



CNIT - La Défense

Forum Nacka - Stockholm

Porte de Versailles - Paris

Des fondamentaux solides

N°1
De l'immobilier
commercial coté en Europe

24,6 milliards €
Valeur du portefeuille

« Dans un environnement économique difficile, le Résultat Net Récurrent par action (EPS) dépasse notre objectif de croissance en 2008. Ce résultat est très largement dû à la qualité des actifs, une structure financière forte et la performance des collaborateurs. Le modèle de création de valeur d'Unibail-Rodamco reste solide et lui permet de faire face aux défis actuels tout en continuant à saisir les opportunités. Enfin, le Groupe reste mobilisé sur chacun des enjeux de développement durable. »

Guillaume Poitral – Président du Directoire

Des revenus récurrents en croissance

Les grands centres commerciaux régionaux, segment sur lequel le Groupe est leader en Europe continentale, s'avèrent être aujourd'hui les plus résistants. Le Résultat Net Récurrent par action (EPS) a augmenté de 8,4 % en 2008, grâce à la croissance continue des loyers nets à périmètre constant (8,5 %) et à la maîtrise du coût de la dette. Cette performance permet une distribution par action de 7,50 € en hausse de 7,1 %.

Une structure financière solide

Soutenu par un niveau d'endettement limité et une notation « A/A3 » de son crédit par les agences de notation, le Groupe a levé ou renouvelé avec succès, en 2008, 2,4 milliards d'euros de financement à moyen et long terme. La valorisation des actifs a baissé, comme pour le reste du secteur immobilier. Cette baisse a été de 9,1 % à périmètre constant sur l'année et a été contenue, grâce à une croissance continue des revenus locatifs et à la qualité reconnue des actifs. En raison des règles comptables IFRS de mise à valeur de marché, cette baisse de valorisations se traduit par une perte nette de -1 116 millions d'euros. Cette perte n'affecte pas les cash-flows opérationnels et le Groupe maintient sa politique de distribution.

Des perspectives favorables

Plus que jamais, le Groupe se concentre sur la croissance opérationnelle de ses actifs. Il bénéficie également de flexibilité sur ses projets de développement. Ceux-ci ne seront lancés que lorsque les objectifs de retours sur investissement seront atteignables. Les indicateurs de performance clés, comme la vacance, le recouvrement des créances et le coût de la dette sont étroitement surveillés. Combinés à la grande qualité du portefeuille, ces éléments permettent au Groupe d'afficher un objectif de Résultat Net Récurrent par action de + 7 % et une augmentation proportionnée de la distribution en 2009.

Résultat Net Récurrent
par action

8,52 €
+ 8,4 %

Distribution par action

7,50 €
+ 7,1 %

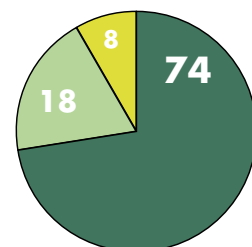
Actif Net Réévalué
par action

151,20 €
- 10,7 %

Ratio d'endettement

30 %

Nature du portefeuille
(en %)



■ Centres commerciaux
■ Bureaux
■ Congrès-Expositions

Membre du Dow Jones Sustainability Index



Contact : Fabrice Mouchel
+ 33 (0) 1 53 43 73 03

Retrouvez l'intégralité du communiqué sur :
www.unibail-rodamco.com

Chiffres clés consolidés (M€)	2008 Unibail- Rodamco	2007 ⁽¹⁾ Unibail+ S2 Rodamco	%	Evolution à périmètre constant
Commerces	888	529		7,7 %
Bureaux	228	179		12,1 %
Congrès-Expositions	99	63		8,1 %
Loyers nets	1 215	771		8,5 %
Ajustements de juste valeur et résultat de cession	-1 739	539		
Résultat net part du groupe	-1 116	945		
dont résultat net récurrent part du groupe	777	539		
Résultat net récurrent par action	8,52 €	7,86 €	8,4 %	
Distribution ⁽²⁾	7,50 €	7,00 €	7,1 %	

(1) Rapprochement entre Unibail & Rodamco à effet du 30 juin 2007- retraité suite à la finalisation des valeurs d'entrée de Rodamco

(2) Sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale

	31 déc. 2008	31 déc. 2007	%
Actif Net Réévalué de liquidation par action totalemment dilué	151,20 €	169,30 €	-10,7 %

unibail-rodamco

ANNEXE AU COMMUNIQUE DE PRESSE 6 février 2009

▪ Compte de résultat consolidé – présentation sectorielle	p 1
▪ Compte de résultat consolidé (EPRA)	p 2
▪ Bilan consolidé	p 3
▪ Rapport de gestion et résultats 2008	p 4
▪ Actif Net Réévalué au 31/12/2008	p 12
▪ Ressources financières	p 20

UNIBAIL-RODAMCO Compte de résultat consolidé par segment (M€)			2008			2007 ⁽¹⁾		
			Activités récurrentes	Justes valeurs et cessions	Résultat	Activités récurrentes	Justes valeurs et cessions	Résultat
Centres commerciaux	France	Revenus locatifs	456,4	-	456,4	328,5	-	328,5
		Charges nettes d'exploitation	-36,8	-	-36,8	-22,3	-	-22,3
		Loyers nets	419,6	-	419,6	306,2	-	306,2
		Part des sociétés liées	4,7	-3,4	1,3	4,1	6,2	10,4
		Gain sur cessions d'immeubles	-	-	-	-	-1,7	-1,7
		Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-620,5	-620,5	-	876,2	876,2
	Résultat Commerces France	424,3	-623,9	-199,6	310,3	880,7	1 191,1	
	Pays-Bas	Revenus locatifs	175,9	-	175,9	106,9	-	106,9
		Charges nettes d'exploitation	-17,2	-	-17,2	-13,9	-	-13,9
		Loyers nets	158,7	-	158,7	93,0	-	93,0
		Part des sociétés liées	-	-	-	-	-	-
		Gain sur cessions d'immeubles	-	8,7	8,7	-	0,4	0,4
		Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-53,5	-53,5	-	73,1	73,1
	Résultat Commerces Pays-Bas - Belgique	158,7	-44,8	113,9	93,0	73,5	166,6	
	Pays nordiques	Revenus locatifs	119,4	-	119,4	55,9	-	55,9
		Charges nettes d'exploitation	-28,0	-	-28,0	-11,9	-	-11,9
		Loyers nets	91,4	-	91,4	44,0	-	44,0
Part des sociétés liées		-	-	-	-	-	-	
Gain sur cessions d'immeubles		-	-	-	-	-	-	
Gain/perte s/ valeur immeubles de placement		-	-145,4	-145,4	-	82,9	82,9	
Résultat Commerces Pays Nordiques	91,4	-145,4	-54,0	44,0	82,9	126,9		
Espagne	Revenus locatifs	114,4	-	114,4	48,9	-	48,9	
	Charges nettes d'exploitation	-9,4	-	-9,4	-6,1	-	-6,1	
	Loyers nets	105,0	-	105,0	42,8	-	42,8	
	Part des sociétés liées	-	-	-	-	-	-	
	Gain sur cessions d'immeubles	-	-	-	-	-1,0	-1,0	
	Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-251,9	-251,9	-	50,1	50,1	
Résultat Commerces Espagne	105,0	-251,9	-146,9	42,8	49,1	91,9		
Europe centrale	Revenus locatifs	119,5	-	119,5	46,0	-	46,0	
	Charges nettes d'exploitation	-6,1	-	-6,1	-3,5	-	-3,5	
	Loyers nets	113,4	-	113,4	42,5	-	42,5	
	Part des sociétés liées	-	-	-	-	-	-	
	Gain sur cessions d'immeubles	-	0,5	0,5	-	-1,0	-1,0	
	Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-22,8	-22,8	-	66,8	66,8	
Dépréciation du Goodwill	-	-16,4	-16,4	-	-	-		
Résultat Commerces Europe Centrale	113,4	-38,7	74,7	42,5	65,8	108,3		
RESULTAT CENTRES COMMERCIAUX			892,7	-1 104,7	-211,9	532,6	1 152,1	1 684,7
Bureaux et activités	France	Revenus locatifs	175,2	-	175,2	159,6	-	159,6
		Charges nettes d'exploitation	-2,0	-	-2,0	-6,7	-	-6,7
		Loyers nets	173,2	-	173,2	152,9	-	152,9
		Part des sociétés liées	-	-	-	12,7	-	12,7
		Gain sur cessions d'immeubles	-	28,5	28,5	-	222,1	222,1
		Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-536,8	-536,8	-	506,7	506,7
	Résultat Bureaux France	173,2	-508,3	-335,0	165,6	728,8	894,4	
	Autres régions	Revenus locatifs	63,9	-	63,9	32,0	-	32,0
		Charges nettes d'exploitation	-8,8	-	-8,8	-5,5	-	-5,5
		Loyers nets	55,1	-	55,1	26,5	-	26,5
Part des sociétés liées		-	-	-	-	-	-	
Gain sur cessions d'immeubles	-	9,3	9,3	-	2,7	2,7		
Gain/perte s/ valeur immeubles de placement	-	-87,3	-87,3	-	19,6	19,6		
Résultat Bureaux Autres pays	55,1	-78,0	-22,8	26,5	22,3	48,8		
RESULTAT BUREAUX			228,4	-586,2	-357,9	192,1	751,1	943,2
Congrès expositions	France	Revenus locatifs	185,1	-	185,1	95,1	-	95,1
		Charges nettes d'exploitation	-98,7	-	-98,7	-43,5	-	-43,5
		Loyers nets	86,4	-	86,4	51,6	-	51,6
		Résultat opérationnel sur sites	41,0	-	41,0	12,7	-	12,7
		Résultat opérationnel hôtels	12,7	-	12,7	11,9	-	11,9
		Résultat opérationnel organisateur de salons	10,4	-0,5	9,9	9,9	-	9,9
Gain/perte s/ valeur et cessions	-11,4	-47,7	-59,1	-7,4	-8,2	-15,6		
RESULTAT CONGRES EXPOSITION			139,1	-48,2	90,9	78,7	-8,2	70,5
Résultat opérationnel autres prestations			8,3	-	8,3	5,1	-	5,1
Divers			3,8	-	3,8	5,8	-	5,8
Frais de siège et charges communes			-101,7	-	-101,7	-63,3	-	-63,3
Frais de développement			-5,7	-	-5,7	-4,4	-	-4,4
Résultat financier			-275,2	-308,2	-583,5	-156,8	44,2	-112,6
Dépréciation de l'écart d'acquisition			-	-4,3	-4,3	-	-1 349,6	-1 349,6
RESULTAT AVANT IMPOT			889,6	-2 051,5	-1 161,9	589,8	589,5	1 179,4
Impôt sur les sociétés			-21,2	59,4	38,1	-1,5	-51,9	-53,4
RESULTAT NET			868,4	-1 992,2	-1 123,8	588,3	537,6	1 126,0
Part des minoritaires			91,6	-99,4	-7,8	49,4	131,8	181,2
RESULTAT NET par du Groupe			776,8	-1 892,8	-1 116,0	538,9	405,8	944,8

Nombre moyen d'actions et d'ORA

91 132 579

68 572 651

Résultat net récurrent par action **8,52 €**

7,86 €

Progression du résultat récurrent par action **8,4%**

(1) Retraité par rapport à la publication au 31/12/2007 suite à la finalisation des valeurs d'entrée de Rodamco (amortissement de goodwill supplémentaire)

