ressort à 20,4 % (représentant 65 462 m²), contre 5% au 31.12.2005. Cette augmentation provient de la livraison de la 2^{ème} phase de Capital 8 (partie « Murat ») qui représente à elle seule les 2/3 de la vacance.

Pour le reste, la vacance est principalement constituée de 12 237 m² sur Les Villages à La Défense suite à la résiliation Cegetel, des 2 étages libérés par Euronext sur le 39/41 rue Cambon et des 3 étages restant à louer dans la tour Ariane.

Les loyers potentiels des surfaces des immeubles en rénovation (Cnit et 44 Lisbonne (4 008 m²) qui devrait être livré en septembre 2006), sont évalués à 9,3 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 (1,8 M€), propriétaire de Cœur Défense et consolidée par mise en équivalence, ainsi que les revenus du prêt accordé à cette société (4 M€).

Sous déduction des frais de gestion des actifs (2,2 M€), le résultat récurrent du Pôle Bureaux ressort à 67,3 M€, contre 76,2 M€ au 1^{er} semestre 2005.

Trois immeubles ont été cédés au 1^{er} semestre 2006 pour un montant total net vendeur de 327,4 M€ :

- Le 31 rue du Colisée (Paris 8^{ème}) cédé le 31.03.2006 ;
- Le 189 Bd Malesherbes (Paris 17^{ème}), cédé le 30.06.2006, après l'achèvement de sa rénovation et sa location à compter de janvier à REXEL ;
- Le Palais du Hanovre (Paris 2^{ème}) dont la rénovation totale a été achevée en mai 2006, cédé à BNP-Paribas le 30.06.2006.

Toutes les ventes ont été réalisées à des prix supérieurs aux évaluations faites par les experts au 31.12.2005. Elles extériorisent une plus value de cession de 73,1 M€, soit + 29 % par rapport aux valeurs de marché inscrites au bilan du 31.12.2005. Net des reprises des soldes des étalements de franchise de loyer, le résultat de cession comptabilisé s'élève à 71,7 M€.

Les investissements du Pôle Bureaux au 1^{er} semestre 2006 se sont élevés à 62,7 M€ :

- 14,4 M€ pour la poursuite des travaux de Capital 8 ;
- 40,1 M€ de travaux de rénovation sur le reste du patrimoine, dont principalement la Tour Ariane, le 44 Lisbonne, le Cnit et la fin des travaux du Palais du Hanovre ;
- Le solde, soit 8,2 M€, comprend les frais financiers immobilisés (6,9 M€), les honoraires de commercialisation et les frais internes capitalisés.

La valeur du patrimoine de bureaux inscrite au bilan au 30.06.2006 s'élève à 3 116 M€ hors droits, dont 3 037 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).

Sur la base des expertises hors droits au 30.06.2006, la variation de juste valeur des immeubles de placement depuis le 31.12.2005 génère un résultat de 362,4 M€, auquel s'ajoute 34,7 M€ de variation de valeur des titres⁵ de la SCI Karanis, propriétaire de Cœur Défense, mis en équivalence.

Postérieurement au 30 juin :

- Une promesse de vente a été signée pour l'immeuble 41 rue Ybry à Neuilly.
- Unibail a signé une promesse d'achat d'une réserve foncière complémentaire à La Défense.

⁵ 29,1 M€ dû à l'augmentation de valeur de l'immeuble et 5,6 M€ pour la mise à juste valeur des instruments financiers.

3.2 Pôle Centres Commerciaux

Les centres commerciaux au 1^{er} semestre 2006

Depuis l'été 2005, la consommation des ménages a retrouvé une croissance robuste. Le léger ralentissement du 4^{ème} trimestre n'infléchit pas une tendance nette à la hausse qui s'inscrit à +0,9% au 1^{er} trimestre et +0,7 % au 2^{ème} trimestre selon les prévisions actuelles. Le 2^{ème} semestre pourrait enregistrer des progressions plus modestes (de l'ordre de 0,5 % par trimestre) avec une progression attendue des dépenses de consommation des ménages sur l'année à +2,6 %⁶. Dans les faits, les résultats sectoriels s'annoncent néanmoins contrastés avec des effets d'arbitrage et de maîtrise des achats forts dans un contexte de dépenses fixes qui s'accroissent (immobilier, essence, téléphone).

Bien que pénalisée sur certains centres en travaux, la progression semestrielle du chiffre d'affaires dans les centres Unibail reste soutenue à +2,6 %⁷ sur le semestre. L'indicateur Banque de France⁸ sur les 6 premiers mois de l'année affiche une progression de 3,3%, enregistrant notamment une progression spectaculaire au mois de juin due semble-t-il aux ventes de 'produits bruns' (effet coupe du Monde), secteur sous représenté dans les centres Unibail.

Les grandes surfaces spécialisées (GSS) ont encore progressé de +3,8 % avec un fort impact des produits culturels (notamment Fnac) qui restent très dynamiques, de l'équipement de la personne, principalement H&M et Zara, et également des GSS de sport qui renouent avec une croissance soutenue.

Le secteur Beauté / Santé progresse de +5,2% soutenu principalement par l'activité parapharmacie et parfumerie.

Au cours des 6 premiers mois de l'année, les chiffres d'affaires des commerçants des centres Unibail de la région parisienne ont enregistré des croissances soutenues en volume, notamment à Carré Sénart (+7,1%), au Carrousel du Louvre (+7,4%), au Cnit (+4,8%) ou encore au Forum des Halles (+4 %). Les 4 Temps affichent une progression de +1,7% en volume malgré une activité fortement perturbée par les travaux avant l'inauguration du Dôme, le nouveau pôle loisirs du centre, fin avril. Rosny 2, sous l'effet des restructurations et travaux récents (fermeture de Virgin fin juin 2005, restructuration de Go Sport, travaux BHV/Galleries Lafayette en cours qui pèsent sur l'activité du centre) s'inscrit en retrait en volume (-3,5 %) mais croît à enseignes comparables (+1,8 %).

Pour sa part, le chiffre d'affaires des commerçants de Vélizy 2 a décroché de 1,2 % au 1^{er} semestre 2006 par rapport au 1^{er} semestre 2005 du fait de la rénovation en cours.

Au total, et en dépit des perturbations visées ci-dessus, le chiffre d'affaires des commerçants des centres Unibail de la région parisienne a cru de 2,1 % sur le 1^{er} semestre 2006 par rapport au 1^{er} semestre 2005.

En province, les chiffres d'affaires ont progressé de +4,2% en volume. La dynamique est impulsée par Nice Etoile qui, après sa complète restructuration / rénovation achevée en septembre dernier, a progressé de +27% en volume et +8,8% à enseignes comparables. Toulouse Labège (+6,6%), BAB 2 (+5,7%) et Saint Genis Laval (+3,9%) enregistrent également de fortes progressions ainsi que CMK à Bordeaux (+8,7%) et la Toison d'Or à Dijon (+6,3%), illustrant l'impact majeur des commercialisations auprès de grands leaders du marché.

Cité Europe et Saint Martial à Limoges s'inscrivent en retrait sous l'impact respectif d'une baisse de fréquentation des anglais et d'une concurrence dynamisée.

Activité du Pôle Centres Commerciaux au 1^{er} semestre 2006

Pôle Centres Commerciaux	2006 S1	2005 S1
Revenus locatifs commerces	121,7	108,5
Charges nettes d'exploitation	- 8,8	- 8,1
Charges locatives non récupérées	- 1,6	- 2,0
Charges sur immeubles	- 4,0	- 3,3
Honoraires de gestion immobilière	- 3,1	- 2,9
Foncier	- 1,5	- 1,5
= Loyers nets	111,5	98,9
Frais de gestion des actifs	- 2,6	- 2,4
RESULTAT OPERATIONNEL RECURRENT	108,9	96,5
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	1,7	1,7
Intérêts sur créances	0,5	0,5
RESULTAT SECTORIEL RECURRENT	111,0	98,6

Les revenus locatifs du Pôle Centres Commerciaux s'élèvent à 121,7 M€ au 1^{er} semestre 2006, contre 108,5 M€ sur la même période 2005, soit une progression de 12,1 %.

