

unibail·rodamco

ANNEXE AU COMMUNIQUE DE PRESSE 9 février 2011

- États financiers
 - Compte de résultat consolidé – présentation sectorielle p 3
 - Compte de résultat consolidé (EPRA) p 4
 - Bilan consolidé p 5
 - Tableau de financement p 6
- Rapport de gestion et résultats 2010 p 7
- Projets de développement au 31/12/2010 p 17
- Actif Net Réévalué au 31/12/2010 p 21
- Ressources financières p 29

Les procédures d'audit par les commissaires aux comptes sont en cours.

Le communiqué et ses annexes sont consultables sur le site d'Unibail-Rodamco www.unibail-rodamco.com

Compte de résultat consolidé – Présentation sectorielle

UNIBAIL-RODAMCO Compte de résultat consolidé par segment (M€)			2010			2009		
			Activités récurrentes	Justes valeurs et cessions	Résultat	Activités récurrentes	Justes valeurs et cessions	Résultat
Centres commerciaux	France	Revenus locatifs	529,9	-	529,9	503,3	-	503,3
		Charges nettes d'exploitation	- 49,4	-	- 49,4	- 49,4	-	- 49,4
		Loyers nets	480,5	-	480,5	453,9	-	453,9
		Part des sociétés liées	2,4	4,8	7,1	4,9	- 20,0	- 15,0
		Gains/pertes sur cessions d'immeubles	-	9,7	9,7	-	0,1	0,1
		Gains/pertes sur valeur des immeubles de placement	-	938,7	938,7	-	- 821,9	- 821,9
		Dépréciation d'écart d'acquisition	-	- 2,1	- 2,1	-	-	-
	Résultat Commerces France	482,9	951,0	1 433,9	458,9	- 841,7	- 382,8	
	Pays-Bas	Revenus locatifs	118,2	-	118,2	157,5	-	157,5
		Charges nettes d'exploitation	- 13,4	-	- 13,4	- 15,0	-	- 15,0
Loyers nets		104,8	-	104,8	142,5	-	142,5	
Gains/pertes sur cessions d'immeubles		-	68,1	68,1	-	5,3	5,3	
Pays Nordiques	Revenus locatifs	127,7	-	127,7	118,9	-	118,9	
	Charges nettes d'exploitation	- 32,8	-	- 32,8	- 28,7	-	- 28,7	
	Loyers nets	95,0	-	95,0	90,2	-	90,2	
	Gains/pertes sur cessions d'immeubles	-	- 0,4	- 0,4	-	1,1	1,1	
Espagne	Revenus locatifs	132,2	-	132,2	130,3	-	130,3	
	Charges nettes d'exploitation	- 9,1	-	- 9,1	- 10,5	-	- 10,5	
	Loyers nets	123,2	-	123,2	119,8	-	119,8	
	Gain sur cessions d'immeubles	-	-	-	-	- 2,9	- 2,9	
Europe Centrale	Revenus locatifs	95,1	-	95,1	76,2	-	76,2	
	Charges nettes d'exploitation	- 4,8	-	- 4,8	- 3,0	-	- 3,0	
	Loyers nets	90,3	-	90,3	73,1	-	73,1	
	Gains/pertes sur cessions d'immeubles	-	- 0,3	- 0,3	-	- 29,7	- 29,7	
Autriche	Revenus locatifs	70,3	-	70,3	67,2	-	67,2	
	Charges nettes d'exploitation	- 3,0	-	- 3,0	- 5,1	-	- 5,1	
	Loyers nets	67,3	-	67,3	62,1	-	62,1	
	Gains/pertes sur valeur des immeubles de placement	-	117,8	117,8	-	- 41,8	- 41,8	
TOTAL RESULTAT CENTRES COMMERCIAUX			963,4	1 470,4	2 433,8	946,5	- 1 669,5	- 723,0
Bureaux	France	Revenus locatifs	181,3	-	181,3	183,9	-	183,9
		Charges nettes d'exploitation	- 7,8	-	- 7,8	- 5,2	-	- 5,2
		Loyers nets	173,5	-	173,5	178,7	-	178,7
		Gains/pertes sur cessions d'immeubles	-	35,1	35,1	-	- 7,7	- 7,7
	Autres pays	Revenus locatifs	39,4	-	39,4	48,1	-	48,1
Charges nettes d'exploitation		- 6,9	-	- 6,9	- 7,2	-	- 7,2	
Loyers nets		32,6	-	32,6	40,9	-	40,9	
Gains/pertes sur cessions d'immeubles		-	1,5	1,5	-	- 6,8	- 6,8	
TOTAL RESULTAT BUREAUX			206,1	238,2	444,3	219,6	- 400,1	- 180,6
Congrès-Expositions	Revenus locatifs	179,7	-	179,7	175,3	-	175,3	
	Charges nettes d'exploitation	- 102,4	-	- 102,4	- 90,9	-	- 90,9	
	Loyers nets	77,3	-	77,3	84,3	-	84,3	
	Résultat opérationnel sur sites	42,7	-	42,7	33,8	-	33,8	
	Résultat opérationnel hôtels	12,9	-	12,9	11,8	-	11,8	
	Résultat opérationnel organisateur de salons	15,3	- 12,7	2,6	7,0	- 5,4	1,7	
	Gains/pertes sur valeur et cessions et amortissements	- 12,2	110,0	97,8	- 11,0	- 217,8	- 228,8	
TOTAL RESULTAT CONGRES EXPOSITIONS			136,1	97,3	233,4	125,9	- 223,1	- 97,2
Résultat opérationnel autres prestations			13,3	-	13,3	8,4	-	8,4
Autres produits nets			0,6	-	0,6	9,4	-	9,4
TOTAL DU RESULTAT OPERATIONNEL ET AUTRES PRODUITS			1 319,5	1 805,9	3 125,4	1 309,8	- 2 292,8	- 982,9
Frais généraux			- 97,5	- 15,8	- 113,4	- 97,6	-	- 97,6
Frais de développement			- 7,2	-	- 7,2	- 6,5	-	- 6,5
Résultat financier			- 268,9	- 129,3	- 398,3	- 282,1	- 311,9	- 594,0
RESULTAT AVANT IMPÔT			945,8	1 660,7	2 606,5	923,6	- 2 604,6	- 1 681,1
Impôt sur les sociétés			- 9,6	- 111,4	- 121,0	0,6	114,0	114,5
RESULTAT NET			936,2	1 549,3	2 485,5	924,1	- 2 490,7	- 1 566,5
Participations ne donnant pas le contrôle			88,3	209,6	297,9	87,9	- 186,7	- 98,8
RESULTAT NET PART DES PROPRIETAIRES DE LA SOCIETE MERE			847,9	1 339,7	2 187,6	836,3	- 2 304,0	- 1 467,8