Unibail-Rodamco P&L - présentation normée EPRA (M€)	31,12,2008	31.12.2007 Retraité ⁽¹⁾
Revenus locatifs	1 422,7	879,5
Charges du foncier	-21,3	-11,4
Charges locatives non récupérées	-10,3	-9,1
Charges sur immeubles	-175,5	-93,6
Loyers nets	1 215,5	765,4
Frais de structure	-99,3	-60,3
Frais de développement	-5,7	-4,4
Amortissements des biens d'exploitation	-2,4	-3,0
Frais de fonctionnement	-107,4	-67,7
Revenus des autres activités	172,7	184,8
Autres dépenses	-131,0	-153,3
Résultat des autres activités	41,7	31,5
Revenus des cessions d'actifs de placement	1 474,3	192,6
Valeur comptable des actifs cédés	-1 427,2	-171,9
Résultat des cessions d'actif	47,1	20,7
Ajustement à la hausse des valeurs des immeubles de placement	474,9	1 679,2
Ajustement à la baisse des valeurs des immeubles de placement	-2 248,1	-12,1
Solde net des ajustements de valeurs	-1 773,2	1 667,1
Dépréciation de Goodwill	-20,7	-1 349,6
RESULTAT OPERATIONNEL NET	-596,9	1 067,4
Résultat & dividendes des sociétés non consolidées	0,0	0,3
<i>Produits financiers</i>	125,0	68,3
<i>Charges financières</i>	-400,2	-225,0
Coût de l'endettement financier net	-275,2	-156,8
Obligations remboursables par actions	-11,5	-6,0
Ajustement de valeur des instruments dérivés	-294,8	53,9
Actualisation des dettes et créances	-1,9	-3,7
Résultat de cession des sociétés mises en équivalence	7,2	201,0
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	0,8	8,4
Intérêts sur créances	10,4	14,9
RESULTAT NET AVANT IMPOTS	-1 161,9	1 179,4
Impôt sur les sociétés	38,1	-53,4
RESULTAT NET	-1 123,8	1 126,0
Résultat net Part des minoritaires	-7,8	181,2
RESULTAT NET PART DU GROUPE	-1 116,0	944,8
Résultat récurrent	776,8	538,9
Résultat non récurrent	-1892,8	405,9
Résultat récurrent par action (€)	8,52	7,86
Nombre moyen d'actions non dilué	81 815 557	63 899 201
Résultat net part du Groupe (M€)	-1 116,0	944,8
Résultat net part du groupe / action (en €)	-13,64	14,79
Nombre moyen d'actions dilué	91 544 086	69 274 513
Résultat net part du groupe dilué / action (en €)	-12,19	13,64

(1) Retraité par rapport à la publication au 31/12/2007 suite à la finalisation des valeurs d'entrée de Rodamco (amortissement de goodwill supplémentaire)

Bilan consolidé Unibail-Rodamco (en millions d'euros)	31.12.2007 Publié	31.12.2007 Retraité	31,12,2008
ACTIFS NON COURANTS	23 835,5	23 859,9	23 847,4
Immeubles de placement	21 506,8	21 520,8	21 702,6
Immeubles en construction	797,8	797,8	737,3
Autres actifs corporels	301,5	301,5	199,8
Ecart d'acquisition	418,7	429,1	322,8
Immobilisation incorporelles	302,4	302,4	186,2
Prêts et créances	198,3	198,3	241,9
Impôt différé actif	45,0	45,0	52,4
Dérivés à la juste valeur	175,9	175,9	81,6
Titres et investissements dans les sociétés MEQ	89,1	89,1	322,8
ACTIFS COURANTS	1 710,3	1 568,4	1 076,8
Immeubles sous promesse ou mandat de vente	823,0	784,0	215,3
Stocks	31,4	31,4	0,0
Clients et comptes rattachés	274,7	274,7	323,8
Activité de foncière	244,0	244,0	256,2
Autres activités	30,7	30,7	67,6
Autres créances	464,8	361,9	379,0
Créances fiscales	171,1	171,1	190,4
Créances sur désinvestissement	2,6	2,6	0,0
Autres créances	196,9	94,0	120,0
Charges constatées d'avance	94,2	94,2	68,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	116,4	116,4	158,7
Titres monétaires disponibles à la vente	4,6	4,6	27,6
Disponibilités	111,8	111,8	131,1
TOTAL ACTIFS	25 545,8	25 428,3	24 924,2
Capitaux propres (Part du Groupe)	14 603,7	14 589,1	12 885,1
Capital	408,8	408,8	407,3
Primes d'émission	6 827,4	6 827,4	6 786,4
Obligations Remboursables en Actions	1 566,5	1 566,5	1 566,5
Réserves consolidées	4 086,1	4 086,1	5 516,7
Couverture de flux de trésorerie futurs	5,1	5,1	2,9
Autres réserves	-17,7	-17,7	-54,7
Report à nouveau	1 046,4	1 046,4	62,0
Résultat consolidé	959,4	944,8	-1 116,0
Acomptes sur dividendes	-278,3	-278,3	-286,0
INTERETS MINORITAIRES	1 031,2	1 031,2	1 264,6
TOTAL CAPITAUX PROPRES	15 634,9	15 620,3	14 149,7
PASSIF NON COURANT	7 109,4	7 109,4	8 850,6
Engagements d'achat de titres de minoritaires	133,9	133,9	44,9
Emprunts long terme	5 783,7	5 783,7	7 510,0
Dérivés à la juste valeur	32,0	32,0	174,6
Impôt différé	961,1	961,1	908,4
Provisions long terme	29,0	29,0	38,4
Provision pour engagement de retraite	9,2	9,2	9,4
Dépôts et cautionnements reçus	138,0	138,0	153,3
Dette fiscale	4,6	4,6	1,8
Dettes sur investissement	17,9	17,9	9,8
PASSIF COURANT	2 801,5	2 698,6	1 923,9
Dettes auprès des actionnaires	153,9	153,9	157,7
Dettes fournisseurs et autres dettes	726,7	623,8	645,8
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	120,8	120,8	138,6
Dettes sur immobilisations	196,9	196,9	210,1
Autres dettes d'exploitation	251,1	148,2	144,7
Autres dettes	157,9	157,9	152,4
Part courante des emprunts et dettes financières	1 742,7	1 742,7	985,4
Dettes fiscales et sociales	147,9	147,9	121,8
Provisions court terme	30,3	30,3	13,2
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS	25 545,8	25 428,3	24 924,2

(1) Retraité par rapport à la publication au 31/12/2007 suite à la finalisation des valeurs d'entrée de Rodamco (amortissement de goodwill supplémentaire) et reclassement des appels de fonds sur liquidation de charges.

I. PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION ET PRINCIPES COMPTABLES

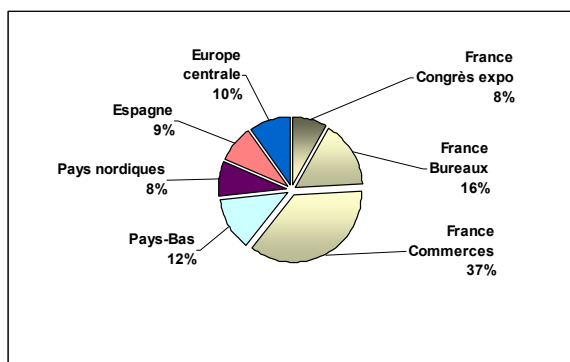
Périmètre de consolidation

Depuis la fusion d'Unibail et de Rodamco, finalisée le 30 juin 2007, et le rapprochement des activités Congrès-Exposition de la Chambre de Commerce et de l'industrie de Paris (CCIP) et d'Unibail-Rodamco début 2008, le périmètre de consolidation d'Unibail-Rodamco au 31 décembre 2008 est constitué de 286 sociétés, réparties sur 12 pays différents. Ces sociétés sont consolidées en intégration globale à l'exception de 21 sociétés consolidées en méthode proportionnelle et 5 par mise en équivalence.

Depuis le 13 mai 2008, les actions Rodamco Europe NV ne sont plus cotées sur les marchés d'Amsterdam et de Paris. Les actionnaires minoritaires détiennent toujours 1,48 % de Rodamco Europe NV. La procédure de retrait obligatoire selon la réglementation hollandaise, initiée le 14 décembre 2007 devant la Chambre "Entreprises" de la Cour d'Appel d'Amsterdam, est en cours.

En 2008, le groupe Unibail-Rodamco était, d'un point de vue opérationnel, organisé en 5 régions : France, Pays-Bas, Espagne, Pays nordiques et Europe centrale. Depuis le 1er janvier 2009, l'Autriche, qui représente 1,2 milliard d'euros en valeur d'actifs, est devenue une région indépendante, distincte de la région Europe centrale. De son côté la France, qui représente une part substantielle des trois activités du Groupe, est divisée en 3 segments : Centres commerciaux, Bureaux, Congrès-Exposition. Dans les autres régions, l'activité Centres commerciaux est très largement dominante.

La répartition du portefeuille d'actifs par région est présentée ci-dessous.



Principes comptables

Les comptes consolidés d'Unibail-Rodamco sont établis en conformité avec le référentiel IFRS¹ ainsi qu'avec les recommandations de l'EPRA².

Les principes comptables sont sans changement par rapport à l'année précédente.

Suite à la fusion des activités Congrès-Exposition de la CCIP et d'Unibail-Rodamco et conformément aux règles de gouvernance propres à chaque segment d'activité, VIPARIS (détention et gestion des sites de congrès exposition) est consolidé en méthode globale et COMEXPOSIUM (organisation de salons) est consolidé par mise en équivalence.

II. COMMENTAIRES DE L'ACTIVITÉ PAR PÔLE

1. Pôle centres commerciaux

1.1. Les centres commerciaux en 2008

La crise financière qui a débuté en 2007 a frappé l'économie au second semestre 2008, plusieurs pays entrant officiellement en récession. L'impact de cette récession naissante sur les dépenses des consommateurs diffère selon les pays et les centres commerciaux d'Unibail-Rodamco en ont ressenti les premiers effets. L'Espagne a été la plus durement frappée, avec une consommation en baisse de 6.3 %. La situation des autres pays est demeurée stable. Les commerçants analysent les possibilités qui s'offrent à eux en termes de plan de développement et d'expansion, et de choix et d'opportunités d'emplacement. En dépit de l'aggravation de la crise au second semestre, les chaînes internationales de premier rang devraient maintenir leur performance et poursuivre leur extension, notamment dans les grands centres commerciaux les plus rentables où elles sont présentes ou projettent de s'installer. Les nouveaux baux signés tout au long de l'année 2008 montrent que les loyers sont stables ou en progression dans les centres commerciaux les plus performants, conformément aux objectifs du groupe. La performance des centres est définie par leur taille, le chiffre d'affaires au mètre carré, la fréquentation, l'emplacement, la qualité de l'offre commerciale, l'animation et les événements spécifiques organisés dans le centre.

¹ Tel qu'adopté dans l'Union européenne au 31 déc. 2008.

² European Public Real-estate Association

Dans ce contexte, dont Unibail-Rodamco a peu subi les effets immédiats, le groupe s'est employé à préserver les performances de ses centres commerciaux. Les efforts ont porté pour l'essentiel sur des initiatives marketing et des événements visant à accroître la fréquentation des centres et les chiffres d'affaires des commerçants.

Les indicateurs sur lesquels l'impact de la récession devrait être le plus visible, fréquentation, délais de recouvrement, taux d'occupation, sont restés bien orientés. Dans un environnement devenu difficile, le portefeuille de centres commerciaux d'Unibail-Rodamco montre sa grande qualité et génère des résultats plus que satisfaisants sur l'année.

1.2. Loyers des centres Unibail-Rodamco

Le total des loyers nets consolidés s'est élevé à 888,0 M€ en 2008, soit une hausse de 359,5 M€ par rapport à la communication financière d'Unibail-Rodamco en 2007. Ces deux chiffres sont difficilement comparables du fait de la fusion d'Unibail avec Rodamco à effet du 30 juin 2007.

Pour une analyse plus pertinente, les loyers nets consolidés de 2007 ont été retraités pro forma³, comme si la fusion avait été effective au 1er janvier 2007.

Region	Loyers nets (M€)		
	2007 pro forma	2008	%
France	353,2	419,5	18,8%
Pays Bas	186,6	158,7	-15,0%
Pays nordiques	85,9	91,4	6,4%
Espagne	87,1	105,0	20,6%
Europe centrale	82,0	113,4	38,3%
Total	794,8	888,0	11,7%

La variation totale des loyers net consolidés (+ 93,2 M€) provient principalement :

- Des acquisitions : + 54,5 M€
 - + 20,1 M€ en France (essentiellement, l'acquisition de lots complémentaires à Vélizy 2 ainsi que les "Boutiques du Palais des Congrès"⁴ à Paris).
 - + 22,7 M€ en Europe centrale (essentiellement, l'acquisition fin mai de 140 400 m² dans Shopping City Süd à Vienne, le plus grand complexe commercial et de loisirs d'Autriche).
 - + 11,7 M€ en Espagne, suite à l'acquisition de La Maquinista à Barcelone et d'Habaneras à

³ Non-audit. Peuvent légèrement différer des chiffres précédemment communiqués du fait de reclassements comptables.

⁴ Suite à la fusion des activités congrès expositions de la CCIP et d'Unibail-Rodamco.

Torre Vieja en juillet, représentant ensemble 83 416 m² de surface commerciale.