Les loyers nets ressortent à 111,5 M€ en progression de 12,7 % par rapport au 1^{er} semestre 2005. Cette progression de 12,6 M€ se décompose ainsi :

- + 5,1 M€ proviennent de l'acquisition au 2^{ème} semestre 2005 de 51% des centres Rennes Alma et Vélizy Usines Center et de lots de copropriété dans le centre de Limoges St Martial ;
- + 0,8 M€ sont générés par les acquisitions au 1^{er} semestre 2006 du centre commercial d'Etrembières et de lots de copropriété dans le centre de Toulouse Labège ;
- + 6,8 M€ correspond à la progression des loyers nets à périmètre constant. Elle représente une hausse de 6,9% composée de :
 - ✓ 0,6 % au titre de l'indexation
 - ✓ 5,3 % généré par la signature des nouveaux baux⁹
 - ✓ 1,3 % provenant des gains de loyer sur renouvellements
 - ✓ 2,1 % de divers, comprenant des variations sur les charges refacturées aux locataires et sur les charges non refacturées
 - ✓ -2,4% provenant de perte de loyers due à des départs de locataires.

183 nouveaux baux ou renouvellements ont été signés au 1^{er} semestre 2006 (135 sur le 1^{er} semestre 2005), pour une base locative de 19 M€ en année pleine.

- L'activité de renouvellement des baux échus a été particulièrement dynamique avec 77 signatures sur le semestre, générant un gain de loyer en année pleine de 1,6 M€.
 - 106 commercialisations nouvelles et recommercialisations ont été conclues pour 11,6 M€ de loyer en année pleine, alors que sur la même période 61 départs étaient enregistrés pour une perte de loyer de 5,3 M€.
- Les principales opérations ont porté sur les Quatre Temps (Monoprix / Mansfield / Mango / Lacoste / Andaska ...), Toulouse Labège (H&M) et Rosny 2 (Go Sport).

Au global, les opérations de renouvellement et de re-commercialisation ont généré +24% de progression de leur base locative.

⁶ Insee, Note de conjoncture, juin 2006

⁷ Périmètre Unibail en quote part consolidée, hors hypermarchés, y compris JLSI, Villacoublay Usines Center, Rennes Alma et Etrembières

⁸ Banque de France – Commerce de détail – juin 2006

⁹ y compris droits d'entrée perçus au titre de nouveaux baux.

Au 30.06.2006, le portefeuille des baux du Pôle Centres Commerciaux représente un montant cumulé de loyers en année pleine, hors loyers variables et autres produits, de 216,2 M€.

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

Echéancier des baux du pôle commerces (M€)				
Années	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
Echus à renouveler	22,2	10,3%	22,2	10,3%
2006	10,7	4,9%	9,0	4,1%
2007	52,8	24,4%	8,2	3,8%
2008	71,7	33,2%	10,8	5,0%
2009	46,2	21,4%	14,2	6,6%
2010	3,9	1,8%	28,0	13,0%
2011	2,0	0,9%	19,1	8,8%
2012	1,8	0,8%	39,5	18,3%
2013	0,0	0,0%	16,6	7,7%
2014	1,2	0,6%	18,5	8,6%
2015	0,0	0,0%	14,6	6,8%
2016	0,0	0,0%	9,5	4,4%
Au delà	3,7	1,7%	6,0	2,8%
Total des loyers	216,2	100%	216,2	100%

Le taux d'effort moyen¹⁰ des locataires dans les centres Unibail s'élève à 10,8 %, contre 10,7 % au 31.12.2005.

Le taux de vacance financière au 30.06.2006 ressort à 1,7 % (dont 0,2% de vacance stratégique) contre 1,2 % au 31.12.2005. Les loyers des surfaces vacantes en service représentent 3,7 M€ en année pleine. La hausse ponctuelle du taux de vacance au 30 juin provient de résiliations pour des relocations qui n'interviendront qu'au 2^{ème} semestre.

Les surfaces en cours de restructuration au Cnit et aux Quatre Temps représentent un potentiel de loyer complémentaire d'environ 3,1 M€.

Après intégration de la quote-part de résultat d'Euralille (1,7 M€), centre détenu par une société consolidée par mise en équivalence, et des revenus de la créance associée (0,5 M€), ainsi que des frais de gestion d'actifs sur le portefeuille (- 2,6 M€), le résultat des activités récurrentes du Pôle Centres Commerciaux s'élève à 111 M€ au 30.06.2006 contre 98,6 M€ au 30.06.2005.

Les investissements du pôle Centres Commerciaux au 1^{er} semestre 2006 se sont élevés à 157,1 M€ (109,9 M€ en quote-part du groupe).

- Unibail a acquis, le 11.04.2006, 50,02% des parts de la SCI Val Commerces, propriétaire du centre commercial d'Etrembières (74), à proximité de la frontière avec la Suisse. Le partenaire dispose d'une option de vente, à valeur d'expertise, de sa participation à Unibail¹¹.
- Des lots ont été acquis, le 07.02.2006, dans le centre de Toulouse Labège. Suite à cette acquisition l'ancien locataire a été remplacé par H&M, renforçant ainsi notablement l'attractivité du centre.
- 52 M€ ont été investis (30,4 M€ en quote part) pour des travaux de rénovation et d'extension des centres existants, essentiellement les Quatre Temps.

- 15,7 M€ de frais financiers, indemnités d'éviction et honoraires de commercialisation ont été immobilisés ;
- 27,9 M€ ont été consacrés aux projets de nouveaux centres, essentiellement Strasbourg Etoile (22 M€) dont l'ouverture est programmée en 2008, et Carré Sénart II (3,4 M€) où les coques des restaurants en bord du canal sont en cours de finition.

Les autres projets de développement, Lyon Confluence, Docks de Rouen, Versailles chantiers et Aéroville à Roissy poursuivent leur avancement tant au niveau de l'obtention des permis de construire que des pré-commercialisations.

La valeur du patrimoine de Centres Commerciaux inscrite au bilan au 30.06.2006 s'élève à 4 497 M€ hors droits dont 4 314 M€ comptabilisés en immeubles de placement¹² 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 377,8 M€ au compte de résultat du 30.06.2006, auquel s'ajoute 4,1 M€ de variation de valeur des titres de la SCI du Triangle des Gares propriétaire de centre commercial Euralille, mise en équivalence.

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 produits par les différents sites d'expositions de Paris Expo ainsi que des loyers nets des hôtels Cnit-Hilton et Méridien Montparnasse ;
 - du résultat des prestations de services fournies par Paris Expo aux organisateurs et exposants, associées à ces locations.
- Le résultat opérationnel de l'activité organisation de salons (Exposium).

Pôle Congrès Expositions	2006 S1	2005 S1
Revenus locatifs congrès expositions et hôtels	60,6	56,6
Charges nettes d'exploitation	- 18,8	- 19,1
Foncier	- 6,0	- 6,1
= Loyers nets	35,9	31,4
Honoraires de prestations de services	26,7	21,4
Charges nettes d'exploitation	- 19,6	- 16,3
= Prestations de services sur sites	7,1	5,1
Résultat opérationnel sites congrès exposition (Paris Expo & hôtels)	43,0	36,5
Revenus organisation de salons	59,0	4,6
Charges nettes d'exploitation	- 47,2	- 7,1
Résultat opérationnel organisateur de salons (Exposium)	11,7	- 2,4
Dotations aux amortissements corporels	- 1,8	- 1,4
Dotations aux amortissements incorporels	- 1,7	- 1,1
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	- 0,1	0,5
RESULTAT SECTORIEL RECURRENT	51,0	32,0

¹⁰ Le taux d'effort est le rapport : (loyers + totalité des charges facturées) / chiffres d'affaires des commerçants locataires.