Nombre moyen d'actions et d'ORA

91 498 194

90 979 941

Résultat net récurrent par action

9,27 €

9,19 €

Progression du résultat net récurrent par action

0,87%

Compte de résultat consolidé (Format EPRA)

	2010	2009
Revenus locatifs	1 484,5	1 472,9
Charges du foncier	-22,4	-20,8
Charges locatives non récupérées	-14,1	-12,3
Charges sur immeubles	-190,6	-182,6
Loyers nets	1 257,4	1 257,3
Frais de structure	-95,2	-95,3
Frais de développement	-7,2	-6,5
Amortissements des biens d'exploitation	-2,3	-2,3
Frais de fonctionnement	-104,7	-104,1
Coûts d'acquisition et coûts liés	-15,8	
Revenus des autres activités	160,1	155,2
Autres dépenses	-116,3	-114,4
Résultat des autres activités	43,8	40,8
Revenus des cessions d'actifs de placement	1 527,1	698,7
Valeur comptable des actifs cédés	-1 413,4	-738,9
Résultat des cessions d'actifs	113,7	-40,2
Ajustement à la hausse des valeurs des immeubles de placement	1 838,6	86,0
Ajustement à la baisse des valeurs des immeubles de placement	-136,2	-2 278,1
Solde net des ajustements de valeurs	1 702,3	-2 192,1
Dépréciation des écarts d'acquisition	-2,1	-35,1
RESULTAT OPERATIONNEL NET	2 994,6	-1 073,5
Résultat des sociétés non consolidées	0,4	-0,2
<i>Produits financiers</i>	81,2	78,4
<i>Charges financières</i>	-350,1	-360,5
Coût de l'endettement financier net	-268,9	-282,1
Obligations remboursables en actions		-6,3
Ajustement de valeur des ORNANE	-23,8	-188,9
Ajustement de valeur des instruments dérivés et dettes	-104,6	-117,3
Actualisation des dettes	-0,9	0,6
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	3,5	-22,3
Intérêts sur créances	6,2	8,9
RESULTAT NET AVANT IMPOTS	2 606,5	-1 681,1
Impôt sur les sociétés	-121,0	114,5
RESULTAT NET DE LA PERIODE	2 485,5	-1 566,5
Résultat net des Participations ne donnant pas le contrôle	297,9	-98,8
RESULTAT NET DE LA PERIODE- Part des Propriétaires de la société mère	2 187,6	-1 467,8
Nombre moyen d'actions non dilué	91 478 541	85 655 385
Résultat net global part des Propriétaires de la société mère	2 187,6	-1 467,8
Résultat net de la période - Part des Propriétaires de la société mère / action (en €)	23,91	-17,14
Résultat net global retraité ⁽¹⁾ - part des Propriétaires de la société mère	2 211,4	-1 467,8
Nombre moyen d'actions dilué	92 845 642	91 178 707
Résultat net de la période - Part des Propriétaires de la société mère dilué / action (en €)	23,82	-16,10
⁽¹⁾ La mise à valeur de marché de l'ORNANE est retraitée au compte de résultat et l'effet dilutif pris en compte		
RESULTAT NET DE LA PERIODE	2 485,5	-1 566,5
Ecarts de change résultant de la conversion des états financiers de filiales étrangères	27,0	-18,6
Gain/perte sur couverture d'investissement net	12,6	-4,0
Couverture de flux de trésorerie	0,8	-2,6
AUTRES ELEMENTS DU RESULTAT GLOBAL	40,4	-25,2
RESULTAT NET GLOBAL	2 525,9	-1 591,7
Résultat net des Participations ne donnant pas le contrôle	298,0	-99,1
RESULTAT NET GLOBAL - Part des Propriétaires de la société mère	2 228,0	-1 492,6

