



Rapport financier semestriel
au 30 septembre 2010

züblin
IMMOBILIÈRE

Sommaire

Pages

Attestation de la personne physique responsable
du rapport financier semestriel

3

Comptes consolidés au 30 septembre 2010

4 - 38

Rapport des Commissaires aux comptes
sur l'information financière semestrielle

39 - 41

Rapport de gestion

42 - 75

Attestation de la personne physique responsable du rapport financier semestriel

Responsable du rapport financier semestriel

Pierre Essig,
Directeur Général
Züblin Immobilière France
52 rue de la Victoire
75009 Paris

Attestation

J'atteste qu'à ma connaissance les comptes présentés dans le Rapport Financier Semestriel au 30 Septembre 2010 sont établis conformément aux normes comptables applicables et qu'ils donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat du groupe Züblin Immobilière France, et que le rapport semestriel d'activité présente un tableau fidèle des événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et de leur incidence sur les comptes semestriels, des principaux risques et incertitudes pour les six mois restants de l'exercice et des principales transactions entre parties liées.

Fait à Paris, le 17 novembre 2010
Le Directeur Général
Pierre Essig

Züblin Immobilière France

SA au capital de 16 051 495,25 €

52, rue de la Victoire

75009 Paris

Comptes consolidés au 30 septembre 2010

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE CONSOLIDEE - ACTIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2010	31.03.2010
Actifs corporels		133	146
Immeubles de placement	1	308 130	306 970
Autres actifs non courants	2	250	220
ACTIFS NON COURANTS		308 512	307 336
Créances clients	3	8 352	4 649
Autres créances	4	2 251	3 341
Charges constatées d'avance	5	227	535
Trésorerie et équivalents de trésorerie	6	22 437	23 676
ACTIFS COURANTS		33 267	32 200
TOTAL ACTIF		341 779	339 536

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE CONSOLIDEE - PASSIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2010	31.03.2010
Capital		16 016	16 003
Primes d'émission		45 120	48 591
Obligations remboursables en actions	7	29 558	29 558
Réserves consolidées		-726	-18 065
Couverture de flux de trésorerie futurs		-17 730	-16 368
Résultat consolidé		5 105	16 629
CAPITAUX PROPRES GROUPE		77 344	76 348
Intérêts minoritaires		0	0
CAPITAUX PROPRES		77 344	76 348
Dettes bancaires	8	226 764	226 648
Autres dettes financières	9	5 641	5 357
Instruments financiers	10	17 730	16 368
PASSIFS NON COURANTS		250 135	248 374
Part courante des dettes bancaires	6/8	374	348
Part courante des autres dettes financières	9	2 473	2 812
Avances et acomptes		34	34
Dettes fournisseurs		543	917
Dettes fiscales et sociales	11	2 750	1 877
Autres dettes	12	2 205	2 608
Produits constatés d'avance	3	5 922	6 218
PASSIFS COURANTS		14 301	14 814
TOTAL DU PASSIF		341 779	339 536

ETAT DU RESULTAT CONSOLIDE (Présentation normée EPRA)

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2010	30.09.2009
Revenus locatifs	13	11 456	12 245
Charges du foncier		-173	-87
Charges locatives non récupérées		-67	-35
Charges sur immeubles		25	-142
Loyers nets		11 241	11 982
Frais de structure		-742	-650
Frais de personnel		-369	-315
Frais de fonctionnement		-1 110	-965
Produit de cession des immeubles de placement		0	0
VNC des immeubles cédés		0	0
Résultat de cession des immeubles de placement		0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	1	3 082	6 005
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	1	-2 655	-2 275
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires		0	1
Solde net des ajustements de valeur		427	3 732
Résultat opérationnel net		10 558	14 749
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	14	11	29
Intérêts et charges assimilées	14	-5 463	-5 641
Coût de l'endettement financier net		-5 452	-5 611
Résultat avant impôt		5 105	9 138
Impôts sur les bénéfices			
Impôts différés			
Résultat net de l'ensemble consolidé		5 105	9 138
Attribuable aux propriétaires de la société mère		5 105	9 138
Attribuable à la participation ne donnant pas le contrôle		0	0

ETAT DU RESULTAT CONSOLIDE

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2010	30.09.2009
Résultat net	5 105	9 138
Part efficace des profits et pertes sur instruments de couverture dans une couverture de flux de trésorerie	-1 362	-160
Autres	0	0
Autres éléments du résultat global	-1 362	-160
Charge d'impôt relative aux autres éléments du résultat global	0	0
Résultat global total	3 744	8 978
Résultat global total pour la période attribuable aux intérêts minoritaires (en milliers d'euros)	0	0
Résultat global total pour la période attribuable aux propriétaires de la société mère (en milliers d'euros)	3 744	8 978
	30.09.2010	30.09.2009
Résultat net de l'ensemble consolidé (en K€)	5 105	9 138
Résultat par action		
Nombre d'actions ordinaires moyen sur la période (actions propres déduites)	9 152 246	9 149 674
Résultat net pondéré par action (en €)	0,56	1,00
Nombre d'actions ordinaires à la clôture (actions propres déduites)	9 152 246	9 149 674
Résultat net par action (en €)	0,56	1,00
Nombre d'actions ordinaires à la clôture	9 172 283	9 172 283
Résultat net par action (en €)	0,56	1,00
Nombre d'actions moyen (actions potentielles* dilutives comprises) sur la période (actions propres déduites)	11 652 246	11 649 674
Résultat net dilué et pondéré par action (en €)	0,44	0,78
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture (actions propres déduites)	11 652 246	11 649 674
Résultat net dilué par action (en €)	0,44	0,78
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture	11 672 283	11 672 283
Résultat net par action (en €)	0,44	0,78

* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 30.09.2010 sont les 2 500 000 actions résultant de la conversion des ORA

ETAT DES FLUX DE TRESORERIE CONSOLIDE

<i>(en milliers d'euros)</i>	Note	30.09.2010	30.09.2009
Résultat net des sociétés		5 105	9 138
Variation de juste valeur des immeubles de placement	1	-427	-3 731
Autres produits et charges		254	-25
Coût de l'endettement financier net	14	5 492	5 612
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier et impôt		10 424	10 994
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité		-2 540	3 481
FLUX NET DE TRESORERIE GENERES PAR L'ACTIVITE		7 884	14 475
Acquisitions d'immobilisations		-974	-1 592
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT		-974	-1 592
Rémunération de la composante capitaux propres - ORA		0	-40
Acquisition actions propres		5	-1
Dividendes versés		0	-464
Remboursement prime d'émission	II 2.2	-2 743	-2 740
Remboursement des dépôts locataires		-245	0
Augmentation des dépôts locataires		12	29
Intérêts financiers nets versés		-5 184	-5 168
Intérêts financiers nets reçus		6	36
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT		-8 149	-8 349
Variation de trésorerie		-1 238	4 534
Trésorerie à la clôture	6	22 437	25 073
Trésorerie à l'ouverture	6	23 676	20 539
Variation de trésorerie de la période		-1 238	4 534

L'activité opérationnelle du Groupe a généré au cours du premier semestre de l'exercice un flux net de trésorerie de 7,9 M€.

Cette trésorerie sur opérations d'exploitation ainsi que la trésorerie disponible à l'ouverture ont été principalement employées aux règlements :

- des intérêts financiers (5,2 M€) ;
- des travaux de valorisation réalisés sur les immeubles (1,0 M€) ;
- d'une distribution partielle de la prime d'émission (2,7 M€).

Sur le premier semestre de l'exercice 2010/2011, l'ensemble des flux de trésorerie générés par le Groupe fait ressortir une variation de trésorerie négative de 1,2 M€ pour atteindre une trésorerie disponible à la clôture de 22,4 M€.

ETAT DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES CONSOLIDES

	Capital social	Prime d'émission	Obligations remboursables en actions	Réserves consolidées	Réserves de cash flow hedge	Résultat consolidé	Capitaux propres - part du Groupe	Intérêts minoritaires	Total capitaux propres
Capitaux propres au 31.03.09	54 799	51 445	29 558	11 255	-13 651	-68 264	65 142	0	65 142
Couverture flux de trésorerie				-	-	160	-	160	-
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	-	160	-	-	160
Résultat net -part du Groupe						9 138	9 138		9 138
Total des produits et charges de l'exercice						9 138	9 138		9 138
Réduction de capital en numéraire motivée par des pertes							-		-
Imputation des actions propres	99	-	23				76		76
Distribution primes d'émission		-	2 740				-	2 740	-
Distribution de dividendes							-		-
Imputation de frais d'émission							-		-
Réserves consolidées				-	68 264	68 264	-		-
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)							-		-
Rémunération de la composante capitaux propres (ORA)				-	40		-	40	-
Bons de souscription actions							-		-
Capitaux propres au 30.09.09	54 898	48 681	29 558	- 57 047	- 13 811	9 138	71 416	-	71 416
Capitaux propres au 31.03.10	16 003	48 591	29 558	-18 065	-16 368	16 629	76 348	0	76 348
Couverture flux de trésorerie				-	-	1 362	-	1 362	-
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	-	1 362	-	-	1 362
Résultat net -part du Groupe						5 105	5 105		5 105
Total des produits et charges de l'exercice						5 105	5 105		5 105
Réduction de capital en numéraire motivée par des pertes							-		-
Imputation des actions propres	14		21				35		35
Distribution primes d'émission*		-	3 493		750		-	2 743	-
Distribution de dividendes							-		-
Imputation de frais d'émission							-		-
Réserves consolidées					16 629	-	16 629		-
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)							-		-
Rémunération de la composante capitaux propres (ORA)				-	40		-	40	-
Bons de souscription actions							-		-
Capitaux propres au 30.09.10	16 016	45 120	29 558	- 726	- 17 730	5 105	77 344	-	77 344

* Voir note II 2.2

ANNEXES AUX COMPTES CONSOLIDES

I Présentation du Groupe Züblin Immobilière France

1.1 Informations générales

Züblin Immobilière France S.A. (la « Société »), filiale de Züblin Immobilien Holding AG (société cotée au SWX-Zürich, holding du Groupe Züblin), est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro 448 364 232. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

Züblin Immobilière France et ses filiales (le « Groupe ») sont spécialisées dans la détention, l'administration, la gestion et l'exploitation par bail, location ou autrement d'actifs immobiliers de bureaux.

La Société est cotée sur le marché réglementé français, précisément sur le compartiment C d'Euronext Paris de NYSE Euronext.

Les états financiers consolidés résumés de la Société pour la période allant du 1^{er} avril 2010 au 30 septembre 2010 ont été arrêtés le 9 novembre 2010 par le conseil d'administration.

II Faits significatifs du semestre

Le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2011 a été marqué principalement par les faits suivants :

2.1. Gestion locative

- Immeuble Jatte 3

En mai 2010, la société Cisac, locataire de 520 m² de bureau au 5^{ème} étage de l'immeuble Jatte 3 a conclu un nouveau bail prévoyant un déménagement au 7^{ème} étage, une fois sa rénovation effectuée pour une période de 6 ans fermes à compter du 15 mai 2010. Ce nouveau bail porte sur une surface de bureaux de 537 m² et un loyer annuel à 209,3 K€* (370 €/m² bureau).

* loyer hors charges, hors taxe

Le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine au 30 septembre 2010 s'élève à 5,8% contre 5,9% au 31 mars 2010.

2.2. Distribution de primes d'émission et intérêts sur ORA

L'assemblée générale ordinaire du 05 juillet 2010 a approuvé le remboursement partiel de primes d'émission de 0,30 €/action. Cette distribution d'un montant global de 2,7 M€ a été réalisée le 13 juillet 2010.

L'assemblée générale a par ailleurs décidé, conformément aux dispositions de l'article L.228-99 et R.228-89 du Code de commerce, d'assurer la protection des titulaires d'obligations remboursables en actions (ORA) par la constitution d'une provision sur un compte de réserve indisponible de 750 K€, au bénéfice des titulaires d'ORA.

2.3. Evènements postérieurs à la clôture

- Immeuble Jatte 2

Züblin Immobilière France a été notifiée de la résiliation par YSL Beauté du bail portant sur l'immeuble Jatte 2, soit une surface de bureaux totale de 6 345 m² et un loyer annualisé de 2,9 M€ au 30 septembre 2010. Cette résiliation sera effective le 30 juin 2011.

III Principes et méthodes comptables

Les comptes consolidés semestriels résumés ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34, « information financière intermédiaire », telle qu'adoptée dans l'Union Européenne. Ils ne comportent pas l'intégralité des informations requises pour des états financiers annuels complets et doivent être lus conjointement avec les états financiers du Groupe pour l'exercice clos le 31 mars 2010.

3.1. Principales normes comptables

Les états financiers consolidés arrêtés au 30 septembre 2010 du Groupe ont été préparés selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne (http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/index_fr.htm) et applicable à cette date.

Ces principes comptables retenus sont cohérents avec ceux utilisés dans la préparation des comptes consolidés annuels pour l'exercice clos le 31 mars 2010, dans la mesure où l'application des normes et interprétations suivantes, obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1^{er} avril 2010 dans le référentiel « tel que publié » de l'IASB est sans incidence sur les états financiers consolidés au 30 septembre 2010 :

- Amendement d'IAS 27 : Etats financiers consolidés et individuels ;
- Amendement d'IAS 39 : Eléments éligibles à la couverture ;
- IFRS 2 : Transactions intra-groupe dont le paiement est fondé sur des actions et qui sont réglées en trésorerie ;
- IFRS 3 R : Regroupement d'entreprises ;
- Amendement d'IFRS 5 : Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées ;
- IFRIC 9 et amendement d'IAS 39 : Réexamen des dérivés incorporés ;
- IFRIC 12 : Accords et concessions de services ;
- IFRIC 15 : Contrats de construction de biens immobiliers ;
- IFRIC 16 : Couverture d'un investissement net dans une activité à l'étranger ;
- IFRIC 17 : Distributions d'actifs non monétaires aux actionnaires ;
- IFRIC 18 : Transferts d'actifs en provenance de clients ;
- Amendement d'IAS 32 : Classement des émissions de droit.

Ces principes ne diffèrent pas des normes IFRS telles que publiées par l'IASB dans la mesure où l'application obligatoire, à compter des exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2010, des amendements et interprétations suivants non encore adoptés par l'Union européenne serait sans incidence significative sur les comptes du Groupe :

Textes adoptés par l'Union Européenne avec une date d'entrée en vigueur postérieure à celle prévue par l'IASB, donc non encore applicables dans le référentiel tel qu'endossé par l'Union Européenne :

- Amendements aux IFRS (Avril 2009)
- IFRS 1 : Exemption limitée de l'obligation de fournir des informations comparatives selon IFRS 7 pour les premiers adoptants ;
- Amendement d'IFRIC 14 : Paiements d'avance dans le cadre d'une exigence de financement minimum ;
- IFRIC 19 : Extinction de dettes financières avec des instruments de capitaux propres.

Textes non encore adoptés par l'Union Européenne au 30 septembre 2010 :

- Amendements aux IFRS (Mai 2010).

Enfin, le Groupe n'applique pas les textes suivants qui ne sont pas d'application obligatoire au 30 septembre 2010 :

- IAS 24 : Informations sur les parties liées ;
- IFRS 9 : Instruments financiers.

Options ouvertes par le référentiel comptable international et retenues par le Groupe

Certaines normes comptables internationales prévoient des options en matière d'évaluation et de comptabilisation des actifs et passifs. A ce titre, le Groupe a choisi la méthode d'évaluation de ses immeubles à la juste valeur comme la possibilité en est donnée par l'IAS 40.

3.2. Recours à des jugements et estimations

La préparation des états financiers implique que la direction du Groupe procède à des estimations et retienne des hypothèses qui affectent les montants présentés au titre des éléments d'actifs et de passifs inscrits au bilan consolidé, ainsi que les informations relatives aux actifs et passifs éventuels à la date d'établissement de ces informations financières et les montants présentés au titre des produits et des charges de l'exercice. Il s'agit principalement d'évaluations concernant :

- La juste valeur des immeubles de placement ;
- La valorisation des paiements en actions ;
- La valorisation des instruments financiers.

La direction revoit ses estimations et appréciations de manière constante sur la base de son expérience passée ainsi que de divers autres facteurs jugés raisonnables, qui constituent le fondement de ses appréciations de la valeur comptable des éléments d'actifs et de passifs. Les résultats réels pourraient différer de ces estimations en fonction d'hypothèses ou de conditions différentes.

Par ailleurs, le Groupe a conclu des contrats de baux commerciaux sur les immeubles de placement en portefeuille. Le Groupe a considéré qu'il conservait la quasi-totalité des risques et des avantages inhérents à la propriété des immeubles de placement et, en conséquence, les comptabilise comme des contrats de location simple.

3.3. Immeuble de placement (IAS 40)

La Société a choisi comme méthode comptable, le modèle de la juste valeur, qui consiste conformément à l'option offerte par IAS 40, à comptabiliser les immeubles de placement à leur juste valeur et à constater les variations de valeur par le compte de résultat. Les immeubles de placement ne sont donc pas amortis.

Les immeubles de placement sont évalués initialement à leur coût, y compris les coûts de transactions. La valeur comptable inclut les coûts de remplacement d'une partie de l'immeuble, lorsqu'ils sont supportés et si les critères de comptabilisation sont satisfaits. Elle n'intègre pas les coûts d'entretien courant de l'immeuble de placement. Les immeubles de placement sont ultérieurement évalués à leur juste valeur.

Juste valeur :

La juste valeur d'un immeuble de placement est le prix auquel cet actif pourrait être échangé entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale. Elle reflète l'état réel du marché et les circonstances prévalant à la date de clôture de l'exercice et non ceux à une date passée ou future, mais ne reflète pas les dépenses d'investissement futures qui amélioreront le bien immobilier ainsi que les avantages futurs liés à ces dépenses futures.