¹¹ Conformément aux normes IFRS, compte tenu de cette option de vente, la quote part du partenaire dans les capitaux propres est reclassée en dette au bilan consolidé.

¹² Auxquels s'ajoutent 100,2 M€ pour les centres en construction et 82,3 M€ pour les centres consolidés par mise en équivalence

Activité de gestion de sites de congrès-expositions (Paris Expo et hôtels)

Le chiffre d'affaires global de l'activité Paris Expo (hors hôtels) s'établit à 81,4 M€ au 1^{er} semestre 2006, contre 72,4 M€ au 1^{er} semestre 2005 et 72,1 M€ au 1^{er} semestre 2004. Il est rappelé que les années paires qui accueillent la majorité des salons biennaux importants (Mondial de l'Automobile, Interclima/idéobain, Equip'hôtels...) sont systématiquement plus actives que les années impaires.

Sur le secteur des salons, Paris Expo enregistre une légère diminution des m² x jours occupés pour les salons existants entre 2004 et 2006 liée entre autre à une contraction des temps de montage et démontage. Cette réduction en volume est compensée d'une part par les augmentations tarifaires et d'autre part par un solde positif (+9) entre les nouvelles manifestations accueillies sur les sites de Paris Expo et les départs ou disparitions de salons.

Le taux d'occupation ressort ainsi sur le 1^{er} semestre 2006 à 47%, en progression tant par rapport à 2005 (43,9%) qu'à 2004 (46,2%), année plus directement comparable.

La tendance constatée les années précédentes sur le visitorat se confirme sur ce 1^{er} semestre 2006 avec un accroissement du nombre de visiteurs sur les salons professionnels, combiné à une très légère diminution pour les manifestations Grand Public.

Les événements d'entreprise enregistrent une diminution en nombre, fortement compensée par l'accroissement de leur valeur unitaire. A noter, la tendance à un retour des événements sur le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication, telle la manifestation exceptionnelle organisée par SAP au 1^{er} semestre qui à elle seule génère un chiffre d'affaires supérieur à 2 M€. Des projets existent d'ores et déjà pour la tenue de tels événements en 2007.

L'activité sur le marché des congrès demeure stable. Pour autant, Paris Expo enregistre au 1^{er} semestre 2006 sur ce segment une croissance de 51% du chiffre d'affaires par rapport au 1^{er} semestre 2005. Cette croissance résulte d'une part d'un effet volume sur certains gros congrès, de la stratégie de Paris Expo d'élargir son offre à l'ensemble de ses sites notamment au Carrousel du Louvre avec la tenue de 2 congrès importants (World Food Business Summit et Rendez-vous des Centres Commerciaux de France) et d'autre part d'une augmentation de la part de marché de Paris Expo sur le secteur des congrès internationaux.

Activités locatives et de prestations confondues, le résultat opérationnel de Paris Expo s'établit sur le 1^{er} semestre respectivement à 36,9 M€ en 2006, 31,2 M€ en 2005 et 31,9 M€ en 2004. La progression entre années comparables est donc de 15,5%.

Après prise en compte des hôtels Méridien-Montparnasse et Hilton-Cnit, rattachés à ce secteur d'activité, le résultat opérationnel des sites de congrès expositions et des hôtels s'élève à 43 M€ au 30.06.2006.

Les investissements réalisés sur les sites gérés par Paris Expo au 1^{er} semestre 2006 s'élèvent à 6,9 M€ et concernent principalement la finalisation des travaux du parvis A du Parc des Expositions de la Porte de Versailles.

La valeur du patrimoine des sites de congrès-expositions et des hôtels inscrite au bilan au 30.06.2006 s'élève à 853,9 M€ (hors droits), dont 809,9 M€ en immeubles de placement. La mise à juste valeur des sites sur la base des expertises confiées à KPMG (voir chapitre Actif Net Réévalué ci après) génère une charge de 6,5 M€ au compte de résultat au 30.06.2006.

Activité Exposium

Compte tenu des fréquences des différents salons, l'année 2006 voit la conjonction de tenues de manifestations biennales et triennales, avec une concentration de l'activité sur le 4^{ème} trimestre.

Les principales manifestations qui se sont tenues au 1^{er} semestre sont : Intermat, Industrie, Manutention, Expobois, les salons Comités d'Entreprises et, à l'étranger, le SIAL Chine à Shanghai.

Le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2006 s'élève à 59 M€. Si les salons Industrie et Manutention sont légèrement en retrait par rapport à leurs éditions précédentes, le salon Intermat bat tous ses records tant en surface (180 000 m²) que visitorat, chiffre d'affaires et marge brute.

La contribution d'Exposium au résultat opérationnel consolidé d'Unibail au 1^{er} semestre 2006 s'élève à 11,7 M€, sans comparaison possible avec le 1^{er} semestre 2005 (-2,4 M€) du fait de la saisonnalité mentionnée ci-dessus et de l'entrée d'Exposium dans le groupe Unibail au 1^{er} avril 2005.

Sur l'année 2006, Exposium devrait atteindre son objectif d'environ 40 M€ d'excédent brut d'exploitation.

Contrairement aux immeubles, les actifs d'Exposium, comptabilisés en incorporel, ne sont pas réévalués et sont maintenus au bilan à leur valeur d'entrée.

Au 1^{er} semestre 2006, Exposium a acquis 5 salons¹³ pour un investissement total de 4,6 M€.

Postérieurement au 30 juin, Exposium a acquis 65% de la société MEDIFA, propriétaire et organisatrice du Salon du Meuble de Paris, pour un montant total de 10,3 M€.

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 s'élève, au 1^{er} semestre 2006, à 0,4 M€.

¹³ Progilog, Intertronic, Copropriété, RF & Hyper et Technibois.

4. Résultat au 30 juin 2006

Les charges d'exploitation, non affectables à chacun des pôles s'élèvent à 5,8 M€ contre 5,7 M€ au premier semestre 2005. 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 2,6 M€ au 1^{er} semestre 2006.

La rubrique « divers » enregistre le résultat du portefeuille de crédit bail, dont l'encours résiduel géré en extinction s'élève à 11 M€ au 30.06.2006. La levée d'option d'achat d'un dossier a généré un produit non récurrent de 1 M€.

La somme des résultats opérationnels des pôles, après déduction de ces frais et charges communes, forme le Résultat Opérationnel Net, tel qu'il apparaît au compte de résultat au format EPRA, de 1 020,2 M€, dont 72,3 M€ provenant des cessions et 733,7 M€ provenant des mises à juste valeur.

Décomposition du Résultat Opérationnel Net du 1er semestre 2006		
	global	hors mise à juste valeurs et cessions
Pôle bureaux	495,7	61,5
Pôle centres commerciaux	486,7	108,9
Pôle congrès expositions	45,2	51,1
Prestations de services immobiliers	0,4	0,4
Autres charges et produits	- 7,8	- 7,8
Résultat Opérationnel Net	1 020,2	214,1

Frais financiers

Les frais financiers nets totaux supportés par le groupe atteignent 50,8 M€, dont 9,1 M€ de frais générés par le financement des opérations de construction et immobilisés, principalement pour le projet Capital 8.

La charge nette de l'endettement financier ressort donc à 41,7 M€.

Le taux moyen de la dette du Groupe s'élève à 3,5% au 1^{er} semestre 2006, contre 3,8 % sur l'exercice 2005. La politique de refinancement 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 122,7 M€ par rapport au 31.12.2005. 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 2,5 M€.

Fiscalité

L'impôt comptabilisé pour les sociétés ne bénéficiant pas de l'exonération du régime SIIC s'élève à 19,5 M€, dont 8,2 M€ sont imputables au résultat des activités récurrentes taxables (Paris Expo Porte de Versailles, Exposium et ses filiales, Espace Expansion). Le solde soit 11,4 M€ correspond principalement

aux impôts différés sur les variations de valeur des actifs hors du régime SIIC.