- De la livraison de nouveaux centres commerciaux ou d'extensions, pour 13,3 M€, principalement en France (ouverture de Rivétoile, un nouveau centre commercial de 28 200 m² à Strasbourg en septembre 2008), en Suède (livraison de 24 900 m² d'extension du Forum Nacka à Stockholm) et en République Tchèque (ouverture de Arcady-Pankrac, 28 838 m², à Prague).
- Des cessions : - 33 M€ en raison de la vente d'un portefeuille de commerce de pied d'immeuble aux Pays-Bas et en Belgique.
- De l'augmentation des loyers nets consolidés à périmètre constant qui représente +57,2 M€, ventilés ci-dessous par région :

Region	Loyers nets (M€) à périmètre constant		
	2007	2008	%
France	346,1	380,8	10,0%
Pays Bas	138,8	143,5	3,4%
Pays nordiques	85,5	90,4	5,7%
Espagne	87,1	93,3	7,1%
Europe centrale	83,2	89,9	8,1%
Total	740,7	797,9	7,7%

À périmètre constant, le total des loyers nets consolidés progresse de 7,7 % en 2008 par rapport à 2007, soit en moyenne 4,4 % de croissance au dessus de l'inflation.

Region	Evolution des loyers nets à périmètre constant (%)			
	Indexation	Renouvel ¹ relocations nets des départs	Autres	Total
France	4,0%	6,7%	-0,7%	10,0%
Pays Bas	2,0%	-0,4%	1,8%	3,4%
Pays nordiques	3,7%	3,4%	-1,4%	5,7%
Espagne	2,9%	2,7%	1,5%	7,1%
Europe centrale	2,4%	3,1%	2,6%	8,1%
Globale	3,3%	4,1%	0,3%	7,7%

Les progressions les plus fortes sont constatées en France (+ 10 %), en Europe centrale (+ 8,1 %) et en Espagne (+ 7,1 %). Hors indexation, les taux sont de respectivement 6 % pour la France, 5,7 % pour l'Europe centrale et 4,2 % pour l'Espagne.

On note la plus faible progression aux Pays-Bas (+ 1,5 % hors inflation) en raison d'un environnement légal particulièrement protecteur pour les locataires et d'un portefeuille moins centré sur les centres commerciaux de grande taille.

Sur l'ensemble du portefeuille, les loyers variables sur chiffre d'affaires représente 2,3 % du total des loyers nets.

1.3. Activité locative en 2008

L'activité locative a enregistré un ralentissement en 2008 par rapport à 2007, année où elle avait été très soutenue. Au total, 95,7 M€ de loyers minimums garantis ont été signés en 2008, permettant d'enregistrer une hausse moyenne de 25 %, comparés à 112 M€ signés en 2007, avec une hausse moyenne de 27 %.

Si dans le contexte actuel de crise économique et de ralentissement des ventes les négociations avec les locataires sont plus longues, les meilleurs emplacements dans les meilleurs centres commerciaux restent néanmoins très demandés, quelle que soit la région.

region	Locations/relocations/renouvellements (hors centres en construction)				
	nb de baux	m ²	LMG	croissance LMG	
				M€	%
France	305	58 909	35,7	7,3	39%
Pays-Bas	146	35 049	11,9	2,6	33%
Espagne	219	39 779	13,8	1,6	17%
Pays nordiques	223	64 205	20,8	1,5	10%
Europe centrale	204	33 000	13,5	2,5	24%
Global	1 097	230 942	95,7	15,5	25%

LMG : Loyer Minimum Garanti

1.4. Loyers futurs et taux de vacance

Au 31 décembre 2008, le portefeuille des baux du pôle centres commerciaux représente un montant cumulé de loyers en année pleine, hors loyers variables et autres produits, de 937,7 M€ (contre 846 millions à la fin 2007).

Ils se répartissent par date de prochaine option de sortie et par date de fin de bail selon l'échéancier suivant⁵ :

Centres commerciaux	Echéancier des baux			
	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
expirés	33,3	3,5%	34,6	3,7%
2009	131,7	14,0%	53,5	5,7%
2010	182,4	19,4%	80,6	8,6%
2011	179,3	19,1%	61,9	6,6%
2012	102,0	10,9%	99,4	10,6%
2013	65,7	7,0%	62,8	6,7%
2014	59,9	6,4%	54,1	5,8%
2015	45,3	4,8%	60,7	6,5%
2016	25,3	2,7%	49,6	5,3%
2017	32,2	3,4%	59,5	6,3%
2018	26,5	2,8%	64,1	6,8%
2019	20,0	2,1%	28,2	3,0%
au-delà	34,1	3,6%	228,6	24,4%
M€	937,7	100%	937,7	100%

⁵ Non audité. Aux Pays-Bas, le propriétaire ne peut résilier unilatéralement un bail ; l'échéance est par conséquent considérée comme indéfinie. Ces baux ont été classés à la ligne "au delà" du tableau.

Les loyers potentiels des surfaces vacantes sur le portefeuille total s'élèvent à 17,2 M€ au 31 décembre 2008. Le taux de vacance financière reste à un niveau très bas, 1,8 % en moyenne sur tout le portefeuille (1,1 % à la fin 2007), avec une légère augmentation imputable à l'Espagne et aux Pays nordiques.

Région	Vacance au 31/12/2008	
	M€	%
France	4,8	1,2%
Pays-Bas	2,0	1,2%
Espagne	4,3	3,6%
Pays nordiques	4,1	3,3%
Europe centrale	2,0	1,5%
Global	17,2	1,8%

Le taux d'effort⁶ est en légère augmentation, atteignant 12,4 % en Europe centrale, 12 % en France, 10,6 % en Espagne et 10,7 % dans les Pays nordiques. Sur l'ensemble du portefeuille, le taux moyen est passé de 10,9 % fin 2007, à 11,6 % fin 2008.

1.5. Investissement / projets en cours

En 2008, Unibail-Rodamco a investi 1 656 M€⁷ (part du groupe) dans son portefeuille de centres commerciaux dont :

- 1 107 M€ ont porté sur des nouvelles acquisitions, dont principalement :
 - 591 M€ en Europe centrale : 140 400 m² dans le Shopping City Süd de Vienne, le plus grand complexe commercial et de loisirs d'Autriche. L'acquisition a été réalisée le 21 mai 2008, sur la base d'un rendement initial net de 5 %. Un terrain adjacent avec un potentiel de développement pouvant atteindre 40 000 m² de surface commerciale a également été acquis pour 28 M€.
 - 258 M€ en France :
 - Acquisition⁸ des parts du partenaire minoritaire dans les centres de Rennes-Alma (43 %) et de Vélizy Usines (49 %). Unibail-Rodamco possède désormais 100 % de ces deux centres commerciaux.
 - Acquisition d'Aquaboulevard à Paris (33.000 m²)
 - Acquisition de la Galerie commerciale du Palais des Congrès de Paris (17 765 m²), dans

⁶ Le taux d'effort est le rapport : « (loyers + totalité des charges facturées y compris les frais de GIE des commerçants) / chiffre d'affaires des commerçants locataires ». Le chiffre d'affaires des locataires n'étant pas connu aux Pays-Bas, aucun calcul fiable de ce ratio n'est possible.

⁷ Variation de valeur brute des actifs capitalisés en part du groupe.

⁸ Option de vente exercée par le minoritaire.

le cadre du rapprochement des activités Congrès-Expositions de la CCIP et d'Unibail-Rodamco.

- 220 M€ en Espagne : principalement l'acquisition de La Maquinista (59.330 m²) à Barcelone et d'Habaneras à Torrevieja (24.086 m²), après cession d'une participation de 49% dans ces actifs à GIC Real Estate.
- 321 M€ ont été investis dans de nouveaux centres commerciaux en construction ou pour des extensions de centres existants :
 - 2008 a vu les livraisons i) de Rivétoile (28.124m²) à Strasbourg, inauguré en septembre 2008, ii) de l'extension du Forum Nacka (24.900 m²), ouverte en octobre 2008 à Stockholm et iii) à Prague la livraison d'Arcady Pankrac (28.838 m²) en octobre 2008.
 - Les projets pour lesquels le groupe est engagé dans la construction :
 - *Nouveaux centres:*
 - Docks-76 à Rouen-France: 37.000 m² dont la livraison est prévue en 2009;
 - Docks Vauban au Havre-France: 57.000 m², livraison en 2009;
 - Metropolis à Moscou-Russie: 81.000 m², livraison en 2009, pour une acquisition de 50% envisagée par le groupe en 2010 ;
 - Lyon Confluence à Lyon-France: 52.300 m², livraison en 2011;
 - Almere Buiten à Almere-Pays Bas: 16,300 m², livraison en 2011;
 - *Extensions:*
 - BAB 2 à Anglet-France: 3.100 m², livraison en 2009;
 - Esplanade à Lyon-France: 1.500 m², livraison en 2009;
 - Cours Oxygène à Lyon-France: 9.000 m², livraison en 2010;
 - Donauzentrum, extension de 27.500 m² à Vienne-Autriche, livraison prévue en 2010.
 - *Restructurations:*
 - CNIT à Paris La Défense-France: 28.000 m², livraison prévue en 2009.
- 145 M€ ont été investis dans la rénovation de centres commerciaux existants : principalement le Cnit, Les 4 temps, Vélizy 2 et Labège à Toulouse.
- Les charges financières et autres coûts ont été capitalisés à hauteur respectivement de 30 M€ et 53 M€.

Les autres grands projets ont progressé de façon très satisfaisante en 2008, avec notamment l'obtention de licences commerciales pour 115.903 m² en France, dont Aéroville, près de l'aéroport Charles-de-Gaulle. Le permis de construire a été obtenu pour l'extension de Centrum Cerny Most (39.600 m²) à Prague et les licences régionales ont également été délivrées pour

Badajoz en Espagne (35.000 m² pour Unibail-Rodamco).

En mars 2008, Unibail-Rodamco a signé un accord aux termes duquel le groupe s'est vu délivrer les droits à construire de « Mall of Scandinavia », soit 100.000 m² de surface commerciale proche du nouveau stade de football de Stockholm.

L'ensemble des projets de développement d'Unibail-Rodamco représente à fin 2008, 961 276 m² de surface commerciale.

1.6. Cessions

Le groupe a cédé 856 M€⁹ d'actifs de commerce en 2008.

Une partie du portefeuille de commerces de pied d'immeuble aux Pays-Bas a été cédée pour 744,1 M€⁹. Cette cession, qui s'inscrit dans la stratégie privilégiant les centres de premier plan et de grande taille, a eu un effet limité sur le compte de résultat 2008 dans la mesure où ces actifs avaient été inscrits au bilan d'Unibail-Rodamco pour leur prix de vente futur lors de l'affectation définitive du prix d'acquisition de Rodamco.

Unibail-Rodamco a vendu ses participations en Belgique ainsi que des actifs en Allemagne pour un prix net vendeur de 112,5 M€ et un résultat net de 11,2 M€. Le groupe ne détient plus d'actifs en Belgique.

1.7. Valeur des actifs

Au 31 décembre 2008, la valeur du patrimoine de centres commerciaux inscrite au bilan s'élevait à 17.139 M€ hors droits et frais, dont 16.550 M€ comptabilisés en immeubles de placement et donc mis à juste valeur sur la base des expertises externes réalisées par des experts indépendants (voir chapitre Actif Net Réévalué ci-après). Les projets en cours de développement sont inscrits au bilan à leur coût historique et s'élèvent à 587 M€ au 31 décembre 2008.

La variation de juste valeur des immeubles de placement génère une charge de 1.113,9 M€ au compte de résultat du 31 décembre 2008 : -623,9 M€ en France, -39,2 M€¹⁰ en Europe centrale, -53,5 millions aux Pays-Bas, -145,4 millions dans les Pays nordiques et -251,9 M€ en Espagne (voir la note sur l'Actif Net Réévalué).

⁹ Dont 28 M€ pour un actif aux Pays-Bas en attente de transfert.

¹⁰ Dont 16,4 M€ de dépréciation d'écart d'acquisition

2. Pôle bureau

2.1. Le marché des bureaux en 2008

Environ 86 % du portefeuille d'actifs de bureaux d'Unibail-Rodamco est situé en France, concentré à Paris dans le Quartier Central des Affaires (QCA) et à Paris-La Défense. L'évolution du marché sur ce secteur est déterminante pour les résultats 2008 du Pôle Bureaux du groupe.

L'activité locative à Paris et en Ile-de-France s'est ralentie en 2008 avec 2,4 millions de m² placés, comparée à 2,8 millions en 2007.

L'activité de 2008 est due en particulier aux grandes et très grandes transactions (75 transactions portant sur 5.000 m² ont été réalisées pendant l'année), conséquences des politiques de centralisation et de rationalisation des bureaux adoptées par de nombreuses entreprises dans une optique de réduction des coûts.