La juste valeur est déterminée au 30 septembre 2010 sur la base d'expertises indépendantes fournissant des évaluations hors droits (ou valeur « nette vendeur »), en prenant en compte une décote sur la valeur droits inclus (ou valeur « acte en main »). Cette décote correspond à l'estimation des frais et droits de mutation qu'un acquéreur supporterait, soit environ 6,2% de la valeur nette vendeur pour un immeuble dont la mutation serait soumise au régime des droits d'enregistrements ou 1,8% pour une mutation dépendant du régime TVA.

Les variations de juste valeur sont enregistrées dans le compte de résultat sur la ligne « variations de valeur des immeubles de placement » et sont calculées de la façon suivante :

Variation de juste valeur= valeur de marché à la clôture de l'exercice – valeur de marché à la clôture de l'exercice précédent + montant des travaux et dépenses capitalisables de l'exercice – montant des franchises de loyer consenties au cours de l'exercice + quote-part annuelle de l'étalement de franchises de loyer sur la première durée ferme du bail correspondant à l'exercice.

Méthodologie d'expertise

L'ensemble des immeubles composant le patrimoine du Groupe a fait l'objet d'une expertise au 30 septembre 2010 par la société BNP Paribas Real Estate dont le mandat a débuté au 30 septembre 2009.

L'expert détermine la valeur d'un actif immobilier en calculant la moyenne des valeurs obtenues en utilisant les méthodologies d'expertises suivantes :

- Méthode par actualisation des cash-flows
- Méthode par capitalisation des revenus nets
- Méthode par comparaison

- Approche par actualisation des cash-flows

Cette méthode consiste à évaluer les immeubles de placement par l'actualisation des flux de trésorerie futurs qui seront générés par leur exploitation.

Les hypothèses de calcul suivantes sont retenues pour la valorisation:

- prise en compte d'hypothèses d'inflation sur les loyers et les charges,
 - horizon de prévision de dix ans,
 - actualisation des flux en milieu d'année,
 - probabilité de renouvellement des baux existants lors de leurs échéances. En cas de départ du locataire, relocation au loyer de marché après travaux (remise en état ou rénovation, selon le cas) et vacance (6 mois),
 - valeur terminale correspondant à la capitalisation du dernier flux au taux d'actualisation retenu pour les cash flows.
- Approche par capitalisation des loyers nets

Cette méthode consiste à appliquer un taux de rendement aux loyers réels ou escomptables, en tenant compte du niveau des loyers en cours par rapport aux valeurs locatives de marché correspondantes. L'expert apprécie des plus ou moins-values sur les loyers constatés par rapport au marché. Le taux de rendement retenu résulte de l'observation des taux pratiqués sur le marché immobilier sectoriel. Par ailleurs, l'expert intègre pour chaque immeuble, le coût des travaux nécessaires à sa pérennité selon le plan de travaux établi par le propriétaire ou selon les données qu'il aura recueillies en visitant l'immeuble. Ce montant est déduit de la valeur obtenue par l'approche par capitalisation.

- Approche par comparaison

L'expert établit une approche par les ratios unitaires, m² par nature d'affectation et unité pour les emplacements de stationnement tenant compte de leur état.

Cette approche permet à l'expert, d'obtenir une valeur globale par immeuble de laquelle il déduit les montants de travaux nécessaires à son maintien selon un schéma identique à celui de l'approche par capitalisation du revenu.

La méthodologie d'évaluation retenue par BNP Paribas Real Estate est en conformité avec les référentiels professionnels que sont la Charte de l'Expertise en Estimation Immobilière, les Normes Européennes d'Expertises Immobilières développées par The European Group of Valuers Associations (TEGoVA) et les recommandations COB/CNC devenue Autorité des Marchés Financiers de février 2000 portant sur l'expertise immobilière du patrimoine des sociétés faisant appel public à l'épargne.

Au premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2011, les marchés d'investissement ont continué à se rétablir du fait d'une confiance en hausse chez les investisseurs, confiance qui avait commencé à se manifester durant

le second semestre de l'exercice précédent. Cependant, les investisseurs demeurant prudents et focalisés sur les marchés principaux et les produits de première qualité, ce rétablissement des valeurs varie selon les classes d'actifs et la localisation géographique et s'est traduit par une faible évolution des hypothèses retenues par l'évaluateur au 30 septembre 2010 par rapport au 31 mars 2010.

Le détail de la méthode et des hypothèses retenues par l'expert immobilier pour la valorisation des actifs figure dans le rapport d'expertise qui est rendu public par la Société (notamment sur le site internet : www.zueblin.fr).

IV Gestion des risques financiers

Le Groupe Züblin Immobilière France attache une importance significative à la gestion active des risques financiers. Le Groupe a élaboré un programme de gestion des risques aux termes duquel les principaux risques inhérents à son activité sont identifiés, évalués et mesurés après prise en compte de facteurs atténuants. Le conseil d'administration est chargé de la supervision des activités de gestion des risques du Groupe et revoit à chacune de ses séances avec le management du Groupe, la situation de chaque risque identifié ainsi que le plan d'actions pour réduire ou éliminer ces risques.

La principale activité du Groupe est l'acquisition et la détention d'actifs immobiliers d'entreprise en vue de leur location, la création de valeur par la gestion active desdits actifs immobiliers et éventuellement leur revente. Afin de financer son portefeuille immobilier, des emprunts variables sont souscrits jusqu'au maximum de 70% de la valeur de l'investissement.

Les activités opérationnelles et financières du Groupe l'exposent aux principaux risques financiers suivants :

- Risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers
 - Risque de fluctuation des revenus locatifs
 - Autres risques financiers
- a) Risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers

La détention d'actifs immobiliers destinés à la location expose le Groupe au risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers et des loyers. La gestion de ces risques fait partie des compétences clés du Groupe Züblin Immobilière France. L'exposition à ces risques est notamment limitée par la sélection attentive des actifs à leur acquisition, leur détention dans une perspective à long terme.

La valeur des actifs immobiliers du Groupe a augmenté de 1,2 M€ ou 0,4% sur six mois au 30 septembre 2010 passant d'une valeur hors droits de 307,0 M€ à 308,1 M€.

Toute chose étant égale par ailleurs, une variation à la hausse ou à la baisse de 10 ou 20 points de base des taux de rendement immobiliers constatés sur la base des évaluations indépendantes et les loyers annualisés au 30 septembre 2010 aurait les incidences suivantes sur la valeur des actifs immobiliers du Groupe :

Variation taux de rendement immédiat (en bps)	(20)	(10)	0	+10	+20
Impact sur la valorisation hors droit des immeubles de placement au 30.09.10 (en K€)	8 516	4 200	-	- 4 088	- 8 070
Valorisation hors droits des immeubles de placement au 30.09.10 (en K€)	316 646	312 330	308 130	304 042	300 060

- b) Risque de fluctuation des revenus locatifs

Les loyers constituent la principale source de revenus financiers du Groupe. Le Groupe est exposé à un risque de fluctuation de ses revenus du fait du départ potentiel de locataires (vacance) ou de révision à la baisse des loyers lors de renouvellement de baux (surlocation). Le Groupe suit attentivement le risque de fluctuation des revenus locatifs et s'emploie au travers de la gestion locative à pérenniser les loyers et le taux d'occupation des immeubles.

L'écart entre les loyers annualisés (24,3 M€ dont 1,4 M€ d'espace vacants en valeur locative de marché) et les loyers de marché (22,4 M€) au 30 septembre 2010 ressort à 1 870 K€. Cependant, une analyse bail par bail conduit le management à estimer que compte tenu de baux expirant au cours de l'exercice 2010/2011 ou de congés reçus, l'exposition effective du Groupe à ce risque au 30 septembre 2010, s'élève à 504 K€ se répartissant en 331 K€ sur l'immeuble Jatte 2 et 173 K€ sur l'immeuble Magellan.

Par ailleurs, les départs programmés des locataires YSL Beauté et laboratoires Roche respectivement des immeubles Jatte 2 en juin 2011 et des immeubles Jatte 1 et Jatte 3 à l'automne 2011 entraînera une baisse des loyers annualisés en l'absence de relocation de 10,6 M€ (2,9 M€ YSL Beauté et 7,7 M€ laboratoires Roche).

c) Autres Risques Financiers

- Risque de crédit

Le Groupe est principalement exposé au risque de crédit au travers de ses activités locatives. L'exposition à ce risque est limitée par la mise en place de procédures visant à s'assurer de la qualité de la signature des clients avec qui le Groupe entre en relation et notamment de leur solvabilité. De ce fait, les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité. De plus, un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.

Le risque de crédit lié aux actifs de trésorerie et d'équivalents trésorerie est limité par le fait que le Groupe travaille exclusivement avec des partenaires disposant d'excellentes notations de crédit.

Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours de l'exercice clos au 30 septembre 2010 ou des exercices précédents. Par conséquent, à ce jour le management estime que le risque que des partenaires ne soient pas en mesure d'honorer leurs obligations contractuelles est faible et cependant ne peut être écarté.

- Risque de liquidité

Le Groupe est attentif à refinancer son activité sur le long terme et à diversifier les échéances et les sources de financement. Ainsi, au 30 septembre 2010, les emprunts bancaires d'un nominal de 228 M€ se répartissent entre deux partenaires bancaires, Natixis et Aareal, respectivement pour 54% et 46%. Le Groupe n'a aucune échéance de refinancement dans les trois prochaines années et dispose par ailleurs au 30 septembre 2010 d'une trésorerie de 22,4 M€.

Le tableau présentant les obligations contractuelles du Groupe résultant des passifs financiers se trouve dans le chapitre VI - Instruments financiers.

- Risque de taux d'intérêts

Le Groupe est exposé au risque lié à l'évolution des taux d'intérêts sur les emprunts à taux variables souscrits pour assurer le financement de ses opérations. La politique de gestion du risque de taux d'intérêt a pour objectif de limiter l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le résultat et les flux de trésorerie, ainsi que de minimiser le coût global du refinancement. Pour parvenir à ces objectifs, le Groupe souscrit des emprunts à taux variable et utilise des swaps pour couvrir leur risque d'exposition à la variation des taux.

Au 30 septembre 2010, l'intégralité des dettes bancaires fait l'objet d'une couverture par des swaps de taux d'intérêts, de telle sorte qu'une variation des taux d'intérêts à la hausse ou la baisse n'impacterait pas le résultat et les flux de trésorerie du Groupe. Toutefois les variations de taux d'intérêts ont un impact sur la juste valeur des swaps.

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la juste valeur des swaps à une variation de 100 points de base à la hausse et à la baisse des taux d'intérêts :

En K€	Augmentation/diminution (en points de base)	Effet sur les capitaux propres	Effet sur le résultat avant impôt
30.09.2010	+100	7 134	
	(100)	- 7 501	
31.03.2010	+100	8 038	-
	(100)	- 8 484	-

Coût moyen de la dette

Le coût moyen de la dette de Züblin Immobilière France s'établit à 4,51% sur le premier semestre de l'exercice 2010/2011 (4,51% en 2009/2010). Ce niveau de coût moyen de la dette s'explique par le niveau de marge des emprunts en place et le coût des instruments de couverture en place.

- Risque de change

Le Groupe ne réalisant aucune transaction significative en devises étrangères, il n'est pas exposé au risque de change.

- Risque du capital

L'objectif principal du Groupe en termes de gestion du capital est de maintenir un niveau de capital adéquat pour soutenir ses objectifs d'exploitation et de développement de société foncière tout en délivrant une rentabilité optimale à ses actionnaires.

L'outil principal de gestion du capital utilisé par le Groupe est son ratio d'endettement consolidé LTV qui se détermine en rapportant le montant total des encours de dettes bancaires nets de la trésorerie à la juste valeur des immeubles de placement. Au 30 septembre 2010, comme au 31 mars 2010, le Groupe s'est fixé comme objectif de maintenir ce ratio au dessous d'un seuil de 65%. Le Groupe estime que le niveau de capitaux propres qui permet de satisfaire cet objectif de 65% assure une notation de crédit suffisante tout en fournissant un effet de levier pour développer l'activité du Groupe et maximiser la valeur pour l'actionnaire.

Afin d'ajuster le ratio LTV et maintenir la structure de capital requise, les moyens suivants peuvent être utilisés par le Groupe :

- (i) Ajustement des versements de dividendes et remboursements de capital ;
- (ii) Emission de nouvelles actions ;
- (iii) Remboursement partiel des emprunts.

Au 30 septembre 2010, le ratio LTV du Groupe, tel que défini ci-dessus, est de 66,4%. Le dépassement actuel de l'objectif fixé de 65% résulte de la baisse des valeurs d'expertises des immeubles de placement constatée au cours de l'exercice 2008/2009.

V Notes et commentaires

Note 0 – Périmètre de consolidation

Le périmètre de consolidation est constitué :

- de la société Züblin Immobilière France – société mère ;
- de sa filiale Züblin Immobilière Paris Ouest – pourcentage d'intérêt et de contrôle : 100 %.
- de sa filiale SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens – pourcentage d'intérêt et de contrôle : 99,99 %

Züblin Immobilière Paris Ouest et SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens sont sous le contrôle exclusif direct de Züblin Immobilière France et de ce fait sont intégrées globalement.

Notes sur le Bilan

Note 1 – Immeubles de placement

L'évolution de la juste valeur des immeubles de placement, entre le 31 mars 2009 et le 30 septembre 2010 est la suivante :

	Valeur 31.03.09	Incidence des investissements	Autres variations	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur 31.03.10	Incidence des investissements	Autres variations	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur 30.09.10
Jatte 1	75 870	8				1 622	77 500	102				-232	77 370
Jatte 2	32 490	887				1 173	34 550	114				-954	33 710
Le Chaganne	23 540	307				603	24 450	69				-59	24 460
Jatte 3	42 580	576	405			1 639	45 200	253	-54			-189	45 210
Suresnes	11 350	66				1 114	12 530					80	12 610
Le Magellan	52 540	65	461			-2 267	50 800	120	-186			-804	49 930
Le Danica	44 260	1 345	55			980	46 640	304	-6			1 771	48 710
Le Salengro	13 650	60				1 590	15 300	17				813	16 130
Total immeubles de placement	296 280	3 313	921	0	0	6 456	306 970	978	-245	0	0	427	308 130

(*) Coût d'acquisition tous frais et droits inclus

(**) Montant de la juste valeur à la clôture de l'exercice précédent la cession

Note 2 – Autres actifs non courants

Sont compris dans les autres actifs non courants:

- 216 K€ bloqués dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec SG Securities en date du 23 avril 2007 (187 K€ au 31 mars 2010) ;
- le dépôt de garantie des locaux de Züblin Immobilière France pour 33 K€ (33 K€ au 31 mars 2010).

Note 3 – Créances clients

Au 30 septembre 2010, il s'agit essentiellement de la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2010 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance et des factures à établir correspondant à des charges à refacturer.

Les créances courantes sont à échéance de moins d'un an. Elles ne portent pas intérêt.

Aucune créance au 30 septembre 2010 ne présente d'antériorité et de risque d'irrecouvrabilité significatifs.

en K€	30.09.2010	31.03.2010
Créances clients brutes	8 352	4 649
Provision pour créances douteuses	-	-
Créances clients nettes	8 352	4 649

Note 4 – Autres créances

Elles se décomposent comme suit :

en K€	30.09.2010	31.03.2010
Appel charges gestionnaires	1 819	2 802
TVA	89	129
Intérêts courus sur swaps	0	0
Autres créances	324	391
Impôt sur les bénéfices	19	19
Autres créances, valeur brute	2 251	3 341

Note 5 – Charges constatées d'avance

Les charges constatées d'avance d'un montant de 227 K€ (535 K€ au 31 mars 2010) correspondent à des charges d'exploitation (assurances et taxes).

Note 6 – Trésorerie et équivalent de trésorerie

en K€	30.09.2010	31.03.2010
Banque	20 687	21 980
Placement financier à court terme	1 750	1 696
Trésorerie et équivalent de trésorerie	22 437	23 676
Banque - compte créditeur	-	-
Trésorerie et équivalent de trésorerie Nette	22 437	23 676

Les placements financiers à court terme correspondent à des comptes à terme.

Note 7 – Obligations remboursables en actions

La composante « capitaux propres » se détaille de la façon suivante (en euros) :

Obligation remboursable en action – nominal	35 500 000
Imputation des frais d'émission	-352 156
Composante dette (valeur actualisée des intérêts financiers fixes)*	-5 590 000
Total	29 557 844

* Montant de la composante dette déterminée à l'émission de l'ORA (voir Note 9 Autres dettes financières pour solde au 30.09.10 de la composante dette).