Le résultat net consolidé après impôts au 30.06.2006 s'élève à 1 125,6 M€ contre 669,5 M€ au 1^{er} semestre 2005.

La part des minoritaires dans ce résultat s'élève à 96,4 M€. Elle concerne principalement les centres commerciaux des Quatre Temps et du Forum des Halles ainsi que quelques sociétés du groupe Exposium.

Le résultat net consolidé en part du groupe du 1^{er} semestre 2006 s'élève à 1 029,2 M€ se décomposant en :

- 152,2 M€ de résultat net récurrent
- 72,3 M€ de résultat de cessions
- 804,7 M€ provenant des effets des mises à justes valeurs.

Le nombre moyen d'actions sur la période ressort à 45 819 290.

Le Résultat Net Récurrent par action s'élève à 3,32 € au 1^{er} semestre 2006, enregistrant ainsi une progression de 11,4% par rapport au 1^{er} semestre 2005.

5. Événements postérieurs au 30 juin

Hormis les événements mentionnés dans l'activité de chacun des pôles, Unibail a acquis 78,3% du capital de la Société de Tayninh, cotée sur Euronext, pour 6,1 M€.

L'acquisition de ce bloc sera suivie du dépôt d'une offre publique d'achat.

La cotation de la Société de Tayninh, actuellement sans activité, sera maintenue, cette société ayant vocation à constituer un outil supplémentaire pour les investissements immobiliers du groupe.

Perspectives

Compte tenu de la bonne orientation de l'activité pour le second semestre, l'objectif annoncé de progression à deux chiffres du Résultat Net Récurrent par action de 2006 est confirmé.

Au-delà, le groupe travaille 415 000 m² de projets signés, d'extension et de création de nouveaux centres commerciaux, représentant à 5 ans un potentiel de plus de 80% de croissance des loyers de ce pôle. A cela s'ajoutent 214 000 m² de projets de bureaux en cours (dont 150 000 m² à l'étude à La Défense) et diverses opportunités de croissance organique pour les Congrès-Expositions.

ACTIF NET RÉÉVALUÉ AU 30 JUIN 2006

Au 30.06.2006, l'Actif Net Réévalué par action, totalement dilué, estimé en valeur de liquidation s'élève à 115,8 €. Il est en hausse de 22,2% par rapport au 31.12.2005. La création de valeur sur le 1^{er} semestre 2006 s'élève à 22,9 € par action, si l'on ajoute à la croissance de l'ANR de 21,0 € par action les deux acomptes sur dividende versés au cours du 1^{er} semestre 2006, soit 1,9 € par action.

1. PATRIMOINE DES POLES

Le patrimoine des Pôles s'établit à 9 385 M€ au 30.06.2006, droits de mutation et frais inclus. A périmètre constant, l'augmentation de valeur sur six mois de l'ensemble des actifs, net des investissements, s'élève à +671 M€, soit +8,7% par rapport au 31.12.2005.

Evaluation du patrimoine des Pôles (Droits inclus) (1)	31.12.2005		30.06.2006 (2)		Evolution à périmètre constant au 30.06.2006 (3)		Evolution à périmètre constant net des investissements au 30.06.2006	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Bureaux	3 210	38%	3 447	37%	281	10,9%	247	9,6%
Centres Commerciaux	4 187	49%	4 776	51%	491	12,2%	428	10,6%
Congrès-Expositions	1 159	13%	1 162	12%	3	0,3%	4	-0,3%
Total	8 556	100%	9 385	100%	775	10,0%	671	8,7%

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

(2) L'évaluation du patrimoine au 30.06.2006 intègre :

- 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).
- Les activités de prestations de service attachées à l'activité de location de Paris Expo, prises en compte à leur valeur de marché.
- Les actifs provenant de l'acquisition du groupe Exposium au 31.03.2005, pris en compte à la valeur ayant permis de déterminer le coût d'acquisition des titres, ainsi que les salons acquis ultérieurement.

(3) Principales variations de périmètre au 1^{er} semestre 2006 :

- Cessions du 31 Colisée, du 189, Boulevard Malesherbes, du Palais du Hanovre et d'un immeuble situé à Bondy (- 257M€).
- Acquisitions du centre commercial d'Etrembières et de lots de copropriété dans le centre commercial de Labège (Toulouse).
- Acquisition par Exposium des fonds de commerces et des marques de cinq salons pour un montant total de 4,6 M€ et cession d'un salon mineur.

L'évolution à périmètre constant est calculée hors la partie Murat (Phase 2) de l'ensemble immobilier Capital 8, c'est à dire sans le coût de revient ni la revalorisation de la Phase 2, dont la livraison a été prise en compte au bilan consolidé du 30 juin 2006.

Au 30.06.2006, 94% de la valeur du patrimoine a fait l'objet d'une expertise externe.

Les experts qui évaluent les actifs 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 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 §3.7.

Les autres actifs sont valorisés :

- A la valeur des actifs ayant permis de déterminer le prix d'acquisition des titres pour Exposium et à la valeur d'acquisition pour les actifs acquis depuis moins de six mois, comprenant principalement le centre commercial d'Etrembières. Ces actifs représentent 3% du patrimoine total.
- A leur prix de vente pour les actifs sous promesse (deux actifs du Pôle Bureaux), qui représentent 2% du patrimoine total.
- A leur prix de revient pour les immeubles en construction : essentiellement les centres en développement (notamment Strasbourg-Etoile, Passages CMK à Bordeaux, Lyon Confluence, Docks de Rouen et Carré Sénart II), ce qui représente 1% du patrimoine total.

Le Pôle Bureaux

Méthodologie retenue par l'expert

Le principe général de valorisation retenu par DTZ Eurexi 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 m².

La méthode des flux de trésorerie actualisés consiste à évaluer un actif immobilier par actualisation des flux qu'il est susceptible de générer sur un horizon donné ; ces flux comprennent les loyers, les charges et les travaux prévisionnels, ainsi que la valeur de revente estimée du bien à l'issue de l'horizon d'analyse (valeur résiduelle).

Dans cette méthode d'évaluation, les flux futurs des loyers nets de charges et de travaux éventuels sont estimés en appliquant pour chaque locataire une hypothèse à l'échéance de son bail, départ ou renouvellement, et en prenant en compte le cas échéant les travaux de re-commercialisation et un manque à gagner durant la période de commercialisation.

La méthode par le rendement consiste à capitaliser un revenu net en place ou un loyer de marché à un taux de rendement approprié et à prendre en compte les écarts entre loyers effectifs et revenus potentiels à travers des pertes de revenus ou des surloyers, lesquels sont pris en compte pour leur valeur actualisée.

Cette méthode s'appuie sur la valeur locative (loyer de marché) des biens, comparée au revenu net perçu. Lorsque le loyer net est proche de la valeur locative, le loyer est capitalisé sur la base d'un taux de rendement de marché, reflétant notamment la qualité de l'immeuble et du locataire, la localisation du bien, la durée ferme restante. Le taux de rendement choisi est apprécié par comparaison avec les taux de rendement ressortant des transactions intervenues sur le marché. Dans le cas où le loyer net est sensiblement supérieur à la valeur locative, le surloyer actualisé jusqu'à la prochaine triennale est ajouté à la valeur locative capitalisée. Pour les immeubles sensiblement sous-loués, la valeur locative est capitalisée au taux de rendement retenu, puis une perte de revenu actualisée jusqu'à l'échéance du bail est déduite.

Pour les surfaces vacantes au moment de l'évaluation, la valeur locative est capitalisée à un taux de rendement de marché augmenté d'une prime de risque, puis le manque à gagner pendant la période de commercialisation estimée est déduit.