Grâce à un volume de livraisons limité, le taux de vacance est resté stable à un taux moyen relativement bas de 5,4 % en région parisienne¹¹. Dans les zones de bureaux les plus attractives telles que le QCA (4,1 %) et La Défense (3,7 %), il est même inférieur au taux de 5 % considéré par le marché comme taux plancher.

Les dernières transactions ont révélé des loyers dépassant les 800 €/m² dans le QCA et les meilleurs emplacements de La Défense ont atteint 550 €/m².

Le niveau des loyers des locaux « prime » est resté stable ou en léger retrait en 2008. L'évolution du marché locatif pour le futur est difficile à anticiper.

L'investissement en immobilier commercial a été sévèrement touché par la crise financière. En région parisienne, les transactions de bureaux sont en recul de 58 % par rapport à 2007. En 2008, les investissements se sont concentrés sur des opérations de moindre ampleur : la plupart des transactions ont porté sur des actifs de moins de 100 M€. Seulement 3 transactions supérieures à 200 M€ ont été enregistrées en 2008 en région parisienne (contre 14 en 2007).

2.2. Activité Pôle Bureaux en 2008

En 2008, les loyers nets consolidés du portefeuille de bureaux d'Unibail-Rodamco ont atteint 228,4 M€.

Pour une meilleure analyse de l'évolution des loyers nets consolidés, les résultats de 2007 sont présentés ci-après pro forma, comme si la fusion avec Rodamco avait été effective au 1^{er} janvier 2007.

Region	Loyers nets (M€)		
	2007 pro forma	2008	%
France	155,5	173,2	11,4%
Pays Bas	30,8	26,5	-14,0%
Pays nordiques	16,2	17,8	9,9%
Espagne	7,4	7,9	6,8%
Europe centrale	3,2	3,0	-6,3%
Total	213,1	228,4	7,2%

La croissance de 15,2 M€ entre 2007 (pro forma) et 2008, se décompose ainsi :

- -12,2 M€ provenant de cessions (6 immeubles vendus en France en 2008 et 4 aux Pays-Bas)
- + 4,8 M€ générés par la livraison et la location de nouveaux immeubles à Paris : Clichy, 14.800 m², entièrement loué à la SNCF en mars 2008, le 12 rue du Mail loué à Red Bull et le 18-20 avenue Hoche loué à Mayer Brown.
- +2,4 M€ de revenus non-récurrents (dégrèvement de taxes obtenus en France)
- Augmentation de 20,2 M€ des loyers net consolidés à périmètre constant, soit une progression de 12,1 % dont 7,8 % au dessus de l'indexation. Cette croissance est répartie comme suit :

Region	Loyers nets (M€) à périmètre constant		
	2007 proforma	2008	%
France	129,1	146,0	13,1%
Pays Bas	20,4	21,4	4,9%
Pays nordiques	16,2	18,5	14,2%
Espagne	-	-	-
Europe centrale	1,4	1,4	0,0%
Total	167,1	187,3	12,1%

En 2008 : 63.633 m² ont été loués ou reloués sur l'ensemble du portefeuille de bureaux pour 31,7 M€ de loyers minimums garantis, générant une augmentation de 15 % par rapport aux loyers précédents.

En France, l'activité de location a été forte avec en particulier :

- Capital 8 - Paris 8^{ème} : 9.378 m² loués à SAP, Nixon Peabody et Sun Microsystems à un loyer moyen de 839 €/m². Cet ensemble immobilier est désormais loué à 98 %.
- Rue Cambon - Paris 1^{er} : 1.715 m² loués à Medicapital Bank (720 €/m²).
- Rue du Mail - Paris 2^e : entièrement loué à Red Bull (593 €/m²).

Ces chiffres témoignent de la bonne tenue du marché locatif de l'immobilier de première qualité dans le Quartier Central des Affaires à Paris.

Au 31 décembre 2008, le portefeuille des baux du Pôle Bureaux représente un montant cumulé loyers en année pleine de 251,1 M€.

¹¹ Source CBRE

Ils se répartissent par date d'option de sortie et date de fin de bail de la façon suivante :

Bureaux	Echéancier des baux			
	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
expirés	1,4	0,6%	5,2	2,1%
2009	31,0	12,3%	25,3	10,1%
2010	47,5	18,9%	18,2	7,3%
2011	21,4	8,5%	4,8	1,9%
2012	18,1	7,2%	11,5	4,6%
2013	17,7	7,0%	34,6	13,8%
2014	9,5	3,8%	13,9	5,5%
2015	32,8	13,1%	34,8	13,9%
2016	25,2	10,0%	36,3	14,5%
2017	20,1	8,0%	27,9	11,1%
2018	9,8	3,9%	15,0	6,0%
2019	1,8	0,7%	1,9	0,7%
au-delà	14,6	5,8%	21,5	8,6%
M€	251,1	100%	251,1	100%

Les loyers potentiels sur les surfaces vacantes disponibles à la location représentaient 27,2 M€ au 31 décembre 2008.

La vacance financière ressort à 9,8 % sur tout le portefeuille, contre 7 % aux 31 déc. 2007. En France, la vacance financière est passée de 8 % fin 2007 à 10 % à fin 2008, principalement en raison de la livraison de 20.488 m² de surface rénovée au Cnit à La Défense en octobre 2008.

2.3. Investissements et cessions

Unibail-Rodamco a investi 218 M€ dans le secteur des bureaux en 2008 :

- Acquisitions :
 - 16 M€ en France pour acheter des lots supplémentaires dans l'immeuble Gaité-Montparnasse à Paris.
 - 30 M€ en mars 2008 pour une prise de participation¹² dans un immeuble de bureaux à Varsovie (12.115 m² contiguë au centre commercial de Zlote Tarasy).
- Travaux de rénovation et construction :
 - 88 M€ ont été investis dans des travaux de rénovation, principalement du Cnit-La Défense à Paris où 20.488 m² ont été livrés, et du 7 rue Adenauer Paris 16^{ème}.
 - 18 M€ ont été payés au titre de dernier versement pour la livraison de l'immeuble Villeneuve à Clichy en mars 2008.
 - 52 M€ ont été investis pour la tour Oxygène à Lyon ainsi que la poursuite des études des 2 tours, « Phare » et « Majunga », à Paris La Défense.
 - 14 M€ de charges financières et autres coûts ont été capitalisés.

¹² Le développeur n'ayant à ce jour pas été à même de délivrer les actions, cet investissement prend la forme d'un prépaiement générant un revenu financier et non des loyers.

Le groupe a cédé 614,5 M€ d'actifs de son patrimoine de bureaux.

Six immeubles ont été vendus en France en 2008 pour un prix net de vente d'un total de 309,1 M€. Deux de ces immeubles, le 136 avenue Charles-de-Gaulle à Neuilly et le 17-21 rue du Faubourg Saint-Honoré à Paris, ont représenté 75 % du volume de cessions. Sur la base des valeurs d'expertises inscrites au bilan au 31 décembre 2007, ces cessions font ressortir une plus value nette de 28,5 M€.

Quatre immeubles¹³ aux Pays-Bas, des locaux de logistique en Espagne et un immeuble en Ukraine ont été vendus pour un montant net de 305,4 M€ et un résultat net de 9,3 M€.

2.4. Valorisation des actifs

Les actifs de bureaux d'Unibail-Rodamco sont valorisés 4.718 M€ hors droits au bilan du 31 déc. 2008 :

- 3.875 M€ en immeubles de placement et donc comptabilisés aux valeurs déterminées par les expertises indépendantes (après déductions des droits de mutation) ;
- 303 M€ d'actifs valorisés au bilan à leur coût historique : 7, rue Adenauer (siège d'Unibail-Rodamco)¹⁴ ainsi que les projets en cours de construction.

La variation de juste valeur des immeubles de placement depuis le 31 décembre 2007 a généré une perte au compte de résultat de 624,1 M€ (cf. la note sur l'Actif Net Réévalué).

3. Pôle Congrès-Expositions

Cette activité, exclusivement localisée en France, est constituée de la détention et la gestion immobilière des sites de congrès expositions (VIPARIS) et de l'organisation d'événements (COMEXPOSIUM). Début 2008, Unibail-Rodamco a fusionné ses activités de congrès expositions avec celles de la Chambre de Commerce et de l'Industrie de Paris (CCIP) pour créer l'opérateur leader sur le marché des congrès et des expositions en France.

¹³ Parnassustoren-Amsterdam, Schonenvaert-Haarlem, OHK-Amsterdam and Hoogstraat-Rotterdam.

¹⁴ Le 70, avenue Wilson n'est plus partiellement comptabilisé en immeuble d'exploitation puisque Comexposium est consolidé en équivalence depuis le 1^{er} janvier 2008. Le 5, Bd Malesherbes, ex-siège d'Unibail a été reclassé en immeuble de placement à juste valeur, l'écart étant comptabilisé en capitaux propres.

L'activité Congrès-Expositions est par nature cyclique, les manifestations étant plus nombreuses les années paires que les années impaires. Le nombre de visiteurs a été de 20 % plus élevé en 2008 qu'en 2007, et également en progression de 6 % par rapport au nombre de visiteurs en 2006, l'année paire précédente plus directement comparable. En dépit de quelques annulations en contrepartie desquelles le Groupe a perçu des arrhes, l'EBITDA réalisé en 2008 a été légèrement supérieur que prévu. Au total, les 9 sites de VIPARIS ont été loués pour 347 salons, 150 expositions et 382 événements corporate. La fidélité des exposants, clients de longue date, indique que la présence aux salons reste une priorité dans le climat économique actuel, les exposants recherchant des économies plutôt sur les coûts d'équipement de leurs stands. La pré-location des sites de congrès exposition pour les événements de 2009 reste forte, avec 86 % de la capacité normale des sites déjà réservés fin 2008, contre 89 % les années précédentes.

Les différents sites de congrès exposition appartiennent :

- à VIPARIS (50/50 avec la CCIP) : le Parc des expositions de la Porte de Versailles, Paris Nord Villepinte, les Palais des congrès de Paris et de Versailles, le Parc des expositions du Bourget, l'Espace Champerret et l'Espace Grande Arche.
- à 100 % à Unibail-Rodamco : Cnit à La Défense et le Carrousel du Louvre.

Tous ces sites sont gérés par VIPARIS et consolidés en méthode globale par Unibail-Rodamco.

Le revenu total net consolidé de ces activités s'élève à 127,4 M€ en 2008, contre 64,3 M€ en 2007, avant la fusion avec la CCIP. À périmètre constant¹⁵, le résultat 2007 aurait été de 112,8 M€. L'activité a donc enregistré une croissance de 13 % en 2008. Comme indiqué plus haut, les années paires accueillent davantage de salons bi-annuels, comme le mondial de l'automobile Porte de Versailles, le salon international de l'emballage à Villepinte ou le salon aéronautique au Bourget.

Le Cnit a bénéficié d'une rénovation totale et aucun événement corporate n'a pu s'y dérouler pendant le premier semestre 2008. Le site est redevenu pleinement opérationnel en septembre 2008.

L'activité d'organisation de salons, gérée par COMEXPOSIUM (50 % Unibail-Rodamco), est, conformément aux règles de gouvernance de l'entreprise, consolidée par mise en équivalence depuis le 1^{er} janvier 2008. Sa contribution au résultat récurrent d'Unibail-Rodamco a été de 10,4 M€ en 2008.

En incluant les loyers des hôtels Méridien-Montparnasse et Hilton-CNIT (La Défense), dont les locations à long terme sont rattachées à ce segment d'activité, et après déduction des amortissements, le pôle congrès-expositions dégage un résultat opérationnel de 139,1 M€ en 2008, non comparable aux résultats de 2007 compte tenu du rapprochement avec la CCIP et du changement de méthode de consolidation de la branche d'organisation de salons.

III. RÉSULTATS 2008

Les frais administratifs s'élèvent à 101,7 M€. La nouvelle organisation mise en place, avec deux sièges à Paris et Amsterdam-Schipol et cinq régions (France, Pays-Bas, Espagne, Pays nordiques, Europe centrale) est pleinement opérationnelle depuis le début de l'année.

Les frais d'étude engagés pour de nouvelles opérations de développement non abouties se sont élevés à 5,7 M€ en 2008.

Services immobiliers

Le résultat net opérationnel dégagé par les sociétés prestation de services immobiliers en France et en Espagne s'élève à 8,3 M€.

La rubrique « autres revenus » comprend le résultat du portefeuille de crédit-bail ex-Unibail (+1,2 M€) et deux éléments non récurrents, un success fee¹⁶ et une dotation de provision pour litige, dégageant un produit net de 2,6 M€.