Note 8 – Dettes bancaires

Les caractéristiques et les échéances des dettes bancaires sont présentées ci-après :

En K€ -Dettes bancaires au 30 septembre 2010

					Soldes au 30.09.10						
Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans	
Aareal Bank	05/07/07	75 788	04/07/14	4,13% (1) Remboursement in fine	75 551	322	75 873	322	75 551	75 551	
Aareal Bank	04/08/06	18 000	01/08/16	5,35% (1) Remboursement in fine	17 879	52	17 931	52	17 879	17 879	
Natixis	19/03/07	40 000	31/12/13	4,93% (1) Remboursement in fine	39 849		39 849		39 849	39 849	
Natixis	05/10/07	55 000	05/10/14	5,04 % (1) Remboursement in fine.	54 752		54 752		54 752	54 752	
Natixis	11/01/08	29 000	11/01/15	5,47% (1) Remboursement in fine	28 818		28 818		28 818	28 818	
Aareal bank	28/06/07	10 000	28/06/14	5,00% (1) Remboursement in fine	9 915	0	9 916	0	9 915	9 915	
Total dettes bancaires					226 764	374	227 138	374	226 764	208 885	17 879

En K€ -Dettes bancaires au 31 mars 2010

					Soldes au 31.03.10						
Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans	
Aareal Bank	05/07/07	75 788	04/07/14	4,13% (1) Remboursement in fine	75 522	303	75 825	303	75 522	75 522	
Aareal Bank	04/08/06	18 000	01/08/16	5,35% (1) Remboursement in fine	17 870	45	17 915	45	17 870	17 870	
Natixis	19/03/07	40 000	31/12/13	4,93% (1) Remboursement in fine	39 827		39 827		39 827	39 827	
Natixis	05/10/07	55 000	04/10/14	5,04 % (1) Remboursement in fine.	54 724		54 724		54 724	54 724	
Natixis	11/01/08	29 000	11/01/15	5,47% (1) Remboursement in fine	28 799		28 799		28 799	28 799	
Aareal bank	28/06/07	10 000	28/06/14	5,00% (1) Remboursement in fine	9 905	0	9 906	0	9 905	9 905	
Total dettes bancaires					226 648	348	226 996	348	226 648	208 778	17 870

(1) Taux d'intérêts effectif après prise en compte des instruments de couverture (swaps)

Note 9 – Autres dettes financières

En K€ -Autres dettes financières au 30 septembre 2010

Nature	Terme	Conditions	Solde au 30.09.10						
			Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2457	0	2457	1195	1262	1223	39
ORA - composante "dettes" (1)			4132	30	4161	539	3622	2299	1323
Sommes mises en réserve au profit du porteur de l'ORA			750	7	757	0	757	0	757
SWAP - instrument de couverture de taux d'intérêt			0	738	738	738	0	0	0
Total autres dettes financières			7339	775	8114	2473	5641	3521	2119

En K€ -Autres dettes financières au 31 mars 2010

Nature	Terme	Conditions	Solde au 31.03.10						
			Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2655	0	2655	1429	1226	1226	0
ORA - composante "dettes" (1)			4618	145	4763	631	4132	2192	1939
SWAP - instrument de couverture de taux d'intérêt			0	752	752	752	0	0	0
Total autres dettes financières			7273	897	8170	2812	5357	3418	1939

(1) La part des ORA constatée en dettes correspond à la valeur actualisée des coupons minimums à payer jusqu'à la date de conversion des ORA.

Note 10 – Instruments financiers

Cf. partie VI Instruments financiers

Note 11 – Dettes fiscales et sociales

Le poste se compose essentiellement de TVA et de charges à payer relatives principalement aux taxes foncières et aux dettes sociales :

en K€	30.09.2010	31.03.2010
Charges à payer	1 206	431
TVA à décaisser	23	448
TVA collectée	1 357	748
Dettes provisionnées / congés et primes	100	123
Organismes sociaux et avances aux salariés	63	127
Total	2 750	1 877

Ces dettes sont à échéance moins d'un an.

Note 12 – Autres dettes – passifs courants

Les autres dettes s'élèvent à 2 205 K€ au 30 septembre 2010 (2 608 K€ au 31 mars 2010). Elles correspondent essentiellement aux appels de charges auprès des locataires.

Notes sur le compte de résultat**Note 13 – Revenus locatifs**

Les revenus locatifs sont constitués des loyers et produits assimilables (indemnités de résiliation, droits d'entrée, produits de location de parkings, etc.) facturés pour les immeubles de bureaux au cours de la période. Ils se détaillent de la façon suivante :

30.09.2010

	K€	%
Roche	3 857	34%
Faurecia	1 910	17%
YSL Beauté	1 458	13%
Autres	4 231	37%
Total	11 456	100%

30.09.2009

	K€	%
Roche	4 148	34%
Faurecia	2 161	18%
YSL Beauté	1 648	13%
Autres	4 288	35%
Total	12 245	100%

Note 14 – Coût de l'endettement financier net

Le coût de l'endettement financier net se décompose de la façon suivante :

- intérêts et charges assimilées (en K€)

Prêteur	Terme	Conditions	30.09.2010	30.09.2009
Aareal Bank	04/07/14	4,13 % (1) 75,8 MEUR - Remboursement in fine	1 520	1 531
Aareal Bank	01/08/16	5,35 % (1) 18 MEUR - Remboursement in fine	471	473
Natixis	31/12/13	4,93 % (1) 40 MEUR - Remboursement in fine	947	961
Aareal Bank	28/06/14	5,00 % (1) 10 MEUR - Remboursement in fine	244	247
Natixis	04/10/14	5,04 % (1) 55 MEUR - Remboursement in fine	1 358	1 364
Natixis	10/01/15	5,47 % (1) 29 MEUR - Remboursement in fine	773	772
Intérêts sur découverts et autres charges financières			0	0
Sous-total charges financières liées au refinancement			5 312	5 349
Obligations Remboursables en Actions	07/08/17	Charge d'intérêts	109	117
Intérêts sur réserve indisponible			7	0
Actualisation des dépôts de garantie			35	
Actualisation de l'Exit Tax			0	176
Sous-total autres charges financières			151	293
Total charges financières			5 463	5 641

(1) Taux d'intérêts effectif après prise en compte des instruments de couverture (swaps)

- produits de trésorerie et équivalents de trésorerie (en K€)

	30.09.2010	30.09.2009
Produits de cession de valeurs mobilières de placement	5	
Produits actualisation (*)		4
Intérêts financiers	6	25
Produits liés aux instruments de couverture de taux		
Total des produits financiers	11	29

(*) Ces produits financiers sont liés à l'actualisation des dépôts de garantie locataires.

VI Instruments financiers

Le tableau ci-dessous présente une comparaison, par catégorie, des valeurs comptables et justes valeurs des instruments financiers du Groupe :

En K€		Valeur comptable		Juste valeur		Ecart	
		30.09.2010	31.03.2010	30.09.2010	31.03.2010	30.09.2010	31.03.2010
Actifs financiers							
Banque	cash	22 437	21 980	22 437	21 980	0	0
Placement financier court terme	option juste valeur par résultat	0	1 696	0	1 696	0	0
Autres actifs non courants	prêts et créances	250	220	250	220	0	0
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	0	0	0	0	0	0
Créances clients et autres créances	prêts et créances	10 603	7 990	10 603	7 990	0	0
Passifs financiers							
Dettes bancaires	passif au coût amorti	227 138	226 996	227 138	226 996	0	0
Dettes bancaires	Cash	0	0	0	0	0	0
Composante Dette de l'ORA	passif au coût amorti	4 161	4 763	4 161	4 763	0	0
Autres dettes financières	passif au coût amorti	3 215	2 655	3 215	2 655	0	0
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	17 730	16 368	17 730	16 368	0	0
Dettes fournisseurs et autres dettes	passif au coût amorti	5 531	5 435	5 531	5 435	0	0

Les justes valeurs des instruments dérivés ont été calculées par actualisation des flux futurs de trésorerie attendus aux taux forwards. La juste valeur des actifs financiers a été calculée en utilisant des taux d'intérêts de marché.

Les instruments financiers à la juste valeur doivent être ventilés selon les niveaux suivants :

Niveau 1 : instruments financiers cotés sur un marché actif ;

Niveau 2 : instruments financiers dont la juste valeur est justifiée par des comparaisons avec des transactions de marchés observables sur des instruments similaires (c'est-à-dire sans modification ou restructuration) ou basée sur une méthode d'évaluation dont les variables incluent seulement des données de marché observables ;

Niveau 3 : instruments financiers dont la juste valeur est déterminée intégralement ou en partie à l'aide d'une méthode d'évaluation basée sur des estimations non fondées sur des prix de transactions de marchés observables sur des instruments similaires (c'est-à-dire sans modification ou restructuration) et non basée sur des données de marché observables.

Au 30 septembre 2010 comme au 31 mars 2010, l'ensemble des instrument financiers du Groupe sont de niveau 2.

Le tableau suivant présente la valorisation du portefeuille de swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2010 :

Bénéficiaire		Montant en K€	Taux échangé	Valorisation en K€ au 30.09.10
Zublin Immobilière Paris Ouest 1 SAS	05/07/2012	75 700	3,225%	-2 382
Züblin Immobilière France SA	01/08/2016	18 000	4,195%	-2 316
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,815%	-1 663
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,788%	-1 643
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	20 000	4,050%	-2 002
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	-1 001
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	-1 001
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	10 000	3,998%	-899
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	20 000	4,333%	-2 327
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	5 000	4,333%	-582
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	4 000	4,255%	-452
Züblin Immobilière France SA	30/09/2014	15 000	4,085%	-1 462
Total				-17 730

La valorisation des swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2010 est présentée hors intérêts courus.

Le tableau suivant présente l'échéancier des passifs financiers du Groupe au 30 septembre 2010, sur la base des engagements de flux de trésorerie contractuels non actualisés :

En K€ - échu	Montant nominal au 30/09/10	< à un an		entre un à cinq ans		> à 5 ans	
		Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement
Emprunts après couverture	227 788	10 266	0	29 854	209 788	757	18 000
ORA	4 131	196	510	525	2 299	87	1 323
Sommes mises en réserves (ORA)	757					232	757
Dépôts et cautionnements	2 457		1 195		1 223		39
Dettes fournisseurs et autres dettes	11 447		11 447				

VII INFORMATION SECTORIELLE

ETAT DU RESULTAT SEPRE CONSOLIDE au 30.09.2010

<i>(en milliers d'euros)</i>	PARIS	LYON	MARSEILLE	NON AFFECTE	TOTAL
Revenus locatifs	9 196	1 585	675	0	11 456
Charges du foncier	-131	-10	-29	-3	-173
Charges locatives non récupérées	-93	26	0	0	-67
Charges sur immeubles	8	78	-18	-42	25
Loyers nets	8 980	1 678	627	-45	11 241
Frais de structure	0	0	0	-742	-742
Frais de personnel	0	0	0	-369	-369
Frais de fonctionnement	0	0	0	-1 110	-1 110
Produit de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
VNC des immeubles cédés	0	0	0	0	0
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	498	1 771	813	0	3 082
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-2 655	0	0	0	-2 655
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires	0	0	0	0	0
Solde net des ajustements de valeur	-2 157	1 771	813	0	427
Résultat opérationnel net	6 823	3 449	1 440	-1 155	10 558
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	11	0	0	0	11
Intérêts et charges assimilées	-4 569	-779	0	-116	-5 463
Coût de l'endettement financier net	-4 558	-779	0	-116	-5 452
Résultat avant impôt	2 265	2 671	1 440	-1 271	5 105
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Résultat net de l'ensemble consolidé	2 265	2 671	1 440	-1 271	5 105
Attribuable aux propriétaires de la société mère	2 265	2 671	1 440	-1 271	5 105
Attribuable à la participation ne donnant pas le contrôle	0	0	0	0	0

Au 30 septembre 2010, trois clients externes rattachés au secteur Paris participent pour plus de 10% des produits totaux. Le détail des revenus liés à ces clients externes est présenté en Note 13.

ETAT DU RESULTAT SEPRE CONSOLIDE au 30.09.2009

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
Revenus locatifs	9 940	704	1 602	0	12 245
Charges du foncier	-89	0	2	0	-87
Charges locatives non récupérées	-25	0	-21	0	-46
Charges sur immeubles	-384	-2	28	0	-358
Loyers nets	9 442	702	1 611	0	11 754
Frais de structure	0	0	0	-422	-422
Frais de personnel	0	0	0	-315	-315
Frais de fonctionnement	0	0	0	-737	-737
Produit de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
VNC des immeubles cédés	0	0	0	0	0
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	3 661	1 246	1 098	0	6 005
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-2 275				-2 275
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires	0	0	0	1	1
Solde net des ajustements de valeur	1 386	1 246	1 098	1	3 731
Résultat opérationnel net	10 828	1 948	2 709	-736	14 749
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	-30	1	37	21	29
Intérêts et charges assimilées	-4 751	0	-772	-117	-5 641
Coût de l'endettement financier net	-4 781	1	-735	-96	-5 611
Résultat avant impôt	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Résultat net de l'ensemble consolidé	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Attribuable aux propriétaires de la société mère	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Attribuable à la participation ne donnant pas le contrôle	0	0	0	0	0

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - ACTIF au 30.09.2010

<i>(en milliers d'euros)</i>	PARIS	LYON	MARSEILLE	NON AFFECTE	TOTAL
Actifs corporels	0	0	0	133	133
Immeubles de placement	243 290	48 710	16 130	0	308 130
Autres actifs non courants	0	0	0	250	250
ACTIFS NON COURANTS	243 290	48 710	16 130	382	308 512
Créances clients	6 715	1 638	0	0	8 352
Autres créances	1 445	714	8	84	2 251
Charges constatées d'avance	123	4	1	98	227
Trésorerie et équivalents de trésorerie	13 599	3 046	1 580	4 212	22 437
ACTIFS COURANTS	21 882	5 401	1 589	4 394	33 267
TOTAL ACTIF	265 172	54 111	17 719	4 777	341 779

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - ACTIF au 31.03.2010

<i>(en milliers d'euros)</i>	PARIS	LYON	MARSEILLE	NON IMPUTABLE	TOTAL
Actifs corporels	0	0	0	146	146
Immeubles de placement	245 030	46 640	15 300	0	306 970
Autres actifs non courants	0	0	0	220	220
ACTIFS NON COURANTS	245 030	46 640	15 300	366	307 336
Créances clients	3 415	1 235	0	0	4 649
Autres créances	2 094	973	7	267	3 341
Charges constatées d'avance	385	15	4	130	535
Trésorerie et équivalents de trésorerie	11 268	2 334	788	9 286	23 675
ACTIFS COURANTS	17 161	4 557	800	9 682	32 200
TOTAL ACTIF	262 191	51 197	16 100	10 048	339 536

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF au 30.09.2010

<i>(en milliers d'euros)</i>	PARIS	LYON	MARSEILLE	NON AFFECTE	TOTAL
Provisions pour risques	0	0	0	0	0
Dettes bancaires	197 946	28 818	0	0	226 764
Autres dettes financières	941	321	0	4 379	5 641
Instruments financiers	14 369	3 361	0	0	17 730
PASSIFS NON COURANTS	213 256	32 500	0	4 379	250 135
Part courante des dettes bancaires	374	0	0	0	374
Part courante des autres dettes financières	1 607	327	0	540	2 473
Avances et acomptes	34	0	0	0	34
Dettes fournisseurs	271	54	7	211	543
Dettes fiscales et sociales	1 700	604	109	338	2 750
Dettes d'impôt exigibles	0	0	0	0	0
Autres dettes	1 071	1 094	0	40	2 206
Produits constatés d'avance	4 824	761	337	0	5 922
PASSIFS COURANTS	9 880	2 839	453	1 128	14 301
TOTAL PASSIF (hors capitaux propres)	223 137	35 339	453	5 507	264 436

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF au 31.03.2010

<i>(en milliers d'euros)</i>	PARIS	LYON	MARSEILLE	NON IMPUTABLE	TOTAL
Provisions pour risques	0	0	0	0	0
Dettes bancaires	197 849	28 799	0	0	226 648
Autres dettes financières	885	341	0	4 132	5 357
Instruments financiers	13 367	3 001	0	0	16 368
PASSIFS NON COURANTS	212 101	32 141	0	4 132	248 374
Part courante des dettes bancaires	348	0	0	0	348
Part courante des autres dettes financières	1 881	300	0	631	2 812
Avances et acomptes	34	0	0	0	34
Dettes fournisseurs	373	104	1	439	917
Dettes fiscales et sociales	1 043	297	142	395	1 877
Dettes d'impôt exigibles	0	0	0	0	0
Autres dettes	1 312	1 248	0	49	2 608
Produits constatés d'avance	5 102	779	337	0	6 218
PASSIFS COURANTS	10 092	2 727	481	1 514	14 814
TOTAL PASSIF (hors capitaux propres)	222 195	34 870	483	5 647	263 190

VIII Engagements de Financement et de Garantie

Engagements donnés

Lors de l'acquisition de leurs actifs immobiliers, Züblin Immobilière France et ses filiales ont accepté que des inscriptions de privilège de prêteur de deniers soient prises par les banques pour des montants correspondant au principal et accessoire des crédits consentis.

Tous les immeubles sont hypothéqués à titre de sûreté et garantie du remboursement des prêts contractés correspondants.

Ont été données en garantie, au profit des banques toutes les créances actuelles ou futures résultant des baux intervenus ou des baux à intervenir sur tous les immeubles.

Ont également été données en garantie, au profit des banques, les créances qui seraient détenues à l'encontre des compagnies d'assurance assurant les actifs immobiliers au titre des « dommages, périls et perte de loyers ».

Ont été donnés en garantie, au profit des banques sous la forme d'un nantissement, les titres des filiales SCI Züblin Verdun Flourens et Züblin Immobilière Paris Ouest 1 détenus par Züblin Immobilière France.

Enfin, les comptes de fonctionnement des immeubles ouverts dans les livres des banques ont été nantis à leur profit.

L'ensemble des revenus locatifs ou autres produits directement liés à l'exploitation des immeubles sont alloués en priorité au remboursement de toutes les sommes dues aux prêteurs.

Dans le cadre des emprunts hypothécaires contractés, Züblin Immobilière France et ses filiales ont pris divers engagements usuels, notamment en matière d'information des banques prêteuses et de respect de ratios financiers. Le tableau ci-dessous présente les ratios financiers que doivent respecter Züblin Immobilière France et ses filiales au titre de ces engagements.

Etablissement prêteur	Objet	Ratio LTV maximum	DSCR devant être supérieur ou égal à
Aareal	Refinancement Züblin immobilière Paris Ouest (Jatte 1, Jatte 2)	70%	115%
Aareal	Financement Le Chaganne (Gennevilliers)	-	-
Natixis	Financement Jatte 3 (Neuilly sur seine)	75% (1)	-
Aareal	Financement Défense-Horizon 2 (Suresnes)	-	-
Natixis	Financement Magellan (Nanterre)	70% (1)	150% (1)
Natixis	Financement Danica (Lyon)	70% (1)	150% (1)

(1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée

Par ailleurs, Züblin Immobilière France, a pris l'engagement de rembourser les emprunts souscrits auprès des banques dans l'hypothèse où la société ne serait plus détenue directement ou indirectement par la société Züblin Immobilien Holding AG à hauteur de 50,01% du capital et des droits de vote.