Evolution du patrimoine de bureaux

La Phase 2 de l'ensemble immobilier Capital 8 a fait l'objet d'une livraison en juin 2006 portant sur la partie Murat (46.000 m² utiles). Cet actif a été évalué au 30.06.2006 par DTZ Eurexi, faisant ressortir à cette date une plus-value de 156 M€ (après prise en compte du bail signé avec Eurazéo sur 3 182 m² pondérés) par rapport au coût de construction total estimé à la date de livraison.

L'analyse à périmètre constant¹⁴ fait ressortir une hausse globale de la valeur des actifs de bureaux, droits et frais inclus, de + 281 M€, soit + 10,9% depuis le 31.12.2005. Retraitee de

l'impact des travaux, frais financiers et honoraires immobilisés, la croissance de la valorisation des actifs de bureaux, à périmètre constant, est de + 9,6% dont + 4,9% provient de la hausse des loyers et des commercialisations et + 4,7% provient de la variation des taux.

Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux (Droits inclus)	Valorisation Droits inclus (1)	
	M€	%
Paris QCA	1 367	40%
Neuilly-Levallois-Issy	745	21%
La Défense	1 280	37%
Autres	55	2%
Total	3 447	100%

(1) Valorisation droits et frais inclus de l'ensemble des actifs du Pôle, comprenant Capital 8 (phases 1 et 2) et l'engagement résiduel 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 actifs occupés du Pôle au 30.06.2006 s'établit à 5,9%. Ce rendement est en baisse de 20 points de base par rapport au 31.12.2005.

Evaluation du patrimoine immobilier de bureaux pour les surfaces louées	Valorisation Droits inclus en M€ (2)	Valorisation Hors droits estimés en M€ (3)	Taux de Rendement (Hors Droits estimés) (4)	Prix €/ m ² moyen (5)
Paris QCA	862	845	5,4%	10 191
Neuilly-Levallois-Issy	745	717	6,2%	5 583
La Défense	951	928	6,3%	6 402
Autres (6)	53	50	5,6%	5 192
Total	2 611	2 540	5,9%	6 990

(2) Valorisation droits inclus du patrimoine Bureaux pour les surfaces occupées au 30.06.2006, sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant. Hors Cœur Défense, hors actifs en restructuration (44 Lisbonne) et hors surfaces vacantes.

(3) Valorisation hors droits et frais estimés (cf paragraphe 3.7) du patrimoine pour les surfaces occupées au 30.06.2006, sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert. Périmètre identique à la note (2) ci-dessus.

(4) Loyers annualisés, nets des charges non récupérables, des actifs loués divisés par l'évaluation des actifs occupés, hors droits et frais estimés.

(5) Sur la base du périmètre décrit en (2) en valeur hors droits estimés, diminué des parkings du 68/82 Maine. 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.

(6) Comprend essentiellement les actifs bureaux et parkings du 68/82 Maine à Paris 14^{ème}.

Les cessions réalisées au cours du 1^{er} semestre de l'année 2006 concernent quatre actifs du Pôle Bureaux (31 Colisée, un immeuble situé à Bondy, le Palais du Hanovre et le 189, Boulevard Malesherbes). Elles font ressortir un écart moyen positif de + 29% par rapport aux valeurs d'expertises hors droits enregistrées au bilan au 31.12.2005.

En particulier, la cession en date du 30 juin 2006 de la société détenant le Palais du Hanovre a fait ressortir une valeur hors droits de l'immeuble supérieure de 48% à la dernière évaluation réalisée par les experts en décembre 2005, augmentée du montant des travaux effectués au 1^{er} semestre 2006 sur cet immeuble. Cette hausse significative provient notamment de l'impact positif de la livraison de l'immeuble sur la valorisation, ainsi que de la prise en compte de son occupation future par l'acquéreur.

¹⁴ Hors Capital 8 phase 2 et cessions effectuées au 1^{er} semestre 2006.

La cession de l'immeuble du 189, Boulevard Malesherbes réalisée également le 30 juin 2006 a permis de réaliser un gain de +11% par rapport à la dernière expertise réalisée en décembre 2005.

Au global, les cessions d'actifs Bureaux réalisées au cours du 1^{er} semestre 2006 ont permis d'extérioriser une plus-value de 73,1 M€, nette des honoraires de cession.

Par ailleurs, une promesse de vente a été signée le 29 juin 2006 concernant l'immeuble 41 Ybry à Neuilly.

L'évaluation de Cœur Défense est effectuée par Expertim selon les mêmes méthodes que pour les autres actifs du portefeuille de bureaux. L'estimation de la participation résiduelle de 49% dans la SCI Karanis, qui détient Cœur Défense, se fonde sur cette évaluation, dont est déduite la dette attachée à l'actif, et sur la juste valeur des instruments financiers de couverture.

Le Pôle Centres Commerciaux

La valeur du patrimoine immobilier de centres commerciaux d'Unibail 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 et qui a indiscutablement un sens -et une valeur- dans ce secteur, n'est pas valorisée.

Méthodologie utilisée par l'expert

Pour chaque centre commercial, la méthodologie utilisée par CB Richard Ellis Bourdais privilégie une technique d'actualisation des flux futurs de trésorerie projetés sur six ans avec prise en compte d'une valeur de revente en fin de période déterminée par capitalisation des loyers nets de la sixième année.

Les revenus pris en compte dans le calcul des flux financiers actualisés comprennent les loyers minimums garantis, un forfait de loyers variables ainsi que les autres recettes pérennes générées par l'actif. Les charges retenues sont les charges non refacturables, les frais de gestion et de commercialisation, les provisions pour impayés et pour travaux non récupérables, les travaux d'entretien et de commercialisation. Un taux de vacance normatif est déterminé pour chaque actif.

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 basée sur une actualisation des flux financiers.

Les expertises réalisées par CB Richard Ellis Bourdais ont porté sur l'intégralité de la valeur du patrimoine en service, à l'exception des actifs en construction ou en projet au 30.06.2006 et du centre commercial d'Etrembières acquis à hauteur de 50,02% le 11 avril 2006. Les centres Rennes Alma et Vélizy Usines Center, acquis le 30.11.2005 (à hauteur de 51%) ont été valorisés par les experts au 30.06.2006.

Évolution du patrimoine de centres commerciaux

La hausse de valeur des actifs du Pôle Centres Commerciaux à périmètre constant, droits et frais inclus, est de + 491 M€, soit + 12,2% par rapport au 31.12.2005. Retraite de l'impact des travaux, frais financiers, indemnités versées et honoraires immobilisés, la croissance de la valorisation des actifs à périmètre constant est de + 10,6%, dont + 3,7% provient de la hausse des revenus des centres et + 6,9% s'analyse en une variation des taux de capitalisation.

Evaluation du patrimoine de Centres Commerciaux	Valeur Droits inclus en M€	Valeur Hors droits estimés en M€ (2)	Taux de rendement Hors droits estimés (3)
Paris et RP	3 150	3 051	4,7%
Province (1)	1 505	1 448	5,2%
Développement	121	121	n/a
Total	4 776	4 620	4,9%

(1) Inclut la valorisation des titres de la SCI Triangles des Gares au 30.06.2006, société mise en équivalence et portant le centre commercial Euralille, ainsi que le prêt accordé à cette société.

(2) Valorisation hors droits et frais estimés (cf paragraphe 3.7).

(3) Loyer annualisé net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur hors droits et frais estimés, hors Euralille et centres en développement.

Sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le rendement des actifs du pôle s'établit à 4,9% au 30.06.2006, qui se compare à un taux de 5,3% au 31.12.2005.

Pour mémoire, les actifs en exploitation du Pôle possèdent un potentiel de réversion de + 24%, hors rénovations et extensions.

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 Strasbourg-Etoile, du projet Passages CMK à Bordeaux, de Lyon Confluence, des Docks de Rouen, de Carré Sénart II, de Versailles Chantiers, du projet Eiffel à Levallois et du Projet Aéroville (aéroport Paris Charles de Gaulle).