Les frais financiers nets totaux supportés par le Groupe s'élèvent à 314,1 M€, dont 38,9 M€ de frais générés par le financement des projets en construction et capitalisés. La charge nette de l'endettement financier impactant le résultat récurrent s'élève à 275,2 M€.

En application des principes comptables IFRS, une composante des Obligations Remboursables en Actions (ORA) a été enregistrée en dette au bilan. Elle est amortie sur la durée de vie des ORAs. La dette à taux fixe de Rodamco, comptabilisée à juste valeur au bilan d'Unibail Rodamco à la date de la fusion, est également amortie sur la durée de vie des emprunts. Ces amortissements ainsi que l'actualisation des provisions à long terme s'élèvent à 22,8 M€, sans impact sur le résultat récurrent. Sous l'effet des baisses des taux d'intérêts en fin d'année, les instruments financiers dérivés (swaps et caps) ont enregistré de fortes variations de valeur. Conformément aux options retenues par Unibail-

¹⁵ Non-audité

¹⁶ Déterminé par rapport à la création de valeur sur les centres Rennes Alma et Usines Vélizy pendant la période où ces deux centres commerciaux étaient en partenariat.

Rodamco pour l'application de la norme IAS 39, ces variations ont été prises en compte par le compte de résultat. Cette charge de 285,4 M€ est sans impact sur le résultat récurrent.

Le taux moyen de refinancement du Groupe ressort à 4,2 % en 2008 (4 % en 2007). La politique de refinancement d'Unibail-Rodamco est décrite au chapitre « Ressources financières » ci-après.

Conformément au programme de rachat des actions, 552 758 actions ont été rachetées en 2008 au prix moyen de 103,90 € / action, et annulées¹⁷.

Fiscalité

La charge d'impôts sur les sociétés provient des pays qui ne bénéficient pas de régime fiscal spécifique pour les sociétés foncières¹⁸ et des activités qui, en France, ne bénéficient pas du régime SIIC, principalement le secteur Congrès-Expositions.

La charge d'impôt affectant le résultat récurrent s'élève à 21,2 M€, tandis qu'un crédit d'impôt différé de 59,4 M€, principalement dû aux variations de juste valeur des actifs, a été comptabilisé.

Le résultat net récurrent consolidé après impôts s'élève en 2008 à 868,4 M€.

La part des minoritaires dans ce résultat après impôts s'élève à 91,6 M€. Elle concerne principalement la quote part de la CCIP dans VIPARIS (32,5 M€), les partenaires des centres commerciaux en France (54,1 M€, essentiellement les Quatre Temps et le Forum des Halles) et les 1,48% de minoritaires de Rodamco Europe (5 M€).

Le résultat net consolidé part du groupe affiche une perte de 1.116 M€ en 2008, se décomposant en :

- **+776,8 M€ de résultat net récurrent**
- **+47 M€ de résultat net de cessions**
- **-1.939,8 M€ résultant des mises à juste valeur et imputables essentiellement à la baisse des valeurs immobilières.**

Le nombre moyen d'actions et d'ORA¹⁹ sur la période ressort à 91 132 579.

Le résultat net récurrent par action en 2008 s'élève à 8,52 €, enregistrant ainsi une progression de 8,4 % par rapport à 2007.

¹⁷ 2 666 actions ont été conservées pour la dernière attribution d'actions gratuites le 31 janvier 2009

¹⁸ En France : SIIC (Société Immobilière d'Investissements Cotée) et aux Pays-Bas : FBI (Fiscal Investment Institution)

¹⁹ ORA : Obligations Remboursables en Actions. Les ORAs ayant été essentiellement comptabilisées en capitaux propres et les frais correspondant à la partie comptabilisée en dette n'ayant pas impacté le résultat récurrent, les ORAs sont assimilées à des actions.

IV. DISTRIBUTION ET PERSPECTIVES

Distribution

Sur la base du résultat récurrent de 2008 de 8,52 € / action, le groupe proposera à l'Assemblée générale annuelle une distribution de 7,50 € / action, dont une partie prélevée sur le poste 'primes d'émission'²⁰.

Cette distribution représente une augmentation de 7,1 % par rapport aux 7,00 € distribués en 2007.

Sous déduction des acomptes de 1,75 € / action chacun versés en octobre 2008 et en janvier 2009, et du troisième acompte également fixé à 1,75 €/action payable en avril 2009, la distribution finale s'élèvera à 2,25 € / action et sera versée au 15 juillet 2009.

Perspectives

Le Groupe a analysé en profondeur sa position sur le marché actuel. Le résultat 2009 est d'ores et déjà largement conforté par les baux signés en 2008 et les effets de l'indexation. Les taux de fréquentation des centres commerciaux, les chiffres d'affaires des locataires ainsi que leur santé financière et la régularité de leurs paiements sont autant d'éléments qui sont suivis par le groupe avec la plus grande attention. La qualité et la taille du portefeuille et l'expansion géographique des activités en Europe continentale sont de puissants atouts dans l'environnement économique actuel. Le coût de la dette devrait continuer à être contenu.

Dans ce contexte, la Groupe vise une croissance de son résultat net récurrent par action de 7 % ou plus en 2009.

En dépit de l'incertitude qui règne sur les marchés, le Groupe prévoit une croissance continue du bénéfice par action au-delà de 2009, même si le rythme de cette croissance dépend de facteurs externes difficiles à anticiper comme la croissance du PIB, l'évolution des taux d'intérêt et de l'inflation ou le comportement des consommateurs. Dans ces conditions, toute prévision plus précise sur le moyen terme serait difficile à justifier.

La politique de distribution reste inchangée avec le même objectif de distribution de 85 à 95 % du résultat récurrent aux actionnaires.

²⁰ 1,24 €/action. Ce montant pourra être définitivement ajusté le jour de la distribution.

ACTIF NET RÉÉVALUÉ AU 31 DÉCEMBRE 2008

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation part du groupe UNIBAIL-RODAMCO au 31/12/2008, s'élève à 151,20 € par action totalement dilué, en baisse de 10,7% par rapport à fin 2007. La réduction de valeur pour l'année 2008 est de 11,05 € par action, si l'on ajoute à la décroissance d'ANR de 18,10 € par action, la distribution de 7,05 € de dividende par action effectuée sur l'année.

1. PATRIMOINE DU GROUPE

Le marché de l'immobilier commercial a été touché de manière significative par la crise financière, et les valeurs d'expertises par conséquent.

Le marché de l'investissement a souffert d'une forte diminution des liquidités dans l'ensemble du secteur de l'immobilier direct avec (i) un désengagement des investisseurs spécialisés dans l'immobilier (ii) un accès plus limité et plus coûteux au marché de la dette. Les investissements dans le marché de l'immobilier commercial ont décliné de 246 milliards d'euros en 2007 à 116 milliards en 2008 (source CBRE²¹), avec en particulier moins de transactions sur des actifs importants. Cette baisse de la liquidité a provoqué une hausse importante des taux de rentabilité immobiliers à tous les niveaux.

Au contraire, et de manière assez inattendue, le marché des grands centres commerciaux a été assez actif avec des transactions marquantes telles que 'Grand Littoral' (Corio), Steen & Ström (Klepierre), Shopping City Süd et La Maquinista (Unibail-Rodamco).

Le patrimoine du Groupe Unibail-Rodamco, droits et frais de mutation inclus, est passé de 25.229 M€ au 31/12/2007 à 24.572 M€ au 31/12/2008. A périmètre constant, la valeur des actifs, net des investissements, diminue de 2.069 M€, soit une baisse de 9,1% par rapport au 31/12/2007.

Evaluation du patrimoine par Pôle UNIBAIL (Droits inclus) (1)	31.12.2007 (2)		31.12.2008		Evolution à périmètre constant au 31.12.2008 (3)		Evolution à périmètre constant net des investissements au 31.12.2008	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	18 231	72%	18 037	74%	- 1 086	-6,5%	- 1 274	-7,7%
Bureaux	5 557	22%	4 478	18%	- 578	-12,1%	- 664	-13,9%
Sites de Congrès Exposition (4)	985	4%	1 724	7%	- 109	-11,0%	- 120	-12,2%
Services	456	2%	333	1%	- 11	-4,2%	- 11	-4,2%
Total	25 229	100%	24 572	100%	- 1 784	-7,9%	- 2 069	-9,1%

(1) Sur le périmètre de consolidation comptable, en droits et frais inclus (voir §1.5 pour les données part du groupe).

L'évaluation du patrimoine intègre :

- Les valeurs d'expertise de tous les immeubles du patrimoine (à 100% en cas d'intégration globale, en part du groupe en cas d'intégration proportionnelle).
- La valeur de marché des participations Unibail-Rodamco dans les sociétés immobilières mises en équivalence et les prêts accordés à ces sociétés (SCI Triangle des Gares qui détient le centre commercial Euralille (Lille) et Comexposium, société organisatrice de salons).

(2) Du fait de la reclassification de certains actifs suédois et néerlandais, la ventilation entre Commerces et Bureaux varie légèrement de la publication au 31/12/2007.

(3) Principales variations de périmètre au cours de l'année 2008 :

- Acquisition de Shopping City Süd (SCS) à Vienne, des centres commerciaux Maquinista et Habarenas en Espagne.
- Acquisition de parts dans les centres commerciaux de Leidsenhague (Pays-Bas) et Los Arcos (Espagne).
- Acquisition de lots de copropriété dans Aquaboulevard (Paris) et Vélizy 2 ainsi qu'un terrain jouxtant Vélizy Usine Center.
- Acquisition de l'immeuble de bureaux 10 Vercingétorix.
- L'accord signé avec la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (CCIP) qui permet d'intégrer dans le patrimoine la galerie commerciale du Palais des Congrès de Paris, 4 nouveaux sites de Congrès Exposition (Villepinte, Le Bourget, Palais des Congrès de Paris, Palais des Congrès de Versailles) et une Société de Services (Comexpo : organisateur des salons).
- La vente d'une partie des magasins de pied d'immeubles aux Pays-Bas, des actifs belges, d'une partie du portefeuille de centres logistiques en Espagne et du portefeuille de bureaux en Ukraine.
- La vente de Spar Handelscentrum (Cottbus, Allemagne).
- La vente en France des immeubles de bureaux suivants : 1 St Georges-34/36 Provence, 126 Jules Guesdes, Square Défense, 136 Charles de Gaulle, 52 Lisbonne et 17-21 Faubourg Saint-Honoré.

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

(4) Sur le périmètre de consolidation comptable ; avec une détention à 50% de la plupart des sites de Congrès-Exposition, le patrimoine en part du groupe est égal à 1.041 M€ au 31/12/2008 (voir §1.5).

²¹ CBRE : CB Richard Ellis

Méthodologie utilisée par les experts

Les experts qui évaluent les centres commerciaux et les immeubles de bureaux du Groupe Unibail-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 'IVSC' (*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.

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 m².

L'instabilité sur les marchés financiers a provoqué une baisse significative du nombre de transactions représentatives ('benchmark'). La plupart des transactions qui ont lieu impliquent des vendeurs en difficulté financière et des acheteurs recherchant des 'bonnes affaires' ce qui résulte en une plus grande volatilité des prix. Les experts ont réagi à cette situation d'incertitude accrue en interprétant avec précaution le peu de transactions effectives, y compris les transactions avortées, et en insistant davantage sur la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode par le rendement.

Périmètre des actifs faisant l'objet d'une expertise externe

Au 31/12/2008, 94,6% de la valeur du patrimoine du Groupe Unibail-Rodamco a fait l'objet d'une expertise externe.

Les autres actifs (5,4%), qui ne sont pas expertisés au 31/12/2008, sont valorisés comme suit :

- A leur prix de revient pour les immeubles en construction, ce qui représente 3,0% de la valeur du patrimoine total Unibail-Rodamco. Ce sont principalement les centres en développement (notamment l'extension de Donauzentrum en Autriche, Benidorm & Badajoz en Espagne, et les actifs suivants en France : Lyon Confluence, Docks de Rouen et Le Havre) et les projets du Pôle Bureaux (Phare et Majunga à La Défense, Tour Oxygène à Lyon).
- A la valeur d'acquisition pour les actifs achetés dans les derniers six mois, comprenant principalement Maquinista et Habaneras en Espagne, des lots de copropriété dans Aquaboulevard et Vélizy 2 ainsi que l'immeuble de bureaux 10 Vercingétorix. Ces actifs représentent 2,3% du patrimoine total.

- A leur prix de vente pour les actifs sous promesse de vente, soit 0,1% du patrimoine total Unibail-Rodamco.

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 n'est pas valorisée.