Au 30 septembre 2010, Züblin Immobilière France et ses filiales respectent les engagements pris aux termes de leurs emprunts bancaires.

Lors de la signature du bail avec Faurecia, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser sur une période de 6 ans des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 400 K€ (dont 70 K€ sont achevés au 30 septembre 2010).

Certaines des acquisitions d'immeubles ont été effectuées sous les dispositions prévues à l'article 210 E du code général des impôts qui a permis aux cédants de bénéficier d'un taux d'imposition réduit à 16,5% sur la plus-value dégagée lors de la cession en contrepartie d'un engagement de l'acquéreur de conserver le bien acheté pendant une période de 5 ans minimum. En conséquence, Züblin Immobilière France s'est engagée à conserver les immeubles ci-dessous au minimum jusqu'aux dates suivantes :

	Engagement de conservation jusqu'au :
Neuilly sur seine – Jatte 3	18/03/2012
Gennevilliers – Le Chaganne	03/08/2011
Nanterre – Le Magellan	04/10/2012
Lyon – Le Danica	10/01/2013

Engagements reçus

Les engagements de loyers prévisionnels à recevoir des locataires du parc immobilier ont été évalués sur la base des contrats de location à la date de clôture en tenant compte des évolutions futures liées aux renégociations ou indexations connues à la date d'établissement des présents comptes. Au 30 septembre 2010, ces engagements se présentent de la façon suivante :

Années	Selon fin de bail		Selon prochaine option de sortie	
	Engagements locatifs K€	% du total	Engagements locatifs K€	% du total
2010/2011	11 317	15%	10 996	27%
2011/2012	16 378	22%	14 383	35%
2012/2013	10 746	14%	5 902	14%
2013/2014	11 432	15%	5 098	12%
2014/2015	10 308	14%	3 315	8%
2015/2016	6 651	9%	732	2%
2016/2017	5 564	7%	979	2%
2017/2018	2 558	3%	-	0%
2018/2019	238	0%	-	0%
2019/2020	25	0%	-	0%
	75 217	100%	41 405	100%

Par ailleurs, les garanties bancaires reçues des locataires s'élèvent au 30 septembre 2010 à 1,7 M€.

IX Informations sur les parties liées

8.1 Transaction avec les sociétés liées

Un contrat de prestation de services a été conclu par Züblin Immobilière France avec la société Züblin Immobilien Management AG en date du 18 janvier 2006. Ce contrat prévoit une rémunération trimestrielle égale à 0,025 % de la valeur droits inclus des actifs immobiliers. Les honoraires facturés au titre de l'exercice clos au 30 septembre 2010 s'élèvent à 163 K€.

8.2 Transaction avec les autres parties liées

Rémunération du Directeur général :

Le conseil d'administration du 3 novembre 2008 a fixé la rémunération fixe annuelle du Directeur général de la Société, à la somme de 180 000 € brut sur 12 mois. Le conseil a par ailleurs décidé des modalités d'attribution de la rémunération annuelle variable du Directeur général (plafonnée à 100% de sa rémunération annuelle fixe) suivantes :

- Le Directeur général peut percevoir un complément de rémunération égal à 1/3 de sa rémunération annuelle fixe brute, selon l'appréciation par le conseil d'administration de son engagement dans la société et du respect des valeurs, de l'éthique et de l'image de la société,
- et il pourra percevoir une rémunération variable annuelle brute égale au plus à 1/3 de sa rémunération annuelle fixe brute selon l'appréciation par le conseil d'administration de la réalisation d'objectifs et ou de résultats déterminés annuellement et seulement si la société fait des bénéfices,
- il pourra enfin percevoir une rémunération exceptionnelle brute égale au plus à 1/3 de sa rémunération annuelle fixe brute pour la réalisation d'opérations ou de transactions remarquables ayant contribuées significativement à la croissance de la valeur ou de la taille de la société.

Rémunération des administrateurs :

L'Assemblée générale ordinaire des actionnaires du 05 juillet 2010 a fixé le montant des jetons de présence à répartir librement entre les membres du conseil d'administration à la somme maximale de 100 000 € brut au titre de l'exercice clos au 31 mars 2011.

Au titre de la période du 1^{er} avril 2010 au 30 septembre 2010, le montant des jetons de présence comptabilisé en charge s'est élevé à 18 000 € (montant incluant les charges sociales afférentes aux jetons de présence versés au Président).

X Autres informations

Engagement de retraite

En vertu des obligations légales, le Groupe participe à des régimes de retraite obligatoires à travers des régimes à cotisations définies. Celles-ci sont comptabilisées en charges au cours de l'exercice.

Evolution du capital

	Capital social en K€ (*)	Nombre d'actions (*)
Capital social au 31.03.09	55 034	9 172 283
Réduction du nominal de l'action	-38 983	
Capital social au 31.03.10	16 051	9 172 283
Capital social au 30.09.10	16 051	9 172 283

(*) informations incluant les actions d'autocontrôle

Répartition du capital

La répartition du capital au 30 septembre 2010 se présente comme suit :

Base non diluée	30.09.2010		31.03.2010	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Groupe Züblin	5 426 236	59,16%	5 426 236	59,16%
Administrateurs et dirigeants (*)	43 238	0,47%	43 238	0,47%
Autocontrôle	20 037	0,22%	27 785	0,30%
Public (**)	3 682 772	40,15%	3 675 024	40,07%
Total	9 172 283	100,00%	9 172 283	100,00%

Base diluée	30.09.2010		31.03.2010	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
ORA	2 500 000		2 500 000	
Total	11 672 283	100,00%	11 672 283	100,00%

(*) Monsieur Pierre Rossier, Président de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2010, 10 000 actions Züblin Immobilière France, et Monsieur Pierre Essig, Directeur général de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2010, 27 584 actions Züblin Immobilière France, et

Monsieur Bruno Schefer, administrateur de la société, détient au 30 septembre 2010, 5 606 actions Züblin Immobilière France, et Monsieur Andrew Walker, administrateur de la société, détient au 30 septembre 2010, 46 actions Züblin Immobilière France.

Le solde restant correspondant à 2 actions est détenu par deux autres administrateurs de la société.

(**) A l'exception du Groupe Züblin Immobilier, aucun autre actionnaire n'a déclaré détenir plus de 5% du capital et/ou des droits de vote au 30 septembre 2010.

Züblin Immobilière France S.A.
Période du 1^{er} avril au 30 septembre 2010

**Rapport des commissaires aux comptes
sur l'information financière semestrielle**

PHILIPPE DEPARIS
28, rue de Strasbourg
94300 Vincennes

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Paris

ERNST & YOUNG Audit
Faubourg de l'Arche
11, allée de l'Arche
92037 Paris-La Défense Cedex
S.A.S. à capital variable

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

Züblin Immobilière France S.A.

Période du 1^{er} avril au 30 septembre 2010

Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle

Aux Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre assemblée générale et décision collective des associés et en application de l'article L. 451-1-2 III du Code monétaire et financier, nous avons procédé à :

- l'examen limité des comptes semestriels consolidés résumés de la société Züblin Immobilière France S.A., relatifs à la période du 1^{er} avril au 30 septembre 2010, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité.

Ces comptes semestriels consolidés résumés ont été établis sous la responsabilité du conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre examen limité, d'exprimer notre conclusion sur ces comptes.

1. Conclusion sur les comptes

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Un examen limité consiste essentiellement à s'entretenir avec les membres de la direction en charge des aspects comptables et financiers et à mettre en œuvre des procédures analytiques. Ces travaux sont moins étendus que ceux requis pour un audit effectué selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. En conséquence, l'assurance que les comptes, pris dans leur ensemble, ne comportent pas d'anomalies significatives obtenue dans le cadre d'un examen limité est une assurance modérée, moins élevée que celle obtenue dans le cadre d'un audit.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 - norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire.

2. Vérification spécifique

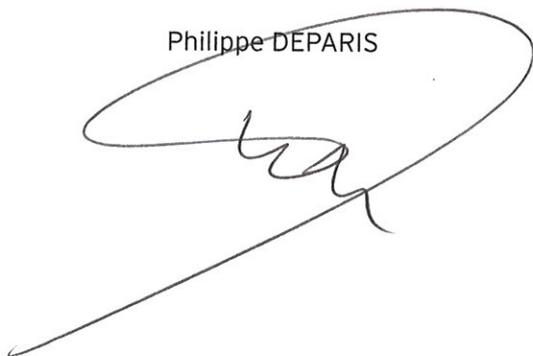
Nous avons également procédé à la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité commentant les comptes semestriels consolidés résumés sur lesquels a porté notre examen limité.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes semestriels consolidés résumés.

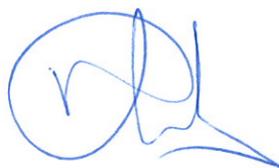
Vincennes et Paris-La Défense, le 9 novembre 2010

Les Commissaires aux Comptes

Philippe DEPARIS



ERNST & YOUNG Audit



Nathalie Cordebar

ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Société anonyme au capital de EUR 16.051.495,25

Siège social : 52, rue de la Victoire 75009 Paris

448 364 232 RCS PARIS

RAPPORT DE GESTION ACTIVITE DE LA SOCIETE DU 1^{ER} AVRIL 2010 AU 30 SEPTEMBRE 2010

Le présent rapport a été établi, afin de vous exposer :

- l'activité de la société au cours de la période de six mois qui s'est clôturée le 30 septembre 2010 ;
- les événements importants survenus depuis la date de la clôture du dernier exercice ;
- les résultats financiers de cette activité, et leur traduction comptable ;
- l'évolution prévisible de la situation de la société et ses perspectives d'avenir.

1. PRESENTATION DU GROUPE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Au 30 septembre 2010, le groupe Züblin Immobilière France SA (ci-après le « Groupe ») est constitué de 3 sociétés :

- Züblin Immobilière France SA, société mère (ci-après Züblin Immobilière France ou la « Société »),
- Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS (ci-après Züblin Immobilière Paris Ouest), détenue et contrôlée à 100 % par Züblin Immobilière France,
- SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens (anciennement SCI Verdun Flourens), détenue et contrôlée à 99,99 % par Züblin Immobilière France.

Züblin Immobilière France et ses filiales ont pour objet social la détention, l'administration, la gestion et l'exploitation par bail, location ou autrement d'actifs immobiliers d'entreprise (bureaux, commerces et plateformes logistiques)

La société est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris, marché du Groupe NYSE Euronext.

1.1 Züblin Immobilière France SA

Züblin Immobilière France, filiale de Züblin Immobilien Holding AG (société cotée au SWX-Zürich, holding du groupe Züblin), est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro 448 364 232. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

1.2 Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS

Züblin Immobilière Paris Ouest 1 est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro B 442 166 187. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

1.3 SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens

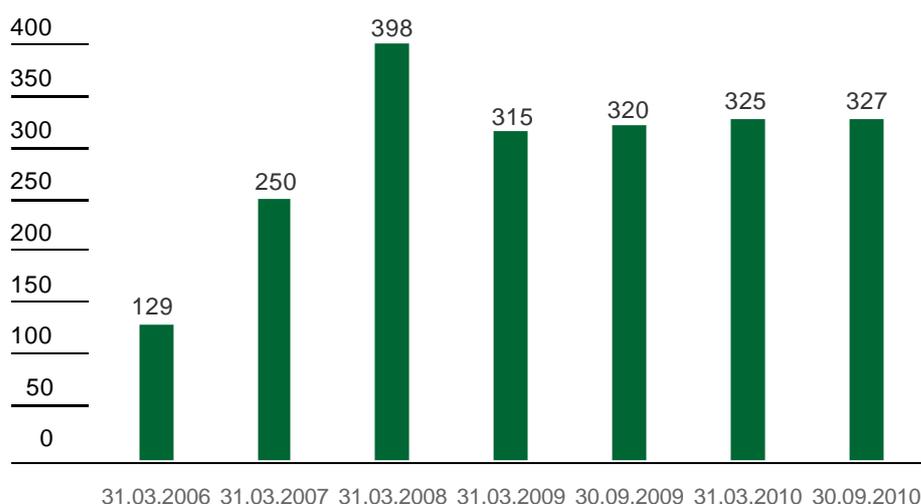
La SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens (ci-après « Züblin Immobilière Verdun Flourens ») est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro D 478 981 467. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

Züblin Immobilière Verdun Flourens est une société civile immobilière transparente fiscalement, elle clôture son exercice fiscal et comptable au 31 décembre de chaque année.

2. FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET ACTIVITE DU GROUPE

Le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2011 a été marqué par le contexte de crise financière et immobilière qui s'est poursuivi tout au long de la période. Compte tenu du renforcement de la crise immobilière et financière et sa propagation à la sphère économique, le Groupe a tout au long du semestre poursuivi l'adaptation de sa gestion pour faire face à ces conditions adverses durables. L'accent a notamment été mis sur la préservation de la trésorerie disponible et la fidélisation des locataires.

2.1 Evolution du patrimoine sur les trois dernières années



Afin de préserver la trésorerie disponible du Groupe, la suspension du programme d'acquisition initiée au début de l'exercice 2008/09 s'est poursuivie au cours du premier semestre de l'exercice 2010/2011. Aucune cession n'a été réalisée au cours du semestre. La valeur du patrimoine droits inclus s'établit au 30 septembre 2010 à 327 M€ en hausse de 0,4% par rapport au 31 mars 2010. Cette stabilité résulte de la prise en compte par l'expert indépendant BNP Paribas Real Estate en charge de la valorisation du patrimoine au 30 septembre 2010 de plusieurs paramètres de marché, notamment :

- Les taux de rendements attendus se sont stabilisés et ont pu dans certains cas diminuer par rapport aux niveaux encore élevés retenus au 31 mars 2010 ;
- Les revenus locatifs ont légèrement diminué notamment sous l'effet d'une indexation négative (-0,6%) ;
- Les valeurs locatives de marché retenues par les experts indépendants sont en baisse passant de 22,8 M€ au 31 mars 2010 à 22,4 M€ au 30 septembre 2010.

La description synthétique du portefeuille du Groupe au 30 septembre 2010 est présentée ci-après au paragraphe 2.6 et dans un tableau en annexe.

2.2 Travaux de maintenance et de rénovation

Au cours du semestre, le Groupe a poursuivi sa politique de maintenance des immeubles composant son portefeuille dans le but de lutter contre l'obsolescence éventuelle de ses actifs et dans une démarche de création de valeur. A ce titre, il a effectué pour plus de 1,0 M€ de travaux d'entretien et de rénovation, notamment sur les immeubles Danica et Jatte 3 (rénovation de sanitaires et parties communes, etc.). Dans le cadre du projet de rénovation de Jatte 1, 102 K€ ont été consacrés au cours du semestre à des études et à la définition du projet architectural.

2.3 Gestion locative

2.3.1 Nouveaux baux et résiliation

Durant le semestre l'activité locative du Groupe s'est déroulée normalement : les locataires se sont acquittés régulièrement de leurs loyers et des charges locatives qui leur ont été refacturées.

- Immeuble Jatte 3

En mai 2010, la société Cisac, locataire de 520 m² de bureau au 5^{ème} étage de l'immeuble Jatte 3 a conclu un nouveau bail prévoyant un déménagement au 7^{ème} étage, une fois sa rénovation effectuée pour une période de 6 ans fermes à compter du 15 mai 2010. Ce nouveau bail porte sur une surface de bureaux de 537 m² et un loyer annuel à 209,3 K€* (370 €/m² bureau).

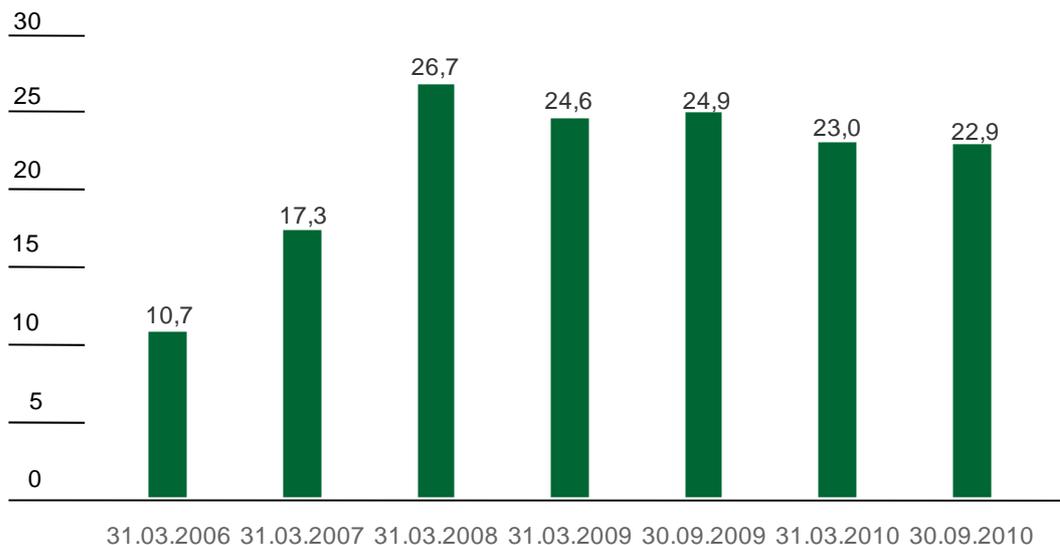
* loyer hors charges, hors taxe

Par ailleurs, Züblin Immobilière France a été notifiée de la résiliation par YSL Beauté du bail portant sur l'immeuble Jatte 2, soit une surface de bureaux totale de 6 345 m² et un loyer annualisé de 2,9 M€ au 30 septembre 2010. Cette résiliation sera effective le 30 juin 2011.