Au 30.06.2006, les projets en développement du Pôle Centres Commerciaux représentent au bilan un coût historique total de 121 M€, principalement lié au terrain et aux travaux sur Strasbourg-Etoile¹⁵ et au projet des Passages CMK à Bordeaux.

Le Pôle Congrès-Expositions

La valeur du patrimoine immobilier des sites de congrès-expositions d'Unibail 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.

Par ailleurs, l'activité d'organisation de salons et les salons afférents n'ont fait l'objet d'aucune réévaluation dans l'ANR au 30.06.2006.

¹⁵ Comprend également 23 M€ concernant la construction du parking du centre, parking qui fait l'objet d'une VEFA au bénéfice de la Société d'aménagement et d'Équipement de la Région de Strasbourg (SERS).

Méthodologie utilisée par l'expert

La méthodologie de valorisation retenue par KPMG pour chacun des sites 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.

Évolution du patrimoine de Congrès-Expositions

Au 30 juin 2006, le patrimoine du Pôle Congrès-Expositions prend en compte les éléments suivants :

- une perte de valeur de 4 M€ du bail Eurobar qui prendra fin en 2007 et ne servira plus de surface de congrès ou d'expositions dans le cadre du projet de restructuration et de rénovation du Cnit,
- des acquisitions par Expositum de fonds de commerces et de marques de cinq salons pour un montant total de 4,6 M€ et la cession d'un salon mineur.

La valeur du patrimoine de congrès-expositions, droits et frais inclus, s'établit à 1 162 M€ au 30.06.2006, stable à périmètre constant, net des investissements, par rapport au 31.12.2005.

Estimation du patrimoine de Congrès-Expositions en M€ (Droits inclus)	31.12.2005	30.06.2006	Evolution à périmètre constant net des investissements	
			M€	%
Paris Expo (1)	689	690	-2	-0,3%
Hôtels : Méridien Montparnasse et Cnit Hilton	192	190	-2	-1,0%
Expositum	278	282	-	-
Total	1 159	1 162	-4	-0,3%

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

Les sites de congrès-expositions (Paris Expo) voient leurs valeurs droits et frais inclus, à périmètre constant et net des investissements, rester stables par rapport au 31.12.2005, par les effets compensés de l'impact positif des performances réalisées par le site de la Porte de Versailles et quelques incertitudes prises en compte par les experts touchant à des sites mineurs du fait d'une concurrence nouvelle potentiellement accrue (Grand Palais).

Ces valorisations font ressortir pour Paris Expo un taux de rendement moyen au 30.06.2006 (Résultat opérationnel récurrent estimé 2006 divisé par la valorisation retenue, hors droits et frais) de 9,2%, en légère hausse par rapport au 31.12.2005 (8,8%). Ce taux reste très conservateur par rapport aux comparables des transactions intervenues en 2005 sur des sites de congrès-expositions en Europe.

La valorisation des hôtels est en baisse de 2 M€ sur les six derniers mois, soit -1,0%, compte tenu de la baisse constatée sur la valeur d'expertise de l'hôtel Méridien Montparnasse qui résulte des hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires de cet actif retenues par l'expert, compte tenu du contexte concurrentiel.

Les actifs du Pôle Congrès-Exposition incluent également le sous-groupe Expositum, acquis le 31.03.2005 par Unibail et valorisé au 30.06.2006 à son prix d'acquisition pour 275 M€, correspondant à la valeur des salons et du goodwill à la date d'acquisition. La valorisation au 30.06.2006 comprend également le prix d'acquisition de six salons acquis en 2005 pour 2,6 M€ et de cinq salons acquis au 1^{er} semestre 2006 pour 4,6 M€.

2. METHODOLOGIE DE CALCUL DE L'ACTIF NET REEVALUE

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation est déterminé en ajoutant aux capitaux propres consolidés aux normes IFRS :

- les plus-values latentes sur les actifs immobilisés hors immeubles de placement qui ne sont pas à la valeur de marché au bilan (notamment le Siège d'Unibail au 5, Boulevard Malesherbes à Paris) ;
- un ajustement de la fiscalité latente et du coût de cession des actifs pour traduire 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 apparaissent à leur juste valeur au bilan.

Il est rappelé que les projets de développement ne sont pas réévalués et sont donc maintenus dans l'ANR pour leur coût historique.

Pour prendre en compte l'impact des titres donnant accès au capital (comprenant essentiellement à ce jour les stocks options), 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.

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

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 30.06.2006, les capitaux propres consolidés part du groupe s'élèvent à 5 025,0 M€, à comparer à 4 076,1 M€ au 31.12.2005. Les actionnaires disposent par ailleurs, au 30.06.2006, d'une créance de 52,8 M€ au titre du solde du dividende 2005 voté par l'Assemblée Générale du 27 avril 2006 et mis en paiement le 17.07.2006.

Ces capitaux propres intègrent un résultat net récurrent part du groupe de 152,2 M€, un résultat des cessions de 72,3 M€ et une variation de juste valeur des actifs et des instruments financiers à hauteur de 804,7 M€ en part du groupe.

3.2 Plus-values latentes sur le patrimoine immobilier

Les seules plus-values latentes à prendre en compte au 30.06.2006 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, Boulevard Malesherbes à Paris, Siège du groupe, pour lequel la plus-value latente est de 40,7 M€, hors droits et frais estimés.

3.3 Activités de services

Espace Expansion, société spécialisée dans la promotion, la commercialisation et la gestion d'actifs immobiliers, bénéficie d'une forte position sur un marché qui ne compte qu'un seul autre grand opérateur et où le savoir-faire des équipes est aujourd'hui l'élément clé de la valorisation pour les bailleurs. L'évaluation de cette filiale est maintenue à son prix historique. Au 30.06.2006 comme au 31.12.2005, un retraitement de + 31,0 M€ est pris en compte, correspondant à l'écart qui a été imputé en diminution des capitaux propres consolidés au moment de l'acquisition de cette société. Une évaluation systématique de la société est effectuée chaque année afin de justifier le maintien de la valorisation historique.

Les autres sociétés opérationnelles du Groupe (U2M, S2B, 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, 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 aurait un impact positif de 1,4 M€, qui est pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué.

3.5 Étalement des franchises de loyer

Dans les comptes consolidés au 31.12.2005, le solde des franchises restant à étaler, qui représentait 10,3 M€ au bilan, avait été retraité pour le calcul de l'ANR en valeur de liquidation. Dans les comptes consolidés au 30.06.2006, le solde des franchises restant à étaler a été directement déduit de la valeur des actifs, et donc des capitaux propres.

3.6 Retraitement des impôts

Dans le bilan consolidé au 30 juin 2006, les impôts différés 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 non SIIC (principalement le site de la Porte de Versailles) sont réintégrés et sont remplacés par l'impôt effectif.

Ainsi, les impôts différés au bilan sont calculés au taux de 34,43% sur l'écart de valeur des actifs non SIIC par rapport à leur valeur nette comptable et s'élèvent à 99,3 M€. Pour le calcul de l'ANR, ils sont remplacés par un impôt effectif sur plus-value réalisée en cas de cession, calculé au taux de 8% appliqué à la plus-value sur titre, soit 18,3 M€. Ce taux sera ramené à zéro en 2007, compte tenu des modifications prévues par la Loi de Finances.

3.7 Retraitement des droits et frais de mutation

Les droits de mutation et les frais généralement observés sur des opérations de cession sont estimés à 6% de la valeur de l'actif ou à 5% de la valeur de la société le détenant, suivant le mode de cession retenu. Pour les actifs en régime de TVA immobilière, les droits sont calculés au taux de 1%.

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 s'applique au cas par cas pour chacun des actifs.

Au 30.06.2006, les droits de mutation et autres frais de cession des actifs estimés en cas de cession s'élèvent à 256,5 M€, à comparer aux droits déjà déduits des valeurs des actifs figurant au bilan et qui s'élèvent à 419,9 M€, en application des normes IFRS.

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

Au 30.06.2006, la société ne détenait pas d'actions propres.