Évolution du patrimoine de Centres Commerciaux :

La valeur du patrimoine des Centres Commerciaux Unibail-Rodamco a décliné de 18.231 M€ à 18.037 M€ au 31/12/2008, droits de mutation et frais inclus.

Evaluation au 31/12/2007	18 231	
Réévaluation du périmètre non constant	210	(1)
Investissements / Acquisitions	1 907	
Effet change	-116	(2)
Evolution à périmètre constant	-1 274	
Cessions	-920	
Evaluation au 31/12/2008	18 037	

(1) Les actifs à périmètre non constant concernent les projets livrés (dont Pankrac, Forum Nacka et Strasbourg Etoile) et les acquisitions de l'année.

(2) Composé d'une perte de change de 142 M€ sur les Pays nordiques et d'un gain de change de 26 M€ sur l'Europe Centrale, avant compensation par les prêts en devises et les couvertures de change.

Sur la base de la valeur du patrimoine hors droits estimés, le taux de rendement au 31/12/2008 ressort à 5,4% contre 4,8% au 31/12/2007 :

Evaluation du patrimoine de Centres Commerciaux par région	Valeur Droits inclus en M€	Valeur Hors droits estimés en M€ (1)	Taux de rendement 31.12.2008 (2)	Taux de rendement 31.12.2007 (3)
France (4)	8 978	8 610	5,0%	4,3%
Pays-Bas	2 726	2 549	5,9%	5,6%
Pays Nordiques (5)	1 819	1 792	5,3%	4,8%
Espagne	2 175	2 121	6,1%	5,1%
Europe Centrale	2 339	2 298	6,0%	5,8%
Total	18 037	17 369	5,4%	4,8%

(1) Valorisation hors droits et frais estimés (cf. paragraphe 2.7).

(2) Loyer annualisé (y compris indexation la plus récente) net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur, hors droits et frais estimés. Les centres en développement ne sont pas inclus dans le calcul.

(3) La note ANR au 31/12/2007 mentionne un taux légèrement différent pour les Pays-Bas ; l'écart provient d'une répartition plus précise Commerces/Bureaux.

(4) Pour la France, en ajoutant les droits d'entrée perçus aux loyers nets, le taux de rendement passerait à 5,5% au 31/12/2008 et 4,7% au 31/12/2007.

(5) Selon les expertises externes, la part "commerces" du patrimoine suédois représente 84% contre 87% lors des estimations précédentes.

Sur la base du taux de rendement de fin d'année de 5,4%, une augmentation supplémentaire de 25 point de base ferait baisser de 780 M€ (ou -4,3%) la valeur du patrimoine de centres commerciaux (frais et droits de mutation inclus).

Analyse à périmètre constant

A périmètre constant, la valeur du portefeuille des centres commerciaux, frais et droits de mutation inclus, a diminué de 1.086 M€ (-6,5%) par rapport au 31/12/2007. Retraite des montants des travaux, frais financiers, indemnités versées et honoraires immobilisés, la baisse de valeur des actifs à périmètre constant est de 7,7% ou 1.274 M€, dont +5,2% provient de la hausse des loyers et -12,9% résulte de l'évolution des taux de capitalisation.

Centres commerciaux - Evolution à périmètre constant (1) en 2008	Evolution (1) en M€	Evolution (1) en %	Evolution (1) - Effet loyers	Evolution (1) - Effet taux
France	- 820	-9,4%	4,1%	-13,5%
Pays-Bas	- 62	-2,4%	4,3%	-6,7%
Pays Nordiques	- 156	-8,1%	6,2%	-14,3%
Espagne	- 228	-12,6%	5,6%	-18,2%
Europe Centrale	- 7	-0,5%	10,0%	-10,4%
Total	- 1 274	-7,7%	5,2%	-12,9%

(1) Evolution à périmètre constant net des investissements entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008.

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 prix de revient jusqu'à leur livraison, sauf dans les cas de dépréciation. Il s'agit principalement de :

- ☞ En France : Lyon Confluence, Docks de Rouen, Le Havre Docks Vauban, le projet Eiffel à Levallois, Versailles Chantiers et le projet Aéroville (aéroport Paris Charles de Gaulle).
- ☞ Dans le reste de l'Europe : Badajoz en Espagne ainsi que l'extension du Donauzentrum et de Shopping City Süd en Autriche.
- ☞ En Espagne, une dépréciation de 14,3 M€ du terrain de Benidorm a été comptabilisée au regard de l'évolution du marché.

Au 31/12/2008, les projets en développement du Pôle Centres Commerciaux représentent au bilan d'Unibail-Rodamco un coût historique total de 587 M€.

1.2 Le Pôle Bureaux

Évolution du patrimoine de bureaux Unibail-Rodamco :

La valeur du patrimoine du Pôle Bureaux a baissé de 5.557 à 4.478 M€ au 31/12/2008, droits de mutation et frais inclus :

Evaluation au 31/12/2007	5 557	
Réévaluation du périmètre non constant	37	(1)
Investissements / Acquisitions	183	
Effet change	-27	(2)
Evolution à périmètre constant	-664	
Cessions	-609	
Evaluation au 31/12/2008	4 478	

(1) Les actifs à périmètre non constant concernent les projets livrés (dont Villeneuve Clichy) et les acquisitions de l'année.

(2) Composé d'une perte de change de 27 M€ sur les Pays nordiques, avant compensation par les prêts en devises et les couvertures de change.

La répartition géographique du patrimoine total est la suivante :

Evaluation du patrimoine de Bureaux	Valorisation (droits inclus) (1)	
	€ Mn	%
France	3 858	86,1%
Pays-Bas	320	7,1%
Pays Nordiques (2)	247	5,5%
Espagne	33	0,7%
Europe Centrale	21	0,5%
Total	4 478	100%

(1) Valorisation de tout le portefeuille Bureaux, droits de mutation et frais inclus.

(2) Selon les expertises externes, la part "bureaux" du patrimoine suédois représente 16% contre 13% dans des estimations précédentes.

Pour les surfaces occupées et sur la base d'une valeur d'actif, hors droits et frais estimés, le taux de rendement du Pôle au 31/12/2008 a augmenté de 100 points de base à 6,4% contre 5,4% fin 2007.

Evaluation du patrimoine de bureaux pour les surfaces louées	Valorisation Droits inclus en M€ (1)	Valorisation hors droits estimés en M€ (1)	Taux de rendement potentiel (2), 31.12.2008	Taux de rendement potentiel (2), 31.12.2007
France	3 383	3 269	6,2%	5,1%
Pays-Bas	288	269	8,4%	6,8%
Pays Nordiques	238	235	6,9%	6,1%
Espagne	33	32	7,3%	6,2%
Europe Centrale	20	20	7,3%	8,2%
Total	3 962	3 825	6,4%	5,4%

(1) Valorisation au 31/12/2008 du patrimoine Bureaux pour les surfaces occupées sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant.

(2) Loyer annualisé (y compris indexation la plus récente) net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur, hors droits et frais estimés.

Sur la base du taux de rendement de fin d'année de 6,4%, une augmentation supplémentaire de 25 point de base ferait baisser de 164 M€ (ou -3,7%) la valeur du patrimoine de bureaux (frais et droits de mutation inclus).

Analyse à périmètre constant

L'analyse à périmètre constant de la valeur des actifs de bureaux, droits et frais de mutation inclus, fait ressortir une diminution globale de 578 M€ depuis le 31/12/2007, soit une baisse de 12,1%. Retraitée de l'impact des travaux, frais financiers et honoraires immobilisés, la diminution de la valorisation des actifs de bureaux, à périmètre constant, est de 664 M€ ou -13,9%, dont +4,8% provient de la hausse des loyers et des commercialisations et -18,7% des hausses de taux de capitalisation.

Bureaux - Evolution à périmètre constant (1) en 2008	Evolution (1) en M€	Evolution (1) en %	Evolution (1) - Effet loyers	Evolution (1) - Effet taux
France	- 595	-14,4%	4,8%	-19,2%
Pays-Bas	- 66	-17,8%	1,6%	-19,4%
Pays Nordiques	- 4	-1,5%	9,7%	-11,2%
Espagne	-	0,0%	0,0%	0,0%
Europe Centrale	1	3,3%	7,1%	-3,8%
Total	- 664	-13,9%	4,8%	-18,7%

(1) Evolution à périmètre constant nette des investissements entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008.

Portefeuille Bureaux France :

La répartition géographique du patrimoine immobilier de bureaux en France est la suivante :

Evaluation du patrimoine de bureaux France par secteur	Valorisation Droits inclus (1)	
	M€	%
Paris QCA	1 596	41%
Neuilly-Levallois-Issy	543	14%
La Défense	1 458	38%
Autres	261	7%
Total	3 858	100%

(1) Valorisation, droits et frais de mutation inclus, de tout le portefeuille bureaux pour la France.

Pour les surfaces occupées et sur la base d'une valeur d'actif, hors droits et frais de mutation estimés, le taux de rendement du Pôle pour la France au 31/12/2008 s'établit à 6,2%. Ce rendement est en hausse de 110 points de base par rapport au 31/12/2007.

Evaluation du patrimoine de bureaux France pour les surfaces louées	Valorisation Droits inclus en M€ (1)	Valorisation Hors droits estimés en M€ (1)	Taux de Rendement (Hors Droits estimés) (2)	Prix €/ m ² moyen (3)
Paris QCA	1 526	1 488	5,7%	13 590
Neuilly-Levallois-Issy	541	511	6,7%	5 403
La Défense	1 116	1 077	6,7%	6 867
Autres	199	195	6,7%	4 583
Total	3 383	3 270	6,2%	8 218

(1) Valorisation au 31/12/2008 du patrimoine Bureaux en France pour les surfaces occupées sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant.

(2) Loyer annualisé (y compris indexation la plus récente) net des charges, divisé par l'évaluation des actifs loués, hors droits et frais estimés.

(3) Sur la base du périmètre décrit en (1) en valeur, hors droits estimés, diminué des parkings du 68/82 rue du Maine-Paris 14^{ème}. 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.

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.

Méthodologie utilisée par les experts

La méthodologie de valorisation retenue par KPMG pour les 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.

La méthodologie d'évaluation utilisée par DTZ Eurexi pour déterminer la valeur vénale des murs de l'hôtel Méridien-Montparnasse au 31/12/2008 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

La valeur du patrimoine des sites de congrès-expositions (y compris hôtels), droits et frais de mutation inclus, s'établit à 1.724 M€ au 31/12/2008. La forte augmentation s'explique par la consolidation des nouveaux sites de Congrès Exposition issus de l'accord avec la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (CCIP). La détention à 50% par la CCIP est comptabilisée en intérêts minoritaires.

A périmètre constant, net des investissements, la valeur des sites de Congrès Expositions baisse de 12,2% par rapport au 31/12/2007 :

Evaluation du patrimoine de Congrès-Expositions en M€ (Droits inclus)	31.12.2007	31.12.2008 (1)	Evolution à périmètre constant net des investissements	
			M€	%
Viparis (2)	778	1 527	- 108	-13,9%
Hôtels	206	197	- 12	-5,8%
Total	985	1 724	- 120	-12,2%

(1) Sur le périmètre de consolidation comptable, en droits et frais inclus (voir §1.5 pour les données part du groupe).

(2) Viparis regroupe tous les sites de congrès-expositions du Groupe.

Suite au rapprochement des activités avec la CCIP, la valeur consolidée du portefeuille de congrès-expositions (Viparis) a presque doublé (+96%). A périmètre constant et net des investissements, la baisse de 13,9% par rapport au 31/12/2007 provient principalement d'une hausse de taux et de l'amortissement d'une année supplémentaire de la concession de la Porte de Versailles par la ville de Paris (échéance décembre 2026).

Ces valorisations font ressortir pour Viparis un taux de rendement moyen au 31/12/2008 (résultat opérationnel récurrent 2008 divisé par la valorisation retenue, hors droits estimés et frais de mutation) de 8,6%.

Les valeurs des hôtels Cnit-Hilton et Méridien-Montparnasse sont en baisse sur l'année pour un montant total de 12 M€, soit une réduction de 5,8%.

Le projet de l'hôtel Lyon Confluence est valorisé à son prix de revient.

1.4 Les activités de services

Le portefeuille des activités de services est composé de :

- Comexposium, organisateur de salons, issu de la fusion des activités d'Exposium et de Comexpo.
- Espace Expansion et Rodamco Gestion, sociétés spécialisées dans la maîtrise d'ouvrage déléguée, la gestion immobilière et la commercialisation de centres commerciaux.