2.3.2 Evolution des loyers annualisés

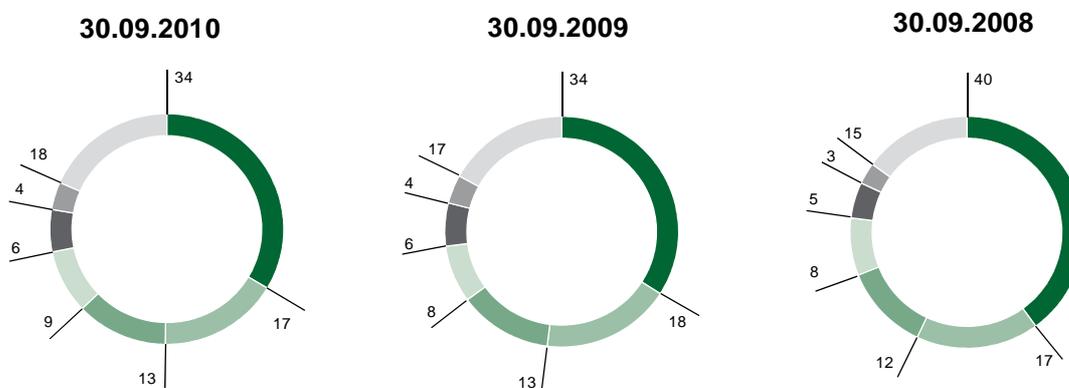
Les loyers annualisés ont diminué d'environ 0,4% principalement sous l'effet de l'indexation durant le premier semestre de l'exercice 2010/2011 et atteignent 22,9 M€ au 30 septembre 2010 (23,0 M€ au 31 mars 2010).

Depuis le 31 mars 2006 les loyers annualisés sont passés de 10,7 M€ à 22,9 M€ soit une progression de 114% .



Dans le même temps les revenus locatifs se sont diversifiés et les loyers perçus des Laboratoires Roche qui représentaient 68% du loyer annualisé au 31 mars 2006 constituent 34% des dits loyers au 30 septembre 2010.

Evolution de la répartition des revenus locatifs :



En M€	30.09.2010	30.09.2009	30.09.2008
Roche	7,7	8,4	10,5
Faurecia	3,8	4,4	4,4
YSL Beauté	2,9	3,3	3,0
Europ Assistance	2,0	2,1	2,0
Ville de Marseille	1,4	1,4	1,3
Lexmark	0,9	0,9	0,9
Autres	4,2	4,4	4,0
Total	22,9	24,9	26,1

2.4 Opérations de Capital

2.4.1 Activité du contrat de liquidités

Le contrat de liquidité souscrit auprès de SG Securities et s'inscrivant dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale ordinaire de Züblin Immobilière France du 5 juillet 2010 a connu l'activité suivante sur le semestre clos au 30 septembre 2010 :

Entre le 1^{er} avril 2010 et le 30 septembre 2010, au titre du contrat de liquidité, Züblin immobilière France a procédé à l'achat de 46 337 actions et la vente de 54 082 actions, soit 5,3% du volume global des transactions de la période. A la date du 30 septembre 2010, les moyens suivants figuraient au compte de liquidité : 20 037 actions et 216 490,71 €.

2.4.2 Distribution de primes d'émission

L'assemblée générale ordinaire du 05 juillet 2010 a approuvé le remboursement partiel de primes d'émission de 0,30 €/action. Cette distribution d'un montant global de 2,7 M€ a été réalisée le 13 juillet 2010.

L'assemblée générale a par ailleurs décidé, conformément aux dispositions de l'article L.228-99 et R.228-89 du Code de commerce, d'assurer la protection des titulaires d'obligations remboursables en actions (ORA) par la constitution d'une provision sur un compte de réserve indisponible de 750 K€, au bénéfice des titulaires d'ORA.

2.5 Gestion financière

Au cours du semestre clos le 30 septembre 2010, la structure de financement du Groupe est restée inchangée, le montant total des emprunts s'élevant à 227,8 M€ au 30 septembre 2010.

L'ensemble de ces emprunts est totalement amortissable in fine. Ces emprunts à taux variables sont tous couverts par des contrats de swaps de taux d'intérêts.

2.6 Situation patrimoniale et locative au 30 septembre 2010

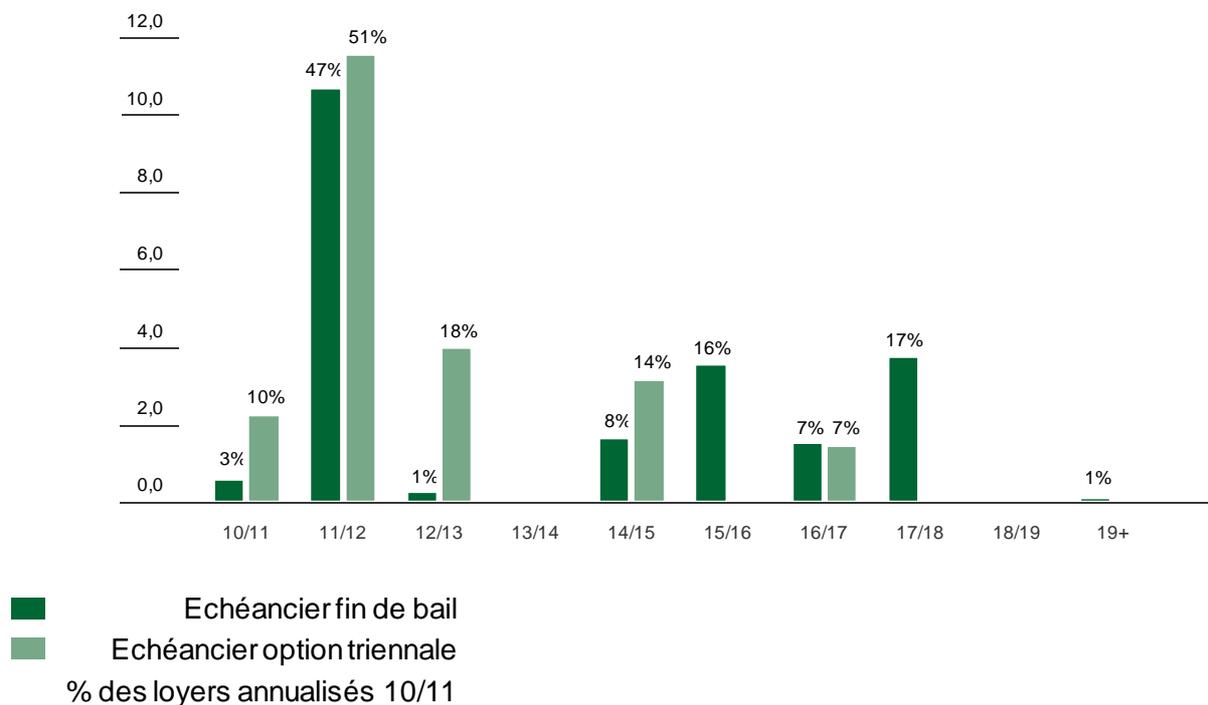
Voir également tableau détaillé en annexe.

2.6.1 Description de l'état locatif

Au 30 septembre 2010, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine s'élève à 5,8% (5,9% au 31 mars 2010).

Le total des loyers annualisés est de 22,9 M€, soit un rendement locatif de 7,0% sur la base de la valeur droits inclus du portefeuille. BNP Paribas Real Estate évalue la valeur locative du patrimoine à 22,4 M€.

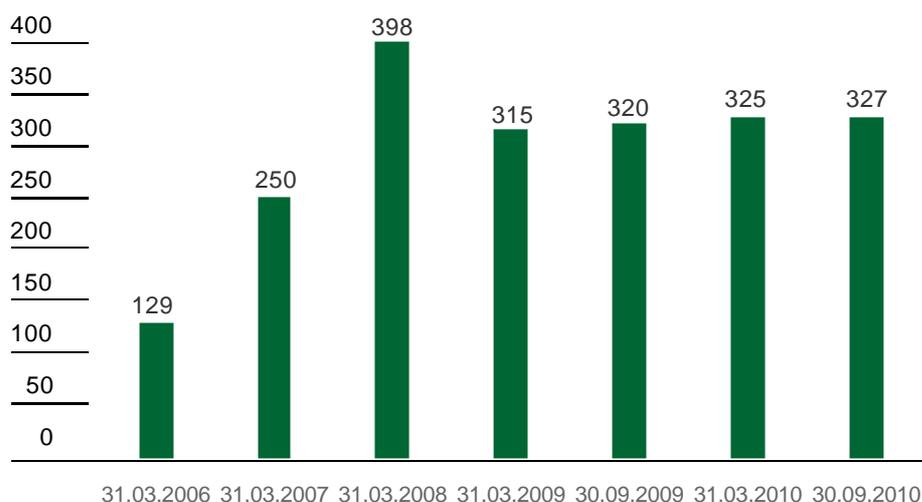
L'échéancier des baux se présente comme suit :



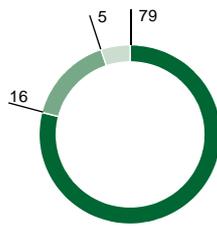
2.6.2 Description du portefeuille

Au 30 septembre 2010, le patrimoine de la société est composé de huit immeubles de bureaux d'une surface utile totale de 76 374 m², situés dans le quartier ouest des affaires de Paris (Neuilly-sur-Seine, Gennevilliers, Suresnes, Nanterre), ainsi qu'à Lyon et Marseille. Le taux d'occupation physique est de 93,9%

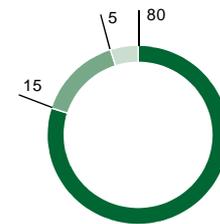
Evolution du patrimoine sur 4 ans :



Répartition géographique par valeur d'expertise :



En M€	30.09.2010	31.03.2010
Paris	257,8	259,8
Lyon	51,7	49,5
Marseille	17,1	16,2
Total	326,6	325,5



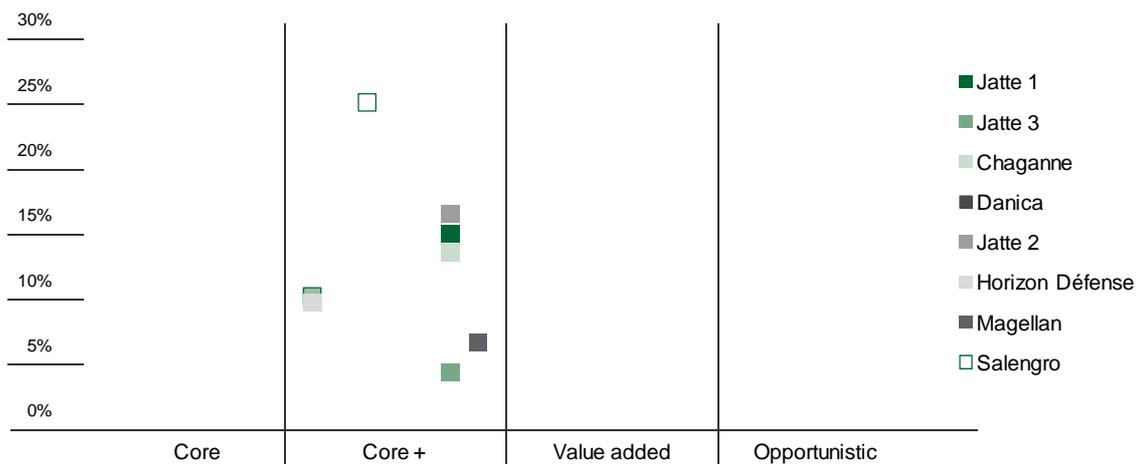
2.6.3 Rendement des immeubles

a) Rendement opérationnel

Le rendement opérationnel des immeubles présenté dans le graphique ci-dessous est égal à :

$(+ \text{loyers nets} - \text{charges d'intérêts} - \text{coûts de maintenance}) / (\text{fonds propres alloués}^*)$

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01/04/10 x (1 - niveau d'endettement groupe constaté au 31.03.10 (soit 33,8%))



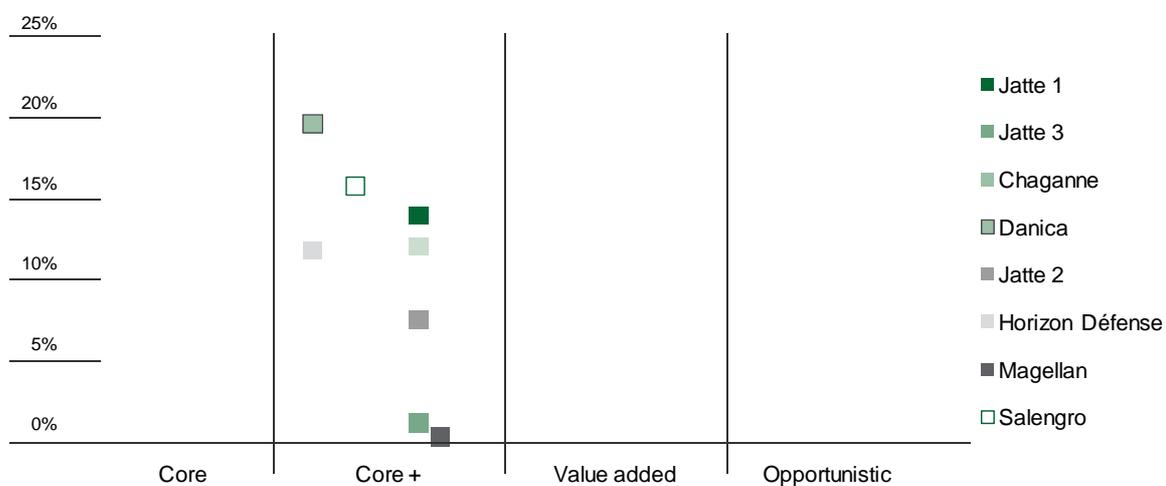
b) Rendement global

Le rendement global des immeubles présenté dans le graphique ci-dessous est égal à la somme du rendement opérationnel et du rendement en capital des immeubles.

Le rendement en capital est égal à :

(+/- variation de valeur hors droits – travaux immobilisés) / (fonds propres alloués*)

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01/04/10 x (1 - niveau d'endettement groupe constaté au 31.03.10 (soit 33,8%))



Synthèse du patrimoine : Cf. tableau en annexe

3. COMPTES CONSOLIDES

3.1 Bilan consolidé

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - ACTIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2010	31.03.2010	Variation 30.09.10 vs 31.03.10	
			(en K€)	(en %)
Actifs corporels	133	146	-14	-9%
Immeubles de placement	308 130	306 970	1 160	0,4%
Autres actifs non courants	250	220	30	14%
Dérivés à la juste valeur	0	0		
ACTIFS NON COURANTS	308 512	307 336	1 176	0%
Créances clients	8 352	4 649	3 703	80%
Autres créances	2 251	3 341	-1 090	-33%
Charges constatées d'avance	227	535	-308	-58%
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22 437	23 676	-1 238	-5%
ACTIFS COURANTS	33 267	32 200	1 067	3%
TOTAL ACTIF	341 779	339 536	2 243	1%

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2010	31.03.2010	Variation 30.09.10 vs 31.03.10	
			(en K€)	(en %)
Capital	16 016	16 003	14	0%
Primes d'émission	45 120	48 591	-3 472	-7%
Obligations remboursables en actions	29 558	29 558	0	0%
Réserves consolidées	-726	-18 065	17 339	-96%
Couverture de flux de trésorerie futurs	-17 730	-16 368	-1 362	8%
Résultat consolidé	5 105	16 629	-11 524	-69%
CAPITAUX PROPRES GROUPE	77 344	76 348	995	1%
Intérêts minoritaires	0	0		
CAPITAUX PROPRES	77 344	76 348	995	1%
Dettes bancaires	226 764	226 648	116	0%
Autres dettes financières	5 641	5 357	284	5%
Instruments financiers	17 730	16 368	1 362	8%
PASSIFS NON COURANTS	250 135	248 374	1 761	1%
Part courante des dettes bancaires	374	348	26	7%
Part courante des autres dettes financières	2 473	2 812	-339	-12%
Avances et acomptes	34	34	0	0%
Dettes fournisseurs	543	917	-374	-41%
Dettes fiscales et sociales	2 750	1 877	873	47%
Dettes d'impôt exigibles	0	0		
Autres dettes	2 205	2 608	-402	-15%
Produits constatés d'avance	5 922	6 218	-296	-5%
PASSIFS COURANTS	14 301	14 814	-513	-3%
TOTAL DU PASSIF	341 779	339 536	2 243	1%

3.2 Compte de résultat

	30.09.2010	30.09.2009	Variation 30.09.10 vs 30.09.09	
(en milliers d'euros)			(en K€)	(en %)
Revenus locatifs	11 456	12 245	-789	-6%
Charges du foncier	-173	-87	-87	100%
Charges locatives non récupérées	-67	-35	-33	94%
Charges sur immeubles	25	-142	167	-118%
Loyers nets	11 241	11 982	-741	-6%
Frais de structure	-742	-650	-92	14%
Frais de personnel	-369	-315	-54	17%
Frais de fonctionnement	-1 110	-965	-145	15%
Produit de cession des immeubles de placement	0	0	0	
VNC des immeubles cédés	0	0	0	
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	3 082	6 005	-2 923	-49%
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-2 655	-2 275	-380	17%
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires	0	1	-1	-100%
Solde net des ajustements de valeur	427	3 732	-3 305	-89%
Résultat opérationnel net	10 558	14 749	-4 192	-28%
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	11	29	-19	-63%
Intérêts et charges assimilées	-5 463	-5 641	178	-3%
Coût de l'endettement financier net	-5 452	-5 611	159	-3%
Résultat avant impôt	5 105	9 138	-4 033	-44%
Impôts sur les bénéfices				
Résultat net de l'ensemble consolidé	5 105	9 138	-4 033	-44%
Attribuable aux propriétaires de la société mère	5 105	9 138	-4 033	-44%
Attribuable à la participation ne donnant pas le contrôle	0	0	0	

3.3 Normes et principes comptables

Les états financiers consolidés au 30 septembre 2010 ont été préparés en conformité selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne et applicable à cette date.