Par ailleurs, l'exercice des stocks options et des actions gratuites existant au 30.06.2006 aurait pour effet d'accroître le nombre d'actions de 1 739 195, moyennant un apport en capitaux propres de 121,3 M€.

Le nombre d'actions totalement dilué pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué au 30.06.2006 s'établit à 47 640 448 actions, y compris l'impact dilutif des stocks options.

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation part du groupe ressort donc à 5.516,6 M€ au 30.06.2006, soit 115,8 € par action totalement dilué, en hausse de +22,2% par rapport au 31.12.2005.

La création de valeur sur le semestre s'élève à 22,9 € par action, si l'on ajoute à la croissance d'ANR de 21,0 € par action les deux acomptes sur dividende versés au cours du 1^{er} semestre, soit 1,9 € par action.

Détermination de l'Actif Net Réévalué part du groupe en valeur de liquidation (en M€)	31-déc-05	30-juin-06
Capitaux propres	4 076,1	5 025,0
Créance des actionnaires	43,4	52,8
Plus et moins values latentes		
Sur immobilier hors immeubles de placement	37,3	40,7
Sur Espace Expansion	31,0	31,0
Sur instruments financiers (1)	- 29,1	1,4
Etalement des franchises de loyers (2)	- 10,3	-
Retraitement des impôts		
Impôt différé sur les valeurs des actifs non SIIC	95,0	99,3
Impôt effectif sur plus values latente des actifs non SIIC	- 18,0	- 18,3
Retraitement des droits de mutation		
Droits déduits dans les valeurs d'actifs au bilan	375,3	419,9
Droits et frais de cession estimés (3)	- 216,7	- 256,5
Impact des titres donnant accès au capital		
Impact potentiel des stock-options sur les capitaux propres	127,1	121,3
Actif Net Réévalué de liquidation (part du groupe)	4 511,1	5 516,6
Nombre d'actions (totalement dilué)	47 606 343	47 640 448
Actif Net Réévalué de liquidation par action totalement dilué	94,8 €	115,8 €
Variation		22,2%

(1) Ne concerne que la dette à taux fixe.

(2) Au 30.06.2006, les étalements de franchise ont été déduits directement de la valeur des actifs au bilan.

(3) Droits calculés selon le mode de cession envisagé (de l'actif ou de la société qui le détient).

1. Liquidité

Les nouvelles opérations de refinancement se sont concentrées sur les 6 premiers mois de l'année sur l'utilisation du programme de billets de trésorerie ainsi que sur la mise en place d'un nouveau crédit syndiqué de 700 M€ à 7 ans.

Le détail des opérations de refinancement du 1^{er} semestre 2006 est le suivant :

- 1 154 M€ d'émissions de Billets de Trésorerie d'une durée inférieure ou égale à un an qui ont représenté un encours moyen de 275 M€ sur le semestre.
- Le programme de Billet de Trésorerie est adossé à des lignes de crédit confirmées¹⁶. 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 623 M€ au 30.06.2006. Ces lignes sont obtenues auprès d'établissements financiers français et internationaux de première renommée. Leur durée de vie moyenne est de 3,8 années. Au 30.06.2006, aucune ligne de crédit confirmée n'était tirée.
- Un crédit bancaire syndiqué de 700 M€ et d'une maturité de 7 ans a été signé le 12.05.2006. Cet emprunt était tiré à hauteur de 135 M€ au 30 juin 2006. Unibail verse un coupon variable calculé au taux de l'Euribor 3 mois majoré de 25 points de base, cette marge variant avec le niveau d'utilisation de la ligne.

Les financements ci-dessus ainsi que l'utilisation en totalité du prêt syndiqué bancaire mis en place en juillet 2005 et le produit des cessions ont permis de faire face aux tombées obligataires de 750 M€ intervenues au premier semestre 2006.

Les excédents de trésorerie sur Unibail ont été limités sur le premier semestre 2006 et se sont élevés en moyenne à 11 M€ sur la période. Ces excédents ont été placés sur des Sicav monétaires peu risquées et diversifiées.

Mise à jour du programme EMTN

La mise à jour du programme EMTN a été réalisée le 30 juin 2006. L'enveloppe du programme est de 4 milliards d'euros.

2. Notation financière

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

Lors de sa revue annuelle en mars 2006, Standard & Poor's a conservé la notation à long terme 'A-' et 'A2' sur le court terme mais a amélioré dans le même temps, la perspective d'Unibail qui est passée de négative à stable.

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

¹⁶ Ces lignes de crédit confirmées ne font l'objet d'aucune clause de remboursement liée à la notation financière de la société. Elles 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.

3. Structure de l'endettement au 30 juin 2006

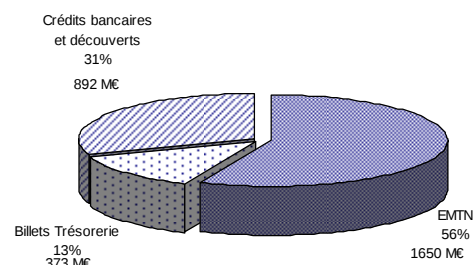
La dette financière brute au 30 juin 2006 s'élève à 2 915 M€.

Dette par nature

La dette financière brute est constituée au 30 juin 2006 de :

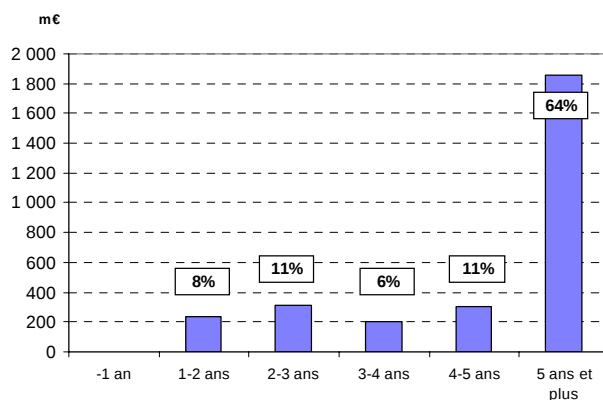
- 1 650 M€ d'Euro Medium Term Notes (EMTN) ;
- 373 M€ de Billets de Trésorerie ;
- 892 M€ de crédits bancaires dont 873 M€ d'emprunts bancaires et 19 M€ de découverts bancaires.

Aucun emprunt n'est soumis à des clauses de remboursement anticipé lié à un niveau de notation financière de la Société¹⁷.



Dette par maturité

L'endettement d'Unibail au 30.06.2006 après affectation des lignes de crédit confirmées est représenté par maturité et selon la durée de vie résiduelle.



A la suite des opérations réalisées sur le premier semestre 2006 et des tombées obligataires de 750 M€ sur la période, 64% de l'endettement a une maturité supérieure à 5 ans au 30 juin 2006 (après prise en compte des lignes de crédit).

La durée de vie moyenne de l'endettement d'Unibail s'est établie au 30 juin 2006, après affectation des lignes de crédit confirmées non utilisées¹⁸, à 4,8 années, de nouveau en augmentation par rapport aux périodes précédentes (4,4 années au 31.12.2005).

¹⁷ En dehors de situation exceptionnelle de changement de contrôle.

¹⁸ y compris la part du crédit bancaire à 7 ans non utilisé

Coût moyen de la dette

Le taux de refinancement moyen du Groupe s'établit à 3,5 % au 1^{er} semestre 2006, en amélioration sensible par rapport au niveau de 2005 (3,8 %). Ce niveau de coût moyen de la dette s'explique par le niveau des taux d'intérêt, 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 depuis 2003.

4. Gestion des risques de marché

Les risques de marché peuvent engendrer des pertes résultant de variations de 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, ce risque est limité à l'évolution des taux d'intérêt ; il porte sur les emprunts collectés pour financer la politique d'investissement et maintenir la liquidité financière nécessaire. Le Groupe n'est exposé à aucun risque action.