PricewaterhouseCoopers a effectué au 31 décembre 2008 l'évaluation des activités de service afin que tous les incorporels significatifs soient évalués à leur valeur de marché dans le patrimoine et dans l'ANR Unibail-Rodamco. Les actifs incorporels ne sont pas réévalués au bilan consolidé d'Unibail-Rodamco.

L'évaluation des activités de services par PricewaterhouseCoopers a été effectuée principalement selon la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés, sur la base de leurs Business Plans. Une approche de marché (méthode des comparables) a été utilisée par PricewaterhouseCoopers pour conforter les valeurs ainsi déterminées.

Évolution du patrimoine de services

La variation de valeur (de 456 M€ à 333 M€) est principalement due au changement de périmètre suite au rapprochement avec la CCIP survenu en janvier 2008 :

- Au 31/12/2007, 100% de la valeur d'Exposium était prise en compte.
- Au 31/12/2008, 50% de la valeur d'Exposium ainsi que 50% de la valeur de Comexpo a été pris en compte. Exposium était précédemment consolidé selon la méthode de consolidation globale ; Comexposium est consolidé par mise en équivalence.

La baisse de 11M€ (-4,2%) à périmètre constant²² est principalement due à l'évolution des taux.

²² Espace Expansion, Rodamco Gestion et 50% d'Exposium.

1.5 Données en part du groupe pour le patrimoine.

Les données présentées ci-avant sont calculées sur le périmètre de consolidation comptable. Le tableau ci-dessous recense ces mêmes données en part du groupe (droits inclus) :

Evaluation du patrimoine - 31.12.2007	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	M€	%	M€	%
Centres commerciaux	18 231	72%	16 917	71%
Bureaux	5 557	22%	5 529	23%
Sites de Congrès-Expositions	985	4%	985	4%
Services	456	2%	456	2%
Total	25 229	100%	23 887	100%

Evaluation du patrimoine - 31.12.2008	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	M€	%	M€	%
Centres commerciaux	18 037	74%	16 755	74%
Bureaux	4 478	18%	4 465	20%
Sites de Congrès-Expositions	1 724	7%	1 041	5%
Services	333	1%	333	1%
Total	24 572	100%	22 594	100%

Evolution à périmètre constant en 2008	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	M€	%	M€	%
Centres commerciaux	- 1 274	-7,7%	- 1 141	-7,5%
Bureaux	- 664	-13,9%	- 663	-13,9%
Sites de Congrès-Expositions	- 120	-12,2%	- 74	-7,5%
Services	- 11	-4,2%	- 11	-4,2%
Total	- 2 069	-9,1%	- 1 888	-8,9%

Evolution à périmètre constant - Effet loyer / Effet taux	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	Effet loyer	Effet taux	Effet loyer	Effet taux
Centres commerciaux	5,2%	-12,9%	5,2%	-12,7%
Bureaux	4,8%	-18,7%	4,8%	-18,7%

Taux de rendement	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007
Centres commerciaux	5,4%	4,8%	5,4%	4,9%
Bureaux - surfaces louées	6,4%	5,4%	6,4%	5,4%

2. CALCUL DE L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ EN VALEUR DE LIQUIDATION

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation du Groupe est déterminé en ajoutant aux capitaux propres (part du Groupe) figurant au bilan consolidé (en normes IFRS) les éléments figurant sous les rubriques ci-dessous.

2.1 Capitaux propres consolidés

Au 31/12/2008, les capitaux propres consolidés (part du Groupe) s'élèvent à 12.885,2 M€.

Ces capitaux propres, part du Groupe, intègrent un résultat net récurrent de 776,8 M€ et -1.876,0 M€ de mise à juste valeur des actifs et des instruments financiers dérivés ainsi que d'effet des cessions.

La composante dette de l'ORA, reconnue en comptabilité (224,6 M€), est ajoutée aux capitaux propres pour le calcul de l'ANR. Corrélativement, la totalité des ORA est assimilée à des actions.

Les actionnaires et porteurs d'ORA disposent au 31/12/2008 d'une créance de 157,8 M€, au titre du solde du dividende de 1,75 € par action, qui a été effectivement versé le 15 janvier 2009. Ce montant, déduit des capitaux propres au bilan consolidé au 31/12/2008, est rajouté pour le calcul de l'ANR.

2.2 Ajustements liés au rapprochement avec Rodamco

Le goodwill restant (174 M€), correspondant à la valeur des optimisations d'impôts sur les actifs Rodamco à la date du rapprochement, est déduit dans ce calcul puisque la valeur de l'optimisation des impôts et frais de mutation déterminée sur l'ensemble du portefeuille sera ensuite ajoutée (voir ci-dessous).

Pour le calcul de l'actif net réévalué en valeur de liquidation, Unibail-Rodamco a toujours comptabilisé les projets en cours à leur coût historique. Afin de maintenir cette cohérence, la valeur retenue pour les projets Rodamco lors de l'allocation du prix d'entrée, est déduite (36,1 M€).

2.3 Plus-values latentes sur le patrimoine immobilier

Du fait du déménagement du siège d'Unibail-Rodamco, l'immeuble du 5, bd Malesherbes-Paris 8^{ème} a été reclassé en immeuble de placement à la valeur de marché alors que la nouvelle localisation (7 Adenauer – Paris 16^{ème}) a été transférée en immobilisations corporelles pour sa valeur d'expertise.

Au 31/12/2008, aucun ajustement de valeur n'a été nécessaire pour le calcul de l'ANR puisque la valeur nette comptable de l'immeuble Adenauer est égale à sa valeur d'expertise.

2.4 Plus-values latentes sur les actifs incorporels

Les évaluations des valeurs d'entreprise de Espace Expansion, Rodamco Gestion et du fonds de commerce de Paris Nord Villepinte / Palais des Congrès de Paris / Palais des Congrès de Versailles ont dégagé une plus-value latente globale de 99,6 M€, montant ajouté pour le calcul de l'ANR.

Les autres sociétés opérationnelles du Groupe (U2M 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.

2.5 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 mais à la valeur nominale pour la dette ex-Unibail et à la juste valeur à la date du rapprochement (30 juin 2007) pour la dette ex-Rodamco.

La dette à taux fixe, appréhendée à sa juste valeur, génère un impact positif de 132,8 M€ après déduction des impôts différés, provenant principalement d'une augmentation du 'spread' de Unibail-Rodamco. Cet impact a été pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué.

2.6 Retraitement des impôts

Au bilan consolidé du 31/12/2008, 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 290,3 M€ pour le calcul de l'ANR.

2.7 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 : la 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 31/12/2008, ces droits de mutation et autres frais de cession estimés, comparés aux droits déjà déduits des valeurs des actifs figurant au bilan (en application des normes IFRS), génèrent un ajustement de 204,1 M€.

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

Au 31/12/2008, Unibail-Rodamco détenait 2.666 actions propres. Les actions ont été déduites des capitaux propres et le nombre d'actions a été réduit en conséquence.

Par ailleurs, l'exercice des stock-options et la livraison des actions gratuites existant au 31/12/2008 auraient pour effet d'accroître le nombre d'actions de 2.703.720, moyennant un apport en capitaux propres de 343,6 M€.

Le nombre d'actions totalement dilué pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué au 31/12/2008 s'établit à 93.465.395 actions, y compris les ORA et l'impact dilutif des stock-options et des actions gratuites.

L'Actif Net Réévalué en valeur de liquidation (part du Groupe) d'UNIBAIL-RODAMCO ressort donc à 14.127,8 M€ au 31/12/2008, soit 151,20 € par action (totalement dilué), en baisse de 10,7% par rapport au 31/12/2007.

La réduction de valeur sur l'année s'élève à 11,05 € par action, si l'on ajoute à la décroissance d'ANR de 18,10 € par action, la distribution de 7,05 € de dividende par action (y compris ORA) effectuée en 2008.

UNIBAIL-RODAMCO Actif Net Réévalué en valeur de liquidation (M€)	31.12.2007 ⁽¹⁾	30.06.2008	31.12.2008
Capitaux propres	14 603,7	14 883,2	12 885,2
Créance des actionnaires	139,2	155,4	142,6
Valeur de la composante dette de l'ORA	240,7	232,7	224,6
Créance des porteurs d'ORA	14,7	17,7	15,2
Déduction du goodwill de l'Offre d'Echange	- 244,0	- 203,7	- 174,0
Déduction juste valeur des projets Rodamco dans le prix d'acquisition	- 47,5	- 44,1	- 36,1
Plus et moins valeurs latentes			
Sur immobilier hors immeubles de placement	91,5	-	-
Actifs incorporels (2)	111,0	101,4	99,6
Sur la dette à taux fixe	53,7	139,9	132,8
Retraitement des impôts			
Impôt différé au bilan sur les valeurs des actifs	806,4	806,4	732,6
Impôt effectif sur plus values latente des actifs	- 446,7	- 486,0	- 442,3
Retraitement des droits de mutation			
Droits déduits dans les valeurs d'actifs au bilan	766,6	739,7	770,1
Droits et frais de cession estimés	- 564,7	- 550,2	- 566,0
Impact des titres donnant accès au capital			
Impact potentiel des stock-options sur les capitaux propres	265,9	252,0	343,6
Actif Net Réévalué de liquidation (part du groupe)	15 790,3	16 044,3	14 127,8
Nombre d'actions (totalemment dilué)	93 279 736	93 268 803	93 465 395
Actif Net Réévalué de liquidation par action totalemment dilué	169,3 €	172,0 €	151,2 €
Variation vs 31.12.2007 (en %)			-10,70%

(1) Tel que publié au 31/12/2007, hors ajustements liés à la finalisation de l'affectation du prix d'acquisition de Rodamco. L'impact sur l'ANR / action est non significatif.

(2) Expositum ou Comexpositum, Espace Expansion, Rodamco gestion, Fonds de Commerce de Paris Nord Villepinte / Palais des Congrès de Paris / Palais des Congrès de Versailles.

Le passage de l'ANR au 31/12/2007 à l'ANR au 31/12/2008 est présenté dans le tableau ci-dessous :

Passage de l'ANR 31/12/2007 à l'ANR 31/12/2008	
ANR / action totalemment dilué au 31/12/2007	169,30 €
Réévaluation des actifs immobiliers	- 17,93
Centres commerciaux	- 10,75
Bureaux	- 6,55
Congrès expositions et autres	- 0,63
Plus value de cessions	0,49
Résultat récurrent	8,31
	-
Distribution en 2008	- 6,59
	-
Valeur de marché de la dette et instruments financiers	- 2,45
Variation de retraitement des droits et impôts	- 0,72
Autres	0,80
	-
ANR / action totalemment dilué au 31/12/2008 (€)	151,20 €

RESSOURCES FINANCIÈRES

L'année 2008 a été difficile sur les marchés financiers tant en termes de liquidité des banques, de spread de crédit que de volatilité des taux d'intérêt. Dans cet environnement, le groupe Unibail-Rodamco, grâce à une situation financière robuste, a été très actif en levant 2 Mds € d'emprunts à moyen et long terme en 2008. Le taux de refinancement moyen du Groupe est resté contenu sur 2008 à 4,2%. Les ratios financiers sont maintenus à des bons niveaux avec un ratio de couverture des intérêts à 3,8x et un ratio d'endettement de 30% à la fin de l'année 2008.

1. Structure de l'endettement au 31 décembre 2008

La dette financière brute consolidée du Groupe au 31 décembre 2008 s'élève à 7 578 M€.

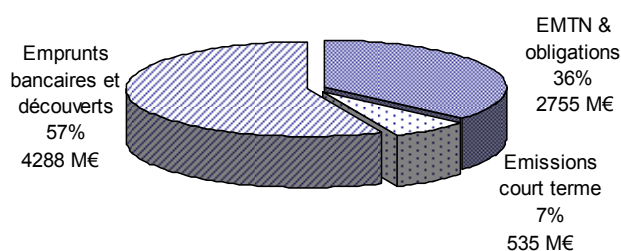
Les ORA sont considérées en totalité comme des capitaux propres pour les besoins de calcul de l'endettement²³ du Groupe.

1.1 Dette par nature

La dette financière brute consolidée d'Unibail-Rodamco est constituée au 31 décembre 2008 de :

- 2 755 M€ d'émissions obligataires dont 755 M€ émis sous le programme EMTN (Euro Medium Term Notes) d'Unibail, et 1 500 M€ sous le programme EMTN de Rodamco, le solde, 500 M€, étant constitué d'obligations Rodamco ;
- 535 M€ d'émissions court terme en Billets de Trésorerie²⁴;
- 4 288 M€ de crédits bancaires dont 3 392 M€ de prêts bancaires, 861 M€ de prêts hypothécaires et 35 M€ de découverts bancaires.