Les nouvelles normes et interprétations IFRS en vigueur au 30 septembre 2010 n'ont pas d'impact significatif par rapport à celles appliquées pour l'établissement des comptes au 31 mars 2010.

Le périmètre de consolidation est constitué de Züblin Immobilière France et de ses filiales consolidées selon la méthode de l'intégration globale (Züblin Immobilière Paris Ouest et Züblin Immobilière Verdun Flourens).

3.4 Commentaires

Les comptes consolidés présentés couvrent la période du 1er avril 2010 au 30 septembre 2010.

3.4.1 Bilan

a) Immeubles de placement

La valeur des immeubles de placement dans les comptes consolidés au 30 septembre 2010 est de 308 130 K€ contre 306 970 K€ au 31 mars 2010. Ce montant correspond à la juste valeur des immeubles. Elle est établie à partir de l'expertise indépendante effectuée par BNP Paribas Real Estate diminuée des frais et droits de mutation estimés à environ 6,2% de la valeur nette vendeur pour un immeuble dont la mutation serait soumise au régime des droits

d'enregistrements ou 1,8% pour une mutation dépendant du régime TVA. Elle a augmenté de 0,4% entre les deux dates (Voir commentaires 2.1).

Les évaluations des immeubles Jatte 1 et Jatte 2 au 30 septembre 2010 reposent sur une hypothèse de rénovation des immeubles consécutivement au départ de leur locataire, respectivement les laboratoires Roche en octobre 2011 et YSL Beauté en juillet 2011.

b) Instruments financiers

Cf. partie ressources financières

c) Créances clients

Au 30 septembre 2010 le montant de 8 352 K€ concerne essentiellement la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2010 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance.

d) ORA

La composante dette est amortissable sur la durée de vie de l'ORA soit 10 ans. Le montant annuel d'amortissement du capital est déterminé comme étant la différence entre les intérêts calculés sur la période au taux d'intérêt effectif de 4,84% et le montant du coupon prévu pour être versé annuellement au porteur de l'ORA. Il convient de noter qu'à la conversion de l'ORA, l'incidence sur le niveau des capitaux propres du Groupe de la présentation en deux composantes distinctes disparaît.

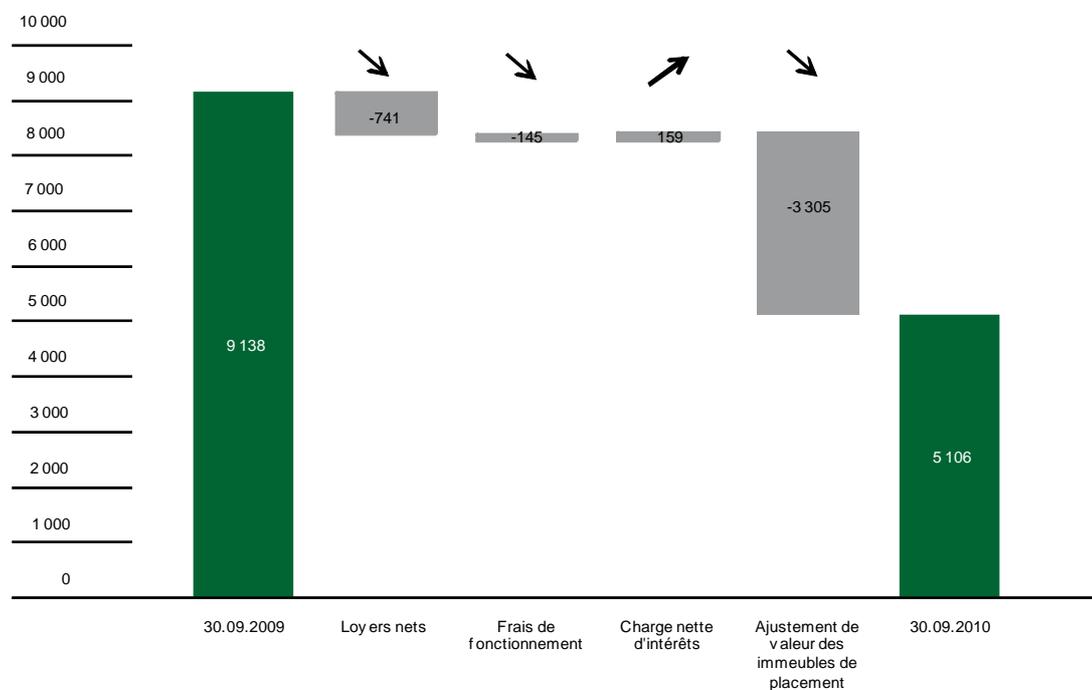
e) Dettes bancaires et financières

Cf. partie ressources financières

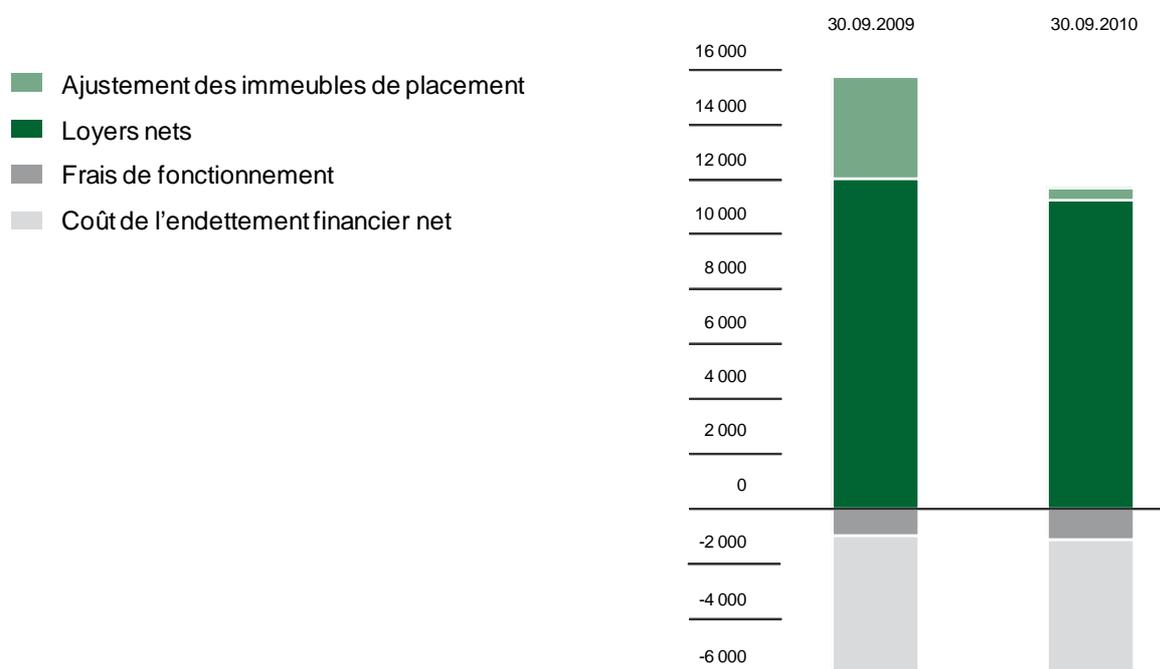
Les Autres dettes financières de 5 641 K€ au 30 septembre 2010 comprennent les sommes mises en réserve au bénéfice du porteur de l'ORA à la suite du remboursement de primes d'émission décidé par l'Assemblée générale ordinaire du 05 juillet 2010 de 0,30€ par action. Ce montant ainsi que les intérêts courus sur cette dette (soit un total de 757 K€ au 30 septembre 2010) seront versés au porteur de l'ORA à la conversion de celle-ci.

3.4.2 Compte de résultat

Le résultat consolidé au 30 septembre 2010 est un bénéfice de 5 105 K€ contre un bénéfice de 9 138 K€ au 30 septembre 2009. Le graphique ci-dessous présente les variations par postes du compte de résultat entre les premiers semestres des exercices 2009/10 et 2010/11 :



Le graphique ci-dessous compare par nature de charges et de produits les résultats au 30 septembre 2010 et au 30 septembre 2009 :



a) Revenus locatifs

Au total, du 1^{er} avril 2010 au 30 septembre 2010, le Groupe a enregistré 11 456 K€ de revenus locatifs soit 6% de moins que lors du premier semestre de l'exercice précédent. Cette diminution s'explique principalement par l'impact des départs de locataires sur les immeubles Magellan et Jatte 3 au cours de l'exercice 2009/2010.

b) Frais de fonctionnement

Les frais de fonctionnement du Groupe pour le semestre se sont élevés à 1 110 K€ contre 965 K€ pour le premier semestre de l'exercice précédent, soit une augmentation de 15% qui résulte de:

- L'augmentation des charges de personnel passées de 315 K€ à 369 K€ notamment du fait des recrutements effectués pour faire face aux besoins du Groupe .
- L'augmentation des frais de structure passés de 650 K€ à 742 K€.

c) Solde net des ajustements de valeurs

Voir commentaires 2.1 et 2.2

d) Produits et charges financières

Les produits financiers s'élèvent à 11 K€ au 30 septembre 2010 contre 29 K€ au 30 septembre 2009. Ils se composent uniquement de produits de trésorerie en diminution d'une période à l'autre principalement en raison de la baisse des taux d'intérêts.

Les charges financières étaient de 5 641 K€ au 30 septembre 2009. Elles sont de 5 463 K€ au 30 septembre 2010. Elles correspondent pour l'essentiel aux intérêts versés au titre des prêts hypothécaires contractés par le Groupe (5 348 K€ au 30 septembre 2009, et 5 312 K€ au 30 septembre 2010). Le solde est constitué par des charges d'actualisation et la charge d'intérêts courus sur l'ORA.

Voir également section 6 ressources financières

3.5 Actif Net Réévalué EPRA

Le Groupe ayant opté pour l'enregistrement de ses immeubles à leur juste valeur, les capitaux propres consolidés du Groupe majorés de la composante dette de l'ORA sont représentatifs de l'actif net réévalué de « liquidation » du Groupe, soit la somme qui serait restituée aux actionnaires en cas de cessation d'activité immédiate du Groupe. Pour le calcul de l'actif net réévalué sur une base non diluée, il n'est pas tenu compte des ORA. Conformément à la préconisation de l'EPRA, la réévaluation des swaps de couverture de taux est retraitée lors du calcul de l'ANR.

Pour apprécier l'actif net réévalué de « remplacement », c'est-à-dire le montant des capitaux nécessaires à la poursuite de l'exploitation du Groupe dans des conditions économiques et financières identiques, il convient de substituer la valeur de marché « droits inclus » des immeubles à la valeur « hors droits » retenue pour l'appréciation de leur juste valeur dans les comptes consolidés du Groupe. Cette valeur « droits inclus » est estimée par la société BNP Paribas Real Estate à 326 680 K€ au 30 septembre 2010, soit un écart de 18 550 K€ par rapport à la valeur « hors droits » enregistrée dans les comptes.

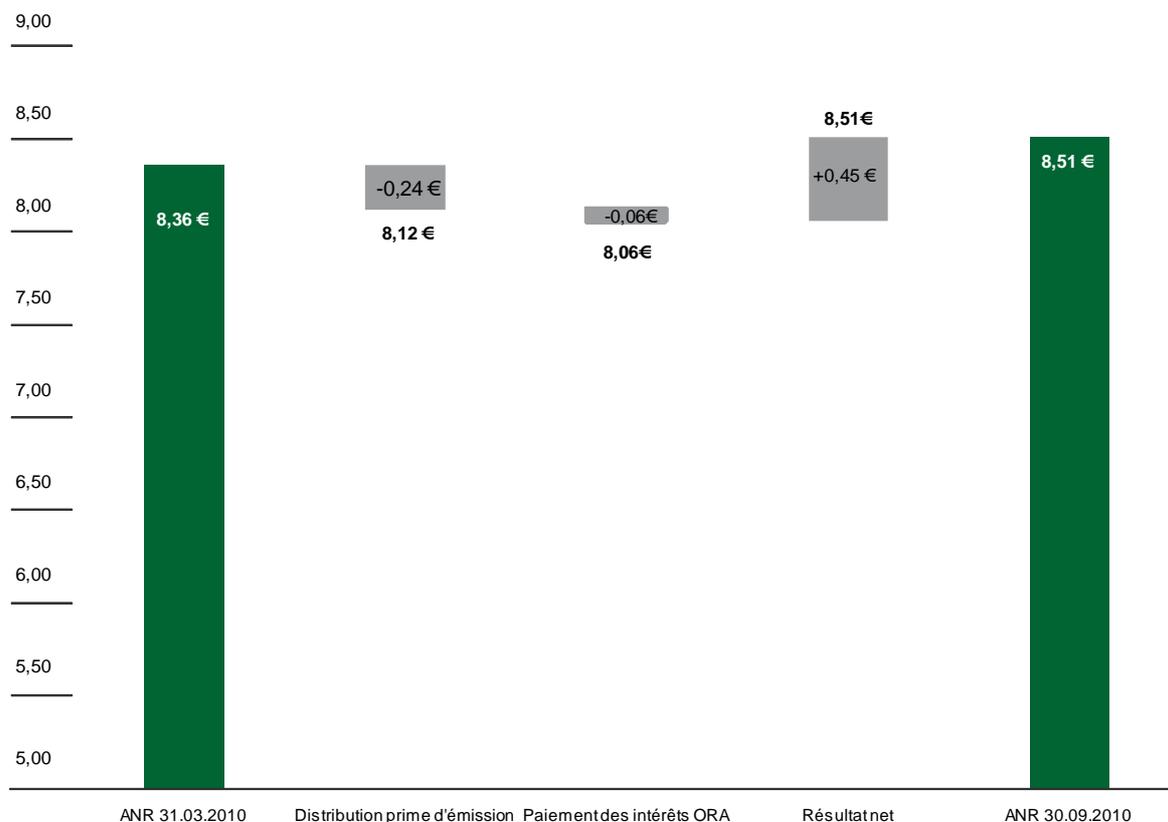
Le calcul de l'actif net réévalué par action est établi sur la base du nombre d'action en circulation (base non diluée) ou potentiel (base diluée) au 30 septembre 2010 hors actions propres.

Le tableau ci-dessous détaille les calculs de l'actif net réévalué de liquidation et de remplacement calculé selon la méthodologie EPRA sur une base non-diluée et diluée.

	Non dilué	Dilué
Fonds propres consolidés	77 343 533 €	77 343 533 €
- ajustement composante ORA	- 29 557 844 €	4 131 644 €
- ajustement réévaluation instruments de couverture de flux de trésorerie future	17 730 036 €	17 730 036 €
Actif net Réévalué de liquidation	65 515 725 €	99 205 213 €
Ajustement de valeur du patrimoine (droits)	18 550 000 €	18 550 000 €
Actif net réévalué de remplacement	84 065 725 €	117 755 213 €
Nombre d'actions (hors actions propres)	9 152 246	11 652 246 *
Actif net réévalué de liquidation par action	7,16 €	8,51 €
Actif net réévalué de remplacement par action	9,19 €	10,11 €

* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 30 septembre 2010 sont les 2 500 000 actions résultant de la conversion des ORA

Le graphique ci-dessous décompose par nature les variations de l'ANR dilué par action entre le 31 mars 2010 et le 30 septembre 2010.



3.6 Cash Flow d'exploitation

Le Groupe définit son cash flow d'exploitation comme étant son résultat avant impôts retraité de la variation de la valeur des actifs, de l'incidence des cessions d'immeubles, et de celle de l'actualisation des dépôts de garantie des locataires.

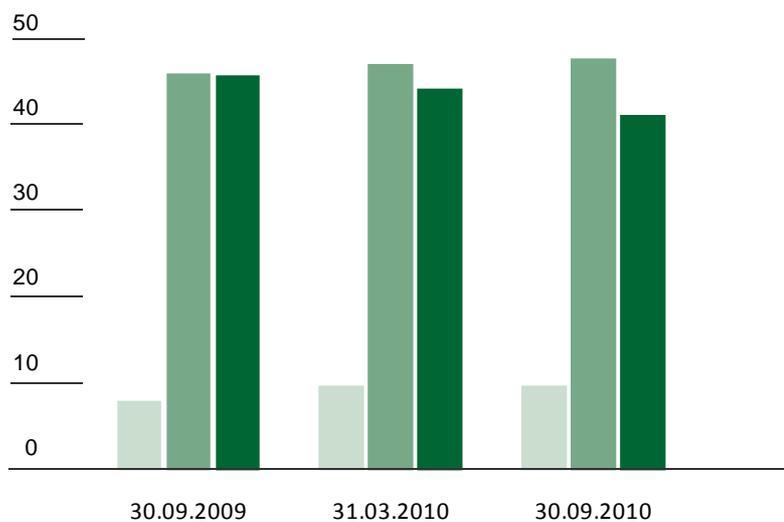
Le calcul du cash flow d'exploitation par action est établi sur la base d'un nombre d'action moyen pondéré hors actions propres (en circulation ou potentiel selon le cas) pour la période de six mois allant du 1^{er} avril 2010 au 30 septembre 2010.

Le tableau ci-dessous détaille les calculs du cash flow d'exploitation une base non-diluée et diluée.

	Non dilué	Dilué
Résultat net avant impôts	5 105 295 €	5 105 295 €
Ajustement de variation de valeur des immeubles	- 427 060 €	- 427 060 €
Ajustement des effets d'actualisation des dépôts de garantie	35 256 €	35 256 €
Cash flow d'exploitation	4 713 491 €	4 713 491 €
Nombre d'actions moyen pondéré (hors actions propres)	9 152 246	11 652 246
Cash flow d'exploitation par action au 30.09.10	0,52 €	0,40 €
Cash flow d'exploitation par action au 30.09.09	0,61 €	0,48 €

Compte tenu des niveaux de cash flow d'exploitation déterminés ci-dessus, le Groupe présente les indicateurs de rentabilité suivants au 30 septembre 2010 (en % des loyers bruts) :

- Frais de fonctionnement
- Charges financières nettes
- Cash-flow d'exploitation



4. **COMPTES SOCIAUX DE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE**

Le résultat social au 30 septembre 2010 de Züblin Immobilière France est un bénéfice de 7 473 K€.