La politique de gestion du risque de taux d'intérêt d'Unibail 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 emprunte généralement à taux variable et utilise des produits dérivés (principalement des caps et des swaps) pour couvrir le risque de taux. La Société ne réalise pas d'opérations de marché dans un autre but que celui de la couverture de son risque de taux et elle centralise et gère elle-même l'ensemble des opérations traitées.

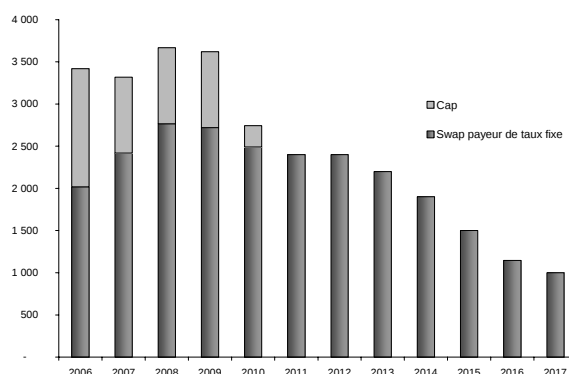
La mise en place de produits dérivés pour limiter le risque de taux expose la Société à une éventuelle défaillance d'une contrepartie. Afin de limiter le risque de contrepartie, Unibail ne réalise des opérations de couverture qu'avec les plus grandes institutions financières.

Opérations de couverture du risque de taux d'intérêt

Au cours des deux premiers mois de l'année 2006, Unibail a profité de l'environnement de taux encore bas pour compléter la couverture de son endettement à taux variable contre une hausse des taux d'intérêt.

Au-delà des swaps 1 an mis en place au tout début de l'année pour couvrir l'année 2007, la Société a mis en place des swaps 7 ans, départ décalé pour couvrir les années de 2009 à 2015, complétant ainsi sa stratégie de couverture à long terme initiée en 2005.

Projection des encours moyens de couverture par année en €



A titre d'information, la Société n'a 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.

Mesure du risque de taux

Au 30.06.2006, la dette financière nette s'élève à 2 825 M€, hors comptes courants d'associés, après prise en compte d'excédents de trésorerie (90 M€).

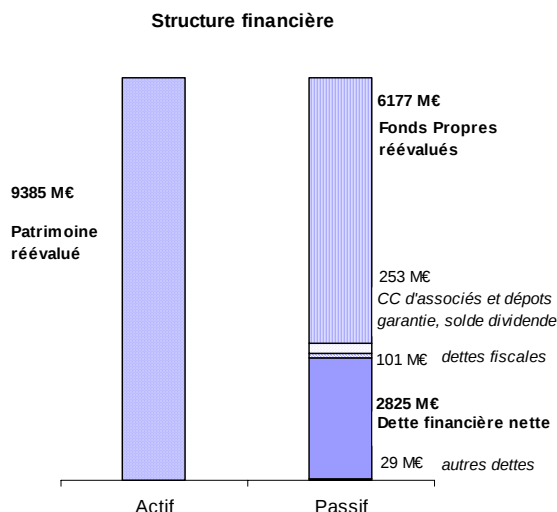
93% de la dette financière nette est constituée de dettes émises à taux variable ou de dettes à taux fixe immédiatement transformées à taux variable. Cet encours est couvert en totalité par des opérations de caps et de swaps de taux. Ces instruments dérivés permettent également de couvrir la sensibilité des comptes courants d'associés à une variation des taux d'intérêt (encours de 127 M€).

Sur la base de la situation des taux au 30.06.2006 et des couvertures en place, en cas de hausse moyenne des taux d'intérêt de un pour cent (100 points de base) au 2^{ème} semestre 2006, au delà de 3,056 %¹⁹, la hausse des frais financiers qui en résulterait aurait un impact négatif sur le résultat net récurrent 2006 estimé à -1,6 M€. Une hausse complémentaire de un pour cent (100 points de base), aurait, compte tenu de la mise en œuvre des caps en sur-couverture par rapport à la dette effective, un impact favorable de 0,5 M€ sur le résultat net récurrent du 2^{ème} semestre 2006; l'impact d'une hausse des taux de 2% aurait donc au total un impact limité à -1,1 M€ sur le résultat net récurrent du 2^{ème} semestre. Enfin, en cas de baisse des taux d'intérêt de un pour cent (100 points de base), la baisse des frais financiers est estimée à 3,7 M€ et aurait un impact positif équivalent sur le résultat net récurrent 2006.

¹⁹ Taux de l'Euribor 3 mois au 30 juin 2006.

5. Structure financière

Au 30.06.2006, le patrimoine réévalué, droits inclus, s'élève à 9 385 M€, y compris la participation conservée par Unibail dans la SCI Karanis (Cœur Défense) en capital et en prêt subordonné.



Les fonds propres consolidés, retraités des plus-values latentes sur les immeubles non réévalués au bilan et sur Espace Expansion ainsi que des droits de mutation, ressortent à 6 177 M€.

Le solde du besoin en financement est constitué :

- (i) de 127 M€ de comptes courants d'associés qui, compte tenu de leur nature, sont considérés comme des fonds propres pour les calculs des ratios financiers,
- (ii) de 73 M€ de dépôts de garantie,
- (iii) de 101 M€ de dettes fiscales correspondant à la part de l'impôt de sortie du régime général non encore décaissée et ne portant pas intérêt,
- (iv) de 53 M€ de dettes auprès des actionnaires correspondant au solde du dividende courant versé le 17.07.2006,
- (v) de 2 825 M€ de dette financière nette, et
- (vi) de 29 M€ d'autres dettes (principalement opérationnelles) diminuées du montant de cession du Palais du Hanovre dont l'encaissement effectif aura lieu en décembre 2006.

Ratios de structure financière

Ratio d'endettement

Depuis plusieurs années, Unibail s'est fixé pour règle prudentielle de ne pas dépasser, sauf temporairement, un niveau de 50 % pour son ratio "Dette financière nette / Patrimoine réévalué".

Au 30.06.2006, ce ratio ressort à 30 %²⁰ en diminution par rapport au 31.12.2005 (32%). Après prise en compte du montant de cession du Palais du Hanovre, dont l'encaissement effectif aura lieu en décembre 2006, le ratio "Dette financière nette / Patrimoine réévalué" ressortirait sur un niveau de 28%.

²⁰ En ajoutant la dette fiscale, liée à l'adoption du statut des Sociétés d'Investissement Immobilières Cotées, à la dette financière, ce ratio s'élèverait à 31 %.

Ces chiffres ne prennent pas en compte l'exercice des stocks options²¹ qui en créant un complément de fonds propres de 121 M€ devrait venir renforcer les capitaux propres de la Société, 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 (hors amortissement) ressort à 4,5x sur le 1^{er} semestre 2006. Ce ratio est en progression par rapport aux niveaux élevés atteints ces dernières années (4,0x en 2004, 3,5x en 2005). Ce niveau est dû à la fois à un endettement moyen du Groupe peu élevé, à un coût de la dette maîtrisé et à des revenus en augmentation.

Ratios financiers	31.12.2004	31.12.2005	30.06.2006
Dette financière nette ²² / patrimoine réévalué	41 % ²³	32 %	30 %
Ratio de couverture des intérêts par le résultat opérationnel récurrent ²⁴	4,0x	3,5x	4,5x

²¹ Ces instruments sont "tous dans la monnaie" à ce jour.

²² La dette fiscale liée à l'adoption du régime SIIC non encore décaissée n'est pas incluse dans la dette. Il est à noter que cette dette fiscale ne porte pas intérêt.

²³ La dette à fin 2004 inclut la distribution exceptionnelle intervenue le 7 janvier 2005. Sans prendre en compte cette distribution, le ratio [dette financière / patrimoine] ressortait à 26 % au 31.12.04.

²⁴ Calculé par le ratio [Total des résultats sectoriels récurrents + total autres charges et produits d'exploitation, moins amortissements] / [Frais financiers nets]