Aucun emprunt n'est soumis à des clauses de remboursement anticipé lié à un niveau de notation financière du Groupe²⁵.



²³ Les ORA sont des Obligations remboursables en actions Unibail-Rodamco. Les 224,6 M€ d'ORA reconnues 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 le Rapport Annuel.

²⁴ Les émissions court terme sont couvertes par des lignes de crédit confirmées (voir 1.2)

²⁵ En dehors de situation exceptionnelle de changement de contrôle

1.2 Liquidité

Les ressources financières nouvelles d'Unibail-Rodamco ont été obtenues au cours de l'année 2008 sur le marché monétaire par l'émission de Billets de Trésorerie et de *Commercial Papers*, sur le marché bancaire et, dans une moindre mesure, sur le marché obligataire.

Le détail des opérations de financement d'Unibail-Rodamco au cours de l'année 2008 est le suivant:

- 2 285 M€ de nouveaux prêts bilatéraux à moyen et long terme au travers :
 - (i) d'un club deal de 600 M€ d'une durée de 5,5 ans signé en avril 2008 et tiré en totalité en juin 2008. La marge au moment du tirage s'élevait à 72,5 points de base sur Euribor;
 - (ii) de 1 255 M€ de prêts bilatéraux, tirés partiellement et ayant une maturité de 2,5 à 5 ans;
 - (iii) 430 M€ de lignes bilatérales ont été renouvelées ou étendues.
- 105 M€ supplémentaires ont été levés en 2008 dans le cadre d'un placement privé EMTN avec une maturité de 5 ans et une marge équivalente de 95 points de base.

En moyenne, la marge applicable sur ces 2 390 M€ de financement levés s'élève à 82 points de base sur une maturité moyenne de 4,7 ans. En excluant les 430 M€ de lignes bilatérales renouvelées ou étendues, la marge est de 86 points de base et la maturité moyenne de 5,4 ans. Il est à noter que les marges de crédit ont augmenté de façon continue au long de l'année : la marge moyenne au second semestre 2008 s'est élevée à 125 points de base, soit environ 60 points de base au-dessus du niveau moyen du premier semestre.

- 734 M€ de prêts à court terme contractés par l'intermédiaire de courtiers, ont été levés ou prorogés en 2008. L'encours existant de ces prêts à court terme s'établissait à 50 M€ au 31 décembre 2008.
- 4 175 M€ de papier court terme avec une maturité inférieure à un an sous forme de Billets de Trésorerie²⁶ (3 089 M€) ou de *Euro Commercial Paper* (1 086 M€). L'encours existant de ces papiers court terme s'établissait à 535 M€ en Billets de Trésorerie au 31 décembre 2008.
- Les programmes d'émissions de papier court terme sont adossés à des lignes de crédit confirmées²⁷. Ces lignes de crédit permettent de prémunir le Groupe contre une

²⁶ Excluant les Billets de Trésorerie émis en faveur de Filiales.

²⁷ 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.

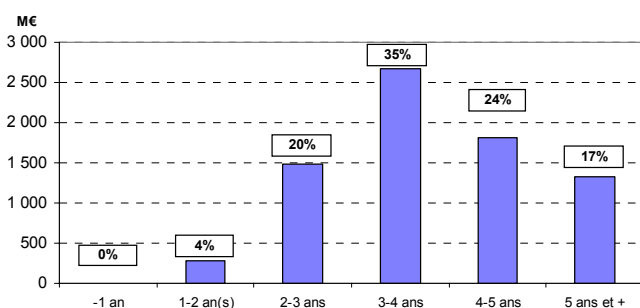
absence momentanée ou plus durable de prêteurs sur les marchés à court ou moyen terme. Ces lignes sont obtenues auprès d'établissements financiers internationaux de première renommée.

- Au 31 décembre 2008 le montant total des lignes de crédit disponibles s'élevait à 1 598 M€.

En outre, le Groupe a signé en janvier 2009 une nouvelle ligne de crédit d'un montant de 125 M€.

1.3 Dette par maturité

Le graphique ci-dessous présente l'endettement d'Unibail-Rodamco au 31 décembre 2008 après affectation des lignes de crédit bancaires (en incluant la partie non utilisée des prêts bancaires) par maturité et selon leur durée de vie résiduelle.



Plus des trois-quarts de la dette a une durée résiduelle de plus de 3 ans au 31 décembre 2008 (après prise en compte des lignes de crédit non utilisées).

La durée de vie moyenne de l'endettement d'Unibail-Rodamco s'établit au 31 décembre 2008, après affectation des lignes de crédit confirmées non utilisées, à 4,4 années (4,1 années au 31 décembre 2007).

Besoins de liquidités

Les remboursements d'emprunts d'Unibail-Rodamco sont limités pour les prochaines années : le montant de la dette obligataire et bancaire tirée au 31 décembre 2008 et arrivant à maturité en 2009 est de 339 M€ et d'environ 530 M€ pour 2010.

1.4 Coût moyen de la dette

Le taux de refinancement moyen d'Unibail-Rodamco s'établit à 4,2 % sur l'année 2008 et ressort à un niveau stable par rapport à 2007 (4,1% en 2007, en intégrant Rodamco sur toute l'année). Ce niveau de coût moyen de la dette s'explique par le niveau de marge des emprunts en place et par la politique de couverture du risque de taux d'intérêt mise en place au niveau d'Unibail en 2003, et significativement complétée en 2005, 2006 et début 2008.

2. Notation financière

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

Standard & Poor's a confirmé en août 2008 sa notation à long terme à 'A' et sa notation à court terme à 'A1', avec une perspective stable.

L'agence Moody's a confirmé en mai 2008 sa notation du Groupe à long terme à 'A3', assortie d'une perspective stable.

Rodamco est noté '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, des 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 du Groupe, et à l'évolution des cours de change, le Groupe ayant 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, le Groupe 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 lui-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 de couverture ou, achète ou vend au comptant ou à terme des devises.

La mise en place de produits de couverture 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 au taux de marché en vigueur à la suite d'un défaut d'une contrepartie.

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

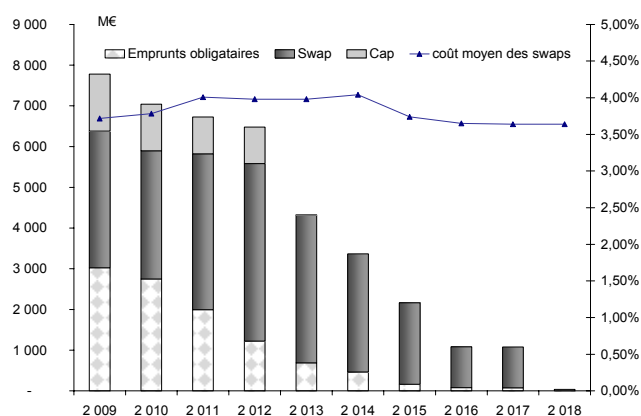
Opérations de couverture du risque de taux d'intérêt

Unibail-Rodamco a renforcé son portefeuille de couverture en 2008, en utilisant des *tunnels*, dans le but de bénéficier de la baisse des taux d'intérêts, et en contractant des swaps à moyen terme pour couvrir le Groupe sur des périodes plus longues.

En particulier, ont été contractés :

- × 650 M€ de *tunnels* de maturité 3 ans commençant en 2009 et 2010
- × des swaps à départ décalé contractés sur différentes maturités et pour des montants variables pour couvrir la période 2009-2014.

Projection des encours moyens de couverture et de dette à taux fixe par année en M€



Le graphique ci-dessus présente :

- La part de la dette conservée à taux fixe, correspondant principalement aux émissions obligataires réalisées par Rodamco ;
- Les instruments de couverture destinés à couvrir les prêts à taux variables et la dette à taux fixe ayant été immédiatement passée à taux variable, conformément à la politique de macro couverture du Groupe.

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 31 décembre 2008, la dette financière nette s'élève à 7 419 M€, hors comptes courants d'associés et après prise en compte des excédents de trésorerie (159 M€).

97% de cette dette financière nette au 31 décembre 2008 était couverte contre une hausse des taux d'intérêt et ce à travers :

- La dette à taux fixe ;
- Les couvertures mises en place dans le cadre de la politique de macro-couverture du Groupe ;
- Une partie de cette couverture est composée de caps qui permettront au Groupe de bénéficier de la baisse des taux d'intérêts au cours de l'année 2009.

Sur la base de la dette au 31 décembre 2008, une hausse moyenne des taux d'intérêt (Euribor, Stibor ou Libor) de un pour cent²⁸ (100 points de base) au cours de l'année 2009 aurait un impact négatif estimé de -14,7 M€ sur le résultat net récurrent. Une hausse supplémentaire de 1% aurait un impact négatif additionnel de -3,3 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 13,5 M€ et aurait un impact positif équivalent sur le résultat net récurrent pour l'année 2009.

3.2 Gestion et mesure du risque de change

Le Groupe exerce 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 ces 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.

²⁸ Les conséquences éventuelles sur les taux de change de cette hausse théorique des taux d'intérêts ne sont pas prises en compte ; les impacts théoriques des hausses de taux d'intérêt sont calculés à partir d'un niveau de 2,892% pour l'Euribor 3 mois et le Stibor 3 mois.

Principales expositions en devise (en M€)²⁹

Devise	Actif	Passif	Exposition Nette	Instruments de Couverture	Exposition nette après prise en compte des couvertures
SEK	1 577,5	374,0	1 203,5	682,5	521,0
DKK	326,8	102,0	224,8	127,2	97,6
HUF	0,2	-	0,2	-	0,2
USD	211,8	64,1	147,7	34,8	112,9
CZK	0,2	158,7	158,5	153,3	5,3
PLN	0,3	1,1	1,4	-	1,4
Total	2 116,7	697,6	1 419,1	691,3	727,8

L'exposition principale est en couronne suédoise. Une baisse de 10% du taux de change EUR/SEK aurait un impact négatif de 47 M€ sur les capitaux propres.

La sensibilité du résultat récurrent 2009³⁰ à une variation de 10% du taux de change euro/couronne suédoise est limitée à 3,9 M€.

4. Structure financière

Au 31 décembre 2008, la valeur du patrimoine d'Unibail-Rodamco, droits inclus, s'élève à 24 572 M€.

Ratio d'endettement

Au 31 décembre 2008, le ratio "Dette financière nette / Valeur du patrimoine" calculé pour le groupe Unibail-Rodamco ressort à 30%, en ligne avec les niveaux enregistrés au 31 décembre 2007 (28%). La légère augmentation de ce ratio provient principalement de la baisse de la valeur du portefeuille.

En outre, la solidité du bilan d'Unibail-Rodamco provient de sa politique active de rotation du portefeuille et de sa politique sélective en matière d'acquisitions. En 2008, Unibail-Rodamco a vendu pour 1,5 Md € d'actifs et acquis pour 1,2 Md € d'actifs, permettant ainsi un flux positif de 0,3 Md €.

Ratio de couverture des intérêts

Le ratio de couverture des intérêts par le résultat opérationnel récurrent ressort à 3,8x pour 2008. Ce ratio est en ligne avec les niveaux élevés atteints ces dernières années (4,0x en 2007, ratio pro-forma). 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 stables.

Ratios financiers	31.12.07	31.12.08
Dette financière nette / valeur du patrimoine (LTV)	28%	30%
Ratio de couverture des intérêts par le résultat opérationnel récurrent ³¹ (ICR)	4,0x	3,8x

Ces ratios sont éloignés des niveaux des *covenants* bancaires habituellement fixés à 60% pour le ratio LTV et 2x pour l'ICR.

Au 31 décembre 2008, 90% des lignes de crédit du Groupe autorisaient un endettement de 60% ou plus de la valeur du patrimoine ou de l'actif considéré (au niveau Groupe ou Filiale).

Il n'y a pas de *covenants* financiers (type ratio LTV ou ICR) dans les programmes EMTN ou de papier court-terme.

²⁹ L'exposition gérée est l'exposition résiduelle après exclusion de l'exposition acceptée résultant des dépenses d'investissement, des réévaluations et des impôts différés.

³⁰ La sensibilité est mesurée en appliquant une variation du taux de change aux revenus nets en SEK (loyers nets – charges financières – impôts), en se basant sur un taux de change de 10,4445 Eur/Sek

³¹ Calculé par le ratio [résultat opérationnel récurrent total + total autres charges et produits d'exploitation, moins dépréciation amortissements] / [Frais financiers récurrents nets (y compris frais financiers immobilisés)]. Périmètre pro forma pour Unibail-Rodamco pour 2007.