Les produits d'exploitation s'élèvent à 10 917 K€, dont 7 552 K€ de loyers.

Les charges d'exploitation sont de 5 073 K€. Elles incluent notamment les salaires et charges sociales pour 342 K€, des amortissements pour 3 066 K€ et des dépréciations sur immobilisations de 36 K€.

Les produits financiers s'élèvent à 5 192 K€, dont 4 905 K€ de dividendes reçus de Züblin Immobilière Paris Ouest et 322 K€ de reprises de dépréciation des titres de la SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens.

Les charges financières sont de 3 307 K€ dont 3 117 K€ d'intérêts sur emprunts.

Le total des actifs de la société au 30 septembre 2010 est de 248 614 K€, dont 181 447 K€ d'immobilisations dans des immeubles de placement, 38 532 K€ de participations et créances rattachées et 16 220 K€ de disponibilités.

Les capitaux propres de la société au 30 septembre 2010 sont de 61 326 K€ et les dettes de 188 531 K€ (dont 35 605 K€ d'obligations remboursables en actions et 142 052 K€ de dettes auprès d'établissements de crédits).

5. EVOLUTION ET PERSPECTIVES

5.1 Evénements importants survenus depuis le 30 septembre 2010

Immeuble Jatte 2

Züblin Immobilière France a été notifiée de la résiliation par YSL Beauté du bail portant sur l'immeuble Jatte 2, soit une surface de bureaux totale de 6 345 m² et un loyer annualisé de 2,9 M€ au 30 septembre 2010. Cette résiliation sera effective le 30 juin 2011.

5.2 Perspectives d'avenir

Compte tenu d'une anticipation d'une poursuite du contexte général de crise, le Groupe se fixe comme objectifs stratégiques de poursuivre ses efforts de préservation de la trésorerie et fidélisation de ses locataires afin de garantir sa continuité d'exploitation.

Le Groupe dispose pour cela d'atouts de premier plans que sont la qualité de ses actifs immobiliers loués à 93,9% au 30 septembre 2010, la signature de ses locataires, une dette bancaire ayant une maturité de plus de trois ans et étant intégralement couverte contre les fluctuations de taux d'intérêts.

Reprise de la dynamique de croissance avec la mise en place d'un OPCI « Grenelle 2 »

Züblin Immobilière France va mettre en place avec la société de gestion Viveris Reim, un OPCI dédié, spécialisé dans la rénovation d'immeubles de bureaux en respect des lois « Grenelle 2 ».

Züblin Immobilière France envisage de transférer à l'OPCI les immeubles Jatte 1 et Jatte 2 qui correspondent parfaitement à son objectif d'investissement.

Cette opération permettra de compléter les sources de financement de Züblin Immobilière France pour la rénovation de ses actifs de l'île de la Jatte, d'accroître ses revenus, de diversifier son profil de risque et de reprendre à terme la dynamique de croissance du patrimoine sur un segment à très fort potentiel.

6. RESSOURCES FINANCIERES

6.1 Principes généraux de la gestion financière

Pour optimiser le rendement de ses fonds propres, le Groupe a recours à l'effet de levier. Il a pour objectif de maintenir le montant de ses emprunts bancaires nets de trésorerie entre 55 et 65% de la valeur de marché de ses actifs. Ponctuellement, le Groupe pourrait avoir recours à des prêts relais afin d'être en mesure de poursuivre la mise en œuvre de son plan d'investissement indépendamment du calendrier de renforcement de ses fonds propres.

Le Groupe privilégie les emprunts remboursables in fine d'une durée supérieure à trois ans et mène une politique de couverture de son risque de taux.

6.2 Encours des dettes bancaires au 30 septembre 2010

Au 30 septembre 2010, l'encours brut des emprunts bancaires s'élève à 228 millions d'euros, soit, après déduction de la trésorerie et des équivalents trésorerie, un ratio LTV de 66,4% de la valeur de marché, hors droits, du patrimoine. Le Groupe a réduit le recours à l'endettement pour

ses dernières acquisitions effectuées durant l'exercice précédent afin de préserver son ratio LTV, tant que les conditions d'accès aux marchés financiers resteront difficiles et que la crise immobilière perdurera.

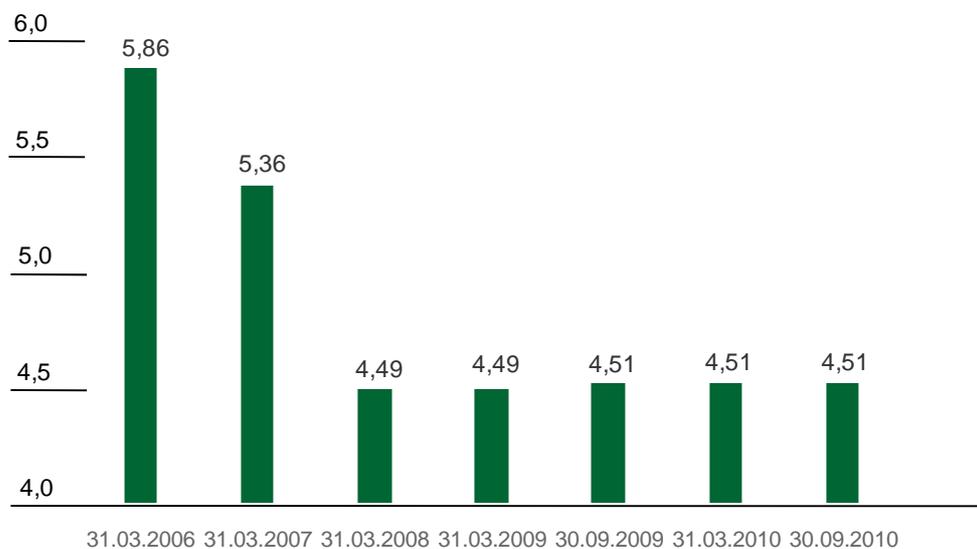
Comme le montre le tableau ci-dessous, le Groupe n'a aucun besoin de refinancement dans les 3 prochaines années.

Synthèse des emprunts bancaires au 30 septembre 2010 :

Etablissement prêteur	Encours (en M€)	Échéances	Taux ₁ (en %)	Échéance			Objet
				<1 an	De 1 à 5 ans	>5 ans	
Aareal	75,8	04.07.2014	3,925		75,8	0	Financement Jatte1 & Jatte2
Aareal	18	01.08.2016	5,045			18	Financement Gennevilliers
Natixis	40	31.12.2013	4,552		40	0	Financement Jatte3
Natixis	55	04.10.2014	4,760		55	0	Financement Magellan
Aareal	10	28.06.2014	4,598		10	0	Financement Suresnes
Natixis	29	11.01.2015	5,122		29	0	Financement Danica
Total	227,8				209,8	18	

6.3 Evolution du taux moyen d'endettement

Le taux d'endettement moyen du Groupe après couverture évolue de la manière suivante (en %) :



6.4 Engagements pris et garanties consenties

Lors de l'acquisition de leurs actifs immobiliers, Züblin Immobilière France et ses filiales ont accepté que des inscriptions de privilège de prêteur de deniers soient prises par les banques pour des montants correspondant au principal et accessoire des crédits consentis.

Tous les immeubles sont hypothéqués à titre de sûreté et garantie du remboursement des prêts contractés.

Ont été données en garantie, au profit des banques toutes les créances actuelles ou futures résultant des baux intervenus ou des baux à intervenir sur tous les immeubles.

Ont également été données en garantie, au profit des banques, les créances qui seraient détenues à l'encontre des compagnies d'assurance assurant les actifs immobiliers au titre des « dommages, périls et perte de loyers ».

Ont été donnés en garantie, au profit des banques sous la forme d'un nantissement, les titres des filiales SCI Züblin Verdun Flourens et Züblin Immobilière Paris Ouest I détenus par Züblin Immobilière France.

Enfin, les comptes de fonctionnement des immeubles ouverts dans les livres des banques ont été nantis à leur profit.

L'ensemble des revenus locatifs ou autres produits directement liés à l'exploitation des immeubles sont alloués en priorité au remboursement de toutes les sommes dues aux prêteurs.

Dans le cadre des emprunts hypothécaires contractés, Züblin Immobilière France et ses filiales ont pris divers engagements usuels, notamment en matière d'information des banques prêteuses et de respect de ratios financiers. Le tableau ci-dessous présente les ratios financiers que doivent respecter Züblin Immobilière France et ses filiales au titre de ces engagements.

Etablissement prêteur	Objet	Ratio LTV maximum	DSCR (de vant être supérieur ou égal à)
Aareal	Re financement Züblin immobilière Paris Ouest (Jatte 1, Jatte 2)	70%	1 15%
Aareal	Fin an cement Le Chaganne (Gennevilliers)	-	-
Natixis	Fin an cement Jatte 3 (Neuilly sur seine)	75% (1)	-
Aareal	Fin an cement Défense-Horizon 2 (Sures nes)	-	-
Natixis	Fin an cement Mag el lan (Nanterre)	70% (1)	1 50% (1)
Natixis	Fin an cement Danica (Lyon)	70% (1)	1 50% (1)

(1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée

Le calcul des ratios financiers est communiqué sur une base semestrielle aux banques prêteuses qui sont par ailleurs tenues informées régulièrement par le management des événements de gestion significatifs concernant les immeubles faisant l'objet des financements bancaires.

Au 30 septembre 2010, le ratio LTV de Züblin Immobilière Paris Ouest prévu aux termes des contrats d'emprunts est de 68,2% et son ratio DSCR est de 255%. Si le ratio LTV maximum autorisé est atteint, le contrat d'emprunt prévoit une période d'observation de 6 mois à l'échéance de laquelle si le ratio LTV n'est pas inférieur au ratio LTV maximum autorisé, le remboursement partiel de l'emprunt est prévu pour ajuster le ratio LTV. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 55%.

Au 30 septembre 2010, le ratio LTV de Züblin Immobilière France prévu aux termes des contrats d'emprunts est de 56,7% (i.e. l'endettement bancaire net de trésorerie de Züblin Immobilière France et l'ANR de ses filiales) et son ratio DSCR est de 186%. Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses actifs baissait de 13,6%. Toute chose étant égale par ailleurs, son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si 20% de vacance supplémentaire était constatée par rapport à la situation locative au 30 septembre 2010. En prenant en compte le

départ attendu des locataires Roche et YSL Beauté, cette situation ne devrait pas intervenir avant le 31 mars 2012.

Par ailleurs, la société Züblin immobilière France, a pris l'engagement de rembourser les emprunts souscrits auprès des banques dans l'hypothèse où la société ne serait plus détenue directement ou indirectement par la société Züblin Immobilien Holding AG à hauteur de 50,01% du capital et des droits de vote.

6.5 Instruments financiers dérivés

Le Groupe utilise des instruments financiers dérivés pour se couvrir contre les risques associés aux taux d'intérêts. Ces instruments financiers dérivés sont initialement reconnus à la juste valeur à la date à laquelle les contrats sont entrés en vigueur et sont ultérieurement évalués à la juste valeur. Ils sont ainsi comptabilisés en tant qu'actifs lorsque la juste valeur est positive et en tant que passifs lorsque la juste valeur est négative. La juste valeur des contrats de SWAP de taux d'intérêt est déterminée par référence aux valeurs de marchés d'instruments similaires.

Au 30 septembre 2010, dans le cadre de sa politique de gestion des taux, le Groupe a ainsi souscrit 12 contrats de swap dont la juste valeur est négative de (17 730 K€).

Ces contrats font l'objet d'une comptabilité de couverture de flux de trésorerie (« Cash Flow Hedge »). Les variations de juste valeur des contrats de swap, liées aux évolutions de taux d'intérêt, sont comptabilisées en capitaux propres dans la mesure de leur efficacité testée selon les critères de IAS 39.

7. RISQUES

7.1 Description des principaux facteurs de risques

Züblin Immobilière France et ses filiales sont soumises à de nombreux risques et incertitudes qui sont susceptibles d'affecter leur activité, leur situation financière, leurs résultats ou leur développement, et dont les plus significatifs sont décrits ci-après.

D'autres risques, non identifiés à la date d'établissement du présent document ou dont la réalisation n'est pas considérée, à cette même date, comme susceptible d'avoir un effet défavorable significatif sur Züblin Immobilière France et ses filiales, leur activité, leur situation financière, leurs résultats ou leur développement, peuvent exister.

7.1.1 Risques liés à l'environnement économique, financier et réglementaire du Groupe

a) Evolution de la conjoncture économique

L'évolution de la conjoncture économique générale est susceptible de favoriser ou au contraire de réduire la demande de nouvelles surfaces de bureaux. Le niveau des loyers et la valorisation des immeubles de bureaux sont fortement influencés par l'offre et la demande de surfaces immobilières. Un ralentissement de l'économie peut également avoir une incidence sur la capacité des locataires à payer leur loyer et charges locatives.

Principales conséquences pour le Groupe d'un ralentissement de l'économie :

- risque de baisse des valeurs locatives ;
- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- risque d'insolvabilité des locataires ;
- risque d'augmentation du taux de vacance ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (baisse des revenus locatifs affectant le ratio de couverture du service de la dette).

b) Evolution du niveau des taux d'intérêts

Le niveau des taux d'intérêts affecte la valeur du patrimoine du Groupe, car les taux de rendement appliqués par les experts immobiliers aux loyers d'immeubles à usage de bureaux aux fins de valorisation desdits immeubles sont déterminés en partie en fonction des taux d'intérêts. Le niveau des taux d'intérêts affecte également le coût du financement des nouvelles acquisitions envisagées par le Groupe et celui des travaux de rénovation de son patrimoine existant. Enfin l'évolution des taux d'intérêt affecte les coûts de financement du Groupe pour la partie des emprunts bancaires à taux variable ne faisant pas l'objet d'une couverture de taux.

Principales conséquences pour le Groupe d'une augmentation des taux d'intérêts :

- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à de nouvelles acquisitions ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à des travaux de rénovation ;
- risque d'augmentation du coût des emprunts bancaires à taux variable non couverts ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (augmentation du coût de la dette non compensée par des revenus locatifs supérieurs).

c) Evolution des conditions d'accès aux marchés financiers et bancaires

L'accès aux marchés financiers et bancaires est essentiel à la stratégie de croissance du Groupe et à son financement. Un durcissement des conditions d'accès affecte directement la capacité du Groupe à poursuivre de nouvelles acquisitions, à refinancer les dettes arrivant à maturité à effectuer des travaux de rénovation de son patrimoine.

Principales conséquences pour le Groupe d'un durcissement des conditions d'accès aux marchés financiers et bancaires :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à de nouvelles acquisitions ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à des travaux de rénovation ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de refinancer les emprunts bancaires arrivant à échéance ;

Zones d'Impact : ANR (obsolescence accrue des immeubles), cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Solvabilité des locataires et des contreparties financières

Le Groupe est exposé au risque de crédit au travers de ses activités de gestion locative. Egalement, la mise en place de produits dérivés pour limiter le risque de taux expose le Groupe à une éventuelle défaillance d'une contrepartie bancaire.

Principales conséquences pour le Groupe de l'insolvabilité d'un locataire ou d'une contrepartie financière :

- Baisse des revenus locatifs ;
- Perte de revenus financiers (contrepartie financière) ;
- Exposition accrue au risque de fluctuation des taux d'intérêts (contrepartie financière) ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

e) Evolution des réglementations applicables à l'activité du Groupe

Dans la conduite de ses activités de détention et gestion d'actifs immobiliers de bureaux, le Groupe est tenu de se conformer à de nombreuses réglementations relatives notamment aux baux commerciaux, à la copropriété, à la prévention des risques pour la santé, la sécurité des personnes et la sauvegarde de l'environnement. Toute évolution significative de ces réglementations pourrait accroître les contraintes auxquelles le Groupe est tenu de satisfaire.

Principales conséquences pour le Groupe d'une évolution contraignante des réglementations :

- Nécessité d'entreprendre des travaux de modernisation des immeubles ;
- difficultés accrues pour louer les immeubles ou pour conserver les locataires existants ;
- renchérissement des coûts d'exploitation ;

Zones d'Impact : ANR (obsolescence accrue des immeubles), cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

7.1.2 *Risques liés au secteur d'activité du Groupe*

a) Absence de liquidités des actifs

Les actifs immobiliers de bureaux étant peu liquides, le Groupe pourrait, en cas de dégradation de la conjoncture économique, ne pas être en mesure de céder rapidement et dans des conditions satisfaisantes une partie de ses actifs immobiliers. Tant que le Groupe possède un nombre limité d'actifs (huit à la date du 30 septembre 2010), toute cession d'actifs aurait un impact significatif sur son activité.

Principales conséquences pour le Groupe de l'absence de liquidité des actifs :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à une cession ;

Zones d'Impact : liquidité.

b) Vieillesse des immeubles

Les actifs du Groupe sont constitués d'immeubles construits en grande majorité depuis plusieurs années, pour certains d'entre eux depuis une trentaine d'années. Quelque soient leurs dates de construction, les immeubles vieillissent et des travaux de rénovation doivent être entrepris régulièrement afin de faciliter leur relocation et afin de s'assurer de leur conformité aux normes et réglementations. Selon leur nature et leur importance, les travaux peuvent être à la seule charge du propriétaire et peuvent nécessiter une vacance temporaire partielle ou totale de l'immeuble pour pouvoir être effectués.

Principales conséquences pour le Groupe du vieillissement des immeubles :

- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- risque de baisse des valeurs locatives ;
- nécessité d'entreprendre des travaux de rénovation occasionnant une vacance physique ou financière ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (baisse des revenus locatifs affectant le ratio de couverture du service de la dette).

c) Réglementation applicable en matière de baux commerciaux

En France, la législation relative aux baux commerciaux est très rigoureuse à l'égard du bailleur. Les stipulations contractuelles liées à la durée, au renouvellement, au dépôt de garantie, à la clause résolutoire ou à l'indexation des loyers sont d'ordre public et limitent notamment la flexibilité des propriétaires d'augmenter les loyers pour les faire correspondre aux évolutions du marché et d'optimiser ainsi leurs revenus locatifs. Par ailleurs, le locataire a la faculté de libérer les locaux à la date d'échéance du bail ainsi qu'à l'issue, en principe, de chaque période triennale sauf convention contraire. Le Groupe ne peut exclure qu'à l'échéance des baux, ou bien lors de la prochaine échéance triennale de leurs baux, les locataires en place choisiront de ne pas renouveler leur contrat de bail.

Principales conséquences pour le Groupe d'un départ d'un locataire :

- Baisse des revenus locatifs ;
- Augmentation de la vacance jusqu'à relocation des locaux libérés ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Fluctuation de la valeur des immeubles et du niveau des loyers

La détention d'actifs immobiliers destinés à la location expose le Groupe au risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers en portefeuille.

Les loyers constituent la principale source de revenus du Groupe. Le Groupe est exposé à un risque de fluctuation de ses revenus du fait du départ potentiel de locataires (vacance) ou de révision à la baisse des loyers lors de renouvellement de baux (sur-location)

Principales conséquences pour le Groupe des fluctuations de la valeur des actifs et du niveau des loyers :

- Risque de baisse de la valeur des actifs ;
- Risque de baisse des revenus locatifs ;
- Risque de non-respect d'engagements contractés au titre des financements pouvant entraîner leur déchéance ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

7.1.3 Risques liés aux choix stratégiques, financiers et opérationnels du Groupe

a) Stratégie d'acquisition

Dans le cadre de sa stratégie de développement, le Groupe souhaite poursuivre l'acquisition sélective d'actifs immobiliers. Le Groupe ne peut garantir que de telles opportunités d'acquisition se présenteront, ni que les acquisitions auxquelles elle procédera obtiendront la rentabilité qu'elle escomptait à l'origine.

De telles acquisitions comportent un certain nombre de risques liés (i) aux conditions du marché immobilier des bureaux, (ii) à la présence sur ce marché de nombreux investisseurs (iii) à l'évaluation des actifs, (iv) au potentiel de rendement locatif de tels actifs, (v) aux effets sur les résultats opérationnels du Groupe, (vi) à la mobilisation des dirigeants et personnes clés sur de telles opérations, et (vii) à la découverte de problèmes inhérents à ces acquisitions comme la présence de substances dangereuses ou toxiques, problèmes environnementaux ou réglementaires.

Principales conséquences pour le Groupe de la stratégie d'acquisition :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à une acquisition ;
- difficultés accrues, voire impossibilité d'accroître le patrimoine du Groupe et ses revenus locatifs ;
- rentabilité des acquisitions moindre qu'escomptée, voire négative.

Zones d'Impact : ANR, cash flow d'exploitation et résultat, liquidité.

b) Concentration sectorielle

Les actifs du Groupe sont constitués de huit immeubles de bureau, exposant de fait le Groupe à la cyclicité du marché immobilier des bureaux.

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration sectorielle :

- Baisse de la valeur des immeubles de bureau ;
- Baisse potentielle des revenus locatifs des immeubles de bureau.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

c) Concentration géographique

Six des huit actifs immobiliers du Groupe sont situés dans la même région, le grand-ouest Parisien, dont notamment trois sur l'île de la Jatte à Neuilly-Sur-Seine (92). Le rendement des actifs immobiliers varie notamment en fonction de la croissance économique de leur région géographique.

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration géographique :

- Baisse de la valeur des immeubles de bureau situés en région ouest de Paris ;
- Baisse potentielle des revenus locatifs desdits immeubles de bureau.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Dépendance à l'égard de certains locataires

Le Groupe est actuellement dépendant de certains locataires et principalement des laboratoires Roche, locataire des immeubles Jatte 1 et Jatte 3, dont le bail de l'immeuble Jatte 1 arrive à échéance en juin 2011 et d'YSL Beauté locataire de l'immeuble Jatte 2 qui disposait de la faculté de mettre fin à son bail à tout moment avec un préavis de 9 mois. En mars 2010, les laboratoires Roche, locataire de l'immeuble Jatte 1 et de trois étages de l'immeuble Jatte 3 ont informé Züblin Immobilière France de leur intention de ne pas renouveler leurs baux lors de leurs échéances en juillet 2011 (Jatte 1) et janvier 2011 (Jatte 3). En octobre 2010, YSL Beauté a informé Züblin Immobilière France de son intention de quitter l'immeuble Jatte 2 en juin 2011. Le non renouvellement de ces baux entraînera une baisse temporaire des revenus locatifs de 10,6 M€ (46% des loyers annualisés).

Principales conséquences pour le Groupe de la dépendance à l'égard de certains locataires :

- Baisse de la valeur des actifs¹ ;

¹ Les évaluations des immeubles Jatte 1, Jatte 2 et Jatte 3 tiennent compte au 30 septembre 2010 des départs attendus des locataires laboratoires Roche et YSL Beauté.

- Baisse des revenus locatifs ;
- Insuffisance de liquidités et non-respect des engagements contractés au titre des prêts bancaires.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

e) Niveau d'endettement

Le niveau d'endettement consolidé du Groupe est élevé compte tenu de la valeur de marché de ses actifs immobiliers. L'encours des emprunts bancaires net de la trésorerie à la date du présent document représente 66,4% de la valeur de marché (droits inclus) des actifs du Groupe. En cas d'insuffisance des revenus pour couvrir une des échéances de la dette, les banques prêteuses seraient en droit de demander l'exigibilité anticipée des prêts qu'elles ont consentis.

Principales conséquences pour le Groupe du niveau d'endettement :

- Nécessité de maintenir un certain niveau de revenus locatifs pour faire face au service de la dette ;

Zones d'Impact : Liquidité.

f) Respect des engagements pris aux termes des emprunts bancaires

La société et ses filiales ont choisi de recourir à des financements hypothécaires. En conséquence, tous les actifs de la société et ses filiales sont hypothéqués aux fins de garantir les emprunts bancaires. Chaque prêt hypothécaire comporte des déclarations, garanties et engagements financiers et des engagements d'information usuels pour ce type de prêt et conformes aux pratiques de marché eu égard à la nature des activités des sociétés emprunteuses et à leur niveau d'endettement. A cet égard, les prêts peuvent comporter un engagement de respecter un ratio LTV maximum, ou un ratio de couverture du service de la dette.

Principales conséquences pour le Groupe du non-respect des engagements pris aux termes des emprunts bancaires :

- Exigibilité immédiate des prêts concernés ;

Zones d'Impact : Liquidité.

g) Option pour le régime SIIC

Züblin Immobilière France et Züblin Immobilière Paris Ouest ont opté pour l'application du régime SIIC à compter du 1er avril 2006 et à ce titre, sont exonérées de l'impôt sur les sociétés. Cependant, le bénéfice de ce régime fiscal est subordonné notamment au respect de l'obligation de redistribuer une part importante des profits réalisés en franchise d'impôt et à certaines conditions de détention du capital de la société.

La perte du bénéfice du régime SIIC et de l'économie d'impôt correspondante ou d'éventuelles modifications substantielles des dispositions applicables aux SIIC, seraient susceptibles d'affecter l'activité, les résultats et la situation financière du Groupe. Dans l'hypothèse où l'une des sociétés sortirait du régime SIIC dans les dix ans suivant l'option, elle serait tenue d'acquitter un complément d'impôt sur les sociétés sur le montant des plus-values qui ont été imposées au taux réduit de 16,5% du fait de l'option pour le régime SIIC.

Le non-respect de l'obligation de conservation pendant cinq ans des actifs que Züblin Immobilière France et Züblin Immobilière Paris Ouest ont acquis ou pourraient acquérir sous le régime de l'article 210 E du Code général des impôts serait sanctionné par l'application d'une

pénalité de 25% de la valeur d'acquisition de l'actif pour lequel l'engagement de conservation n'a pas été respecté. Cette disposition s'appliquerait également en cas de perte du régime SIIC.

A compter du 1er janvier 2010, le bénéfice de l'exonération d'impôt sur les sociétés sera subordonné à la condition qu'un ou plusieurs actionnaires agissant de concert ne détiennent pas, directement ou indirectement, 60% ou plus du capital de Züblin Immobilière France. A la date d'établissement du présent document, Züblin Immobilien Holding AG détient 59,2% du capital de Züblin Immobilière France.

Principales conséquences pour le Groupe du non respect des obligations découlant du régime SIIC :

- En cas de perte du statut SIIC, imposition à posteriori des résultats et des plus values réalisés depuis l'entrée dans le régime SIIC et pénalités de 25% sur les acquisitions réalisées en régime 210 E du CGI ;
- En cas de non-conformité à la contrainte de détention maximale de 60% du capital par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires agissant de concert sans perte du régime SIIC, imposition du résultat du Groupe à l'impôt sur les sociétés de droit commun (33,3%) jusqu'à satisfaction de ladite contrainte et paiement d'une nouvelle exit tax lors du retour au régime d'exonération fiscale ;

Zones d'Impact : Résultat, liquidité.

h) Importance des relations avec le groupe Züblin Immobilien AG

A la date du présent document, Züblin Immobilien Holding AG détient directement la majorité du capital et des droits de vote de Züblin Immobilière France. En conséquence, Züblin Immobilien Holding AG dispose d'une influence significative sur la société et sur la conduite de son activité car elle est ainsi en mesure de prendre des décisions importantes relatives non seulement à la composition du conseil d'administration de la société, à l'approbation de ses comptes ou au versement de dividendes, mais également au capital de la société ou à ses statuts.

Egalement, les termes et conditions des prêts hypothécaires contractés par le Groupe ont été arrêtés compte tenu de son appartenance au groupe Züblin Immobilien.

Principales conséquences pour le Groupe si le groupe Züblin Immobilien venait à détenir moins de 50,01% du capital et/ou des droits de vote de Züblin Immobilière France :

- Renchérissement potentiel des conditions de financement, voire obligation de remboursement par anticipation des emprunts ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

i) Fluctuation des changes

Certains des prestataires de service du Groupe facturent leurs prestations en franc suisse (CHF). De ce fait, le Groupe est exposé à un risque d'appréciation du franc suisse par rapport à l'euro.

Principales conséquences pour le Groupe d'une appréciation du franc suisse par rapport à l'euro :

- Augmentation des charges d'exploitation ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat.

7.2 Gestion des risques, facteurs atténuants

Le Groupe attache une importance significative au suivi et à la gestion active de ses risques. Il a élaboré un programme de gestion des risques aux termes duquel les principaux risques inhérents à son activité sont identifiés, évalués et mesurés après prise en compte de facteurs d'atténuation. Le conseil d'administration est chargé de la supervision des activités de gestion des risques du Groupe et revoit à chacune de ses séances avec le management de la société, la situation de chaque risque identifié ainsi que le plan d'actions pour réduire ou éliminer ces risques.

Les tableaux ci-après présentent pour chacun des risques identifiés les éléments de suivi, de gestion et les facteurs atténuants.

7.2.1 *Gestion des risques liés à l'environnement économique, financier et réglementaire du Groupe*

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Conjoncture économique	Adaptation de la stratégie à la conjoncture, investissement dans des zones économiques fortes et diversifiées (Paris, Lyon, Marseille)	
Niveau des taux d'intérêts	Couverture en totalité du risque de taux sur les emprunts	
Accès aux marchés financiers	Recherche de sources de financement alternatives, adaptation de la stratégie.	
Risque de crédit	<p>Contreparties bancaires reconnues.</p> <p>Existence de procédures destinées à s'assurer de la solvabilité des clients du Groupe.</p> <p>Un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.</p>	<p>Les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité.</p> <p>Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours du semestre clos au 30 septembre 2010 ou des exercices précédents</p>
Evolution de la réglementation	Suivi des évolutions de la réglementation notamment en matière environnementale et énergétique	Cf. chapitre 9 du rapport de gestion au 31 mars 2010

7.2.2 *Gestion des risques liés au secteur d'activité du Groupe*

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Absence de liquidité des actifs	Investissement dans des marchés immobiliers liquides. Taille des actifs choisie en fonction de la liquidité des marchés sous-jacents	Paris : 10M€ - 100M€ Lyon/Marseille : 10M€ - 50M€
Vieillesse des immeubles	Programme pluriannuel de travaux	Cf paragraphe 2.2 et chapitre 9 du rapport de gestion au 31 mars 2010
Baux commerciaux	Le Groupe suit attentivement l'échéancier des baux et s'emploie à pérenniser les loyers et le taux d'occupation des immeubles, notamment en développant des relations partenariales avec ses locataires.	Dans la période 2010-2012 entre 50% et 61% des baux arriveront à échéance (selon que l'on retient la date de fin de bail ou celle de la prochaine option triennale de résiliation)
Fluctuation des valeurs et des revenus locatifs	Idem ci-dessus	L'écart entre les loyers annualisés (24,3 M€ dont 1,4 M€ d'espace vacants en valeur locative de marché) et les loyers de marché (22,4 M€) au 30 septembre 2010 ressort à 1,9 M€. Cependant, une analyse bail par bail conduit le management à estimer que compte tenu de baux expirant au cours de l'année 2010 ou de congés reçus, l'exposition effective du Groupe à ce risque au 30 septembre 2010, s'élève à 504 K€ se répartissant en 331 K€ sur l'immeuble Jatte 2 et 173 K€ sur l'immeuble Magellan.

7.2.3 *Gestion des risques liés aux choix stratégiques, financiers et opérationnels du Groupe*

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Stratégie d'acquisition	Le Groupe a mis en place des critères précis d'appréciation des opportunités d'acquisition et s'entoure d'experts pour effectuer les audits préalables	Outre les critères de localisation, de situation technique, environnementale et locative, les acquisitions doivent avoir un effet relatif immédiat sur le cash flow d'exploitation
Concentration géographique	Le Groupe investit dans des marchés diversifiés et liquides.	Bien que la région parisienne est appelée à rester prépondérante, le Groupe souhaite poursuivre ses investissements à Lyon et Marseille
Dépendance à l'égard de certains locataires	Par sa stratégie d'acquisition, le Groupe cherche à diminuer le risque de dépendance	Cf. paragraphe 2.3.2 du présent rapport
Niveau d'endettement	Le Groupe dispose d'une structure financière qu'il considère adaptée à ses objectifs. Tous les emprunts sont remboursables in fine	Tous les emprunts ont une maturité supérieure à 3 ans.
Engagements pris aux termes des emprunts	Le Groupe suit attentivement les engagements pris aux termes des emprunts. Une analyse de sensibilité est mise à jour régulièrement	Cf. paragraphe 6.4 du présent rapport
Option pour le régime SIIC	Le Groupe s'emploie à respecter les obligations découlant du régime SIIC.	
Importance des relations avec Züblin Immobilien AG	Le Groupe suit les meilleures pratiques en matière de gouvernance et de transparence	Le 24 mars 2009, Züblin Immobilien Holding AG a déclaré détenir 59,16% du capital et des droits de vote de la Société
Risque de change	Le chiffre d'affaires du Groupe est exclusivement en euros. Le montant des frais payés en francs suisse est peu important	

8. TRANSACTION AVEC LES PARTIES LIEES

Comme il est indiqué dans la partie IX de l'annexe aux comptes consolidés clos au 30 septembre 2010 aucune nouvelle transaction avec les parties liées n'a été réalisée au cours du semestre.

9. PARTICIPATION DES SALARIES AU CAPITAL

Au 30 septembre 2010, Monsieur Pierre Essig, administrateur et directeur général détient 27 584 actions de la Société.

10. RENSEIGNEMENTS RELATIFS AUX ACQUISITIONS D' ACTIONS DE LA SOCIETE FAITES AU BENEFICE DES SALARIES

Pour la période du 1^{er} avril 2010 au 30 septembre 2010 aucune acquisition d'actions de la Société au bénéfice des salariés n'a été réalisée.

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Synthèse du patrimoine

Immeuble	Localisation	Date d'acquisition	Année de construction	Principaux locataires	Loyers annualisés (en K€)	Valeur d'expertise 30.09.10 (droits inclus) (en K€)	Valeur d'expertise 31.03.10 (droits inclus) (en K€)	Rendement locatif (%)	Surface de bureaux	Stockage	Surface utile (en m²)	Vacance (m²)	Taux de vacance physique (%)	Parkings
Jatte 1	Neuilly-sur-Seine	01/07/2002	1971	Roche	6 134	82 167	82 305	7,5%	12 480	4 844	17 324			408
Jatte 2	Neuilly-sur-Seine	01/07/2002	1976	YSL Beauté	2 916	35 800	36 692	8,1%	6 345	700	7 045			149
Le Chaganne	Gennevilliers	04/08/2006	1991	Europ Assistance	2 041	25 977	25 966	7,9%	8 093		8 093			190
Jatte 3	Neuilly-sur-Seine	19/03/2007	1978	Roche	2 622	48 013	48 002	5,5%	7 897	888	8 785	2 172	24,7%	240
Horizon Défense	Suresnes	28/03/2007	2006	Lexmark	886	12 837	12 756	6,9%	2 522	19	2 541			68
Le Magellan	Nanterre	05/10/2007	2001	Faurecia	3 825	53 026	53 950	7,2%	11 162		11 162	1 766	15,8%	296
Le Danica	Lyon	14/01/2008	1993	Comareg	3 141	51 730	49 532	6,1%	15 533	56	15 589	695	4,5%	435
Marseille	Marseille	30/01/2008	2007	Ville de Marseille	1 350	17 130	16 249	7,9%	4 735	1 100	5 835			67
TOTAL					22 915	326 680	325 452	7,0%	68 767	7 607	76 374	4 633	6,1%	1 853



Conception Majorelle

Züblin Immobilière France SA
52 rue de la Victoire
F - 75009 Paris
Téléphone + 33 (0)1 40 82 72 40
Fax +33 (0)1 40 82 73 76
info@zueblin.fr
www.zueblin.fr