Bilan consolidé

Unibail-Rodamco Etat de situation financière (en millions d'euros)	31/12/2010	31/12/2009
ACTIFS NON COURANTS	23 177,3	21 363,9
Immeubles de placement	21 988,4	20 152,6
<i>Immeubles de placement évalués à la juste valeur</i>	<i>21 646,5</i>	<i>19 581,0</i>
<i>Immeubles de placement évalués au coût</i>	<i>341,9</i>	<i>571,6</i>
Actifs corporels	199,8	185,6
Écarts d'acquisition	265,6	220,4
Immobilisations incorporelles	170,8	197,4
Prêts et créances	251,4	244,9
Impôt différé actif ⁽¹⁾	10,0	11,9
Dérivés à la juste valeur	89,9	81,5
Titres et investissements dans les sociétés mises en équivalence	201,4	269,6
ACTIFS COURANTS	1 799,8	1 281,8
Immeubles sous promesse ou mandat de vente	979,7	396,4
Clients et comptes rattachés	306,6	323,1
Activité de foncière	283,2	287,8
Autres activités	23,4	35,3
Autres créances	429,5	297,5
Créances fiscales	131,0	138,7
Créances sur désinvestissement	78,6	-
Autres créances	152,7	123,2
Charges constatées d'avance	67,2	35,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	84,0	264,8
Titres monétaires disponibles à la vente	10,1	195,8
Disponibilités	73,9	69,0
TOTAL ACTIFS	24 977,1	22 645,7
Capitaux propres (Part des Propriétaires de la société mère)	11 025,2	11 316,3
Capital	458,7	456,4
Primes d'émission	5 948,2	8 475,7
Obligations Remboursables en Actions	1,8	3,4
Réserves consolidées	2 465,1	3 925,1
Réserves de couverture et de change	36,2	76,5
Résultat consolidé	2 187,6	1 467,8
Participations ne donnant pas le contrôle	1 345,4	1 119,3
TOTAL CAPITAUX PROPRES	12 370,6	12 435,6
PASSIF NON COURANT	9 609,1	8 289,0
Engagements d'achat de titres de participations ne donnant pas le contrôle	10,4	40,7
Obligations à option de remboursement en numéraire et en actions (ORNANE)	780,0	754,4
Emprunts long terme	7 256,9	6 371,7
Emprunts liés à des contrats de location financière	59,0	-
Dérivés à la juste valeur	278,1	267,6
Impôts différés passifs ⁽¹⁾	850,5	639,2
Provisions long terme	24,9	18,9
Provision pour engagement de retraite	13,6	10,3
Dépôts et cautionnements reçus	180,8	171,1
Dettes fiscales	0,5	3,4
Dettes sur investissements	154,4	11,6
PASSIF COURANT	2 997,4	1 921,1
Engagements d'achat de titres de participations ne donnant pas le contrôle	35,6	-
Dettes fournisseurs et autres dettes	712,5	671,4
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	118,7	94,5
Dettes sur immobilisations	241,6	208,9
Autres dettes d'exploitation	181,3	174,9
Autres dettes	170,9	193,1
Part courante des emprunts et dettes financières	2 102,3	1 125,9
Emprunts liés à des contrats de location financière	3,3	-
Dettes fiscales et sociales	123,6	108,0
Provisions court terme	20,1	15,8
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS	24 977,1	22 645,7

(1) En 2010, les impôts différés passifs et actifs à l'intérieur d'un même groupe fiscal ont été nettés. Les chiffres 2009 ont été retraités en conséquence.

Tableau de financement

	2010	2009
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles		
Résultat net	2 485,5	-1 566,5
Amortissements et provisions	47,0	50,0
Variations de valeur sur les immeubles	-1 702,3	2 192,1
Variations de valeur sur les instruments financiers	128,4	306,2
Produits/charges d'actualisation	0,9	-0,6
Charges et produits calculés liés aux stock-options et assimilés	7,5	5,8
Autres produits et charges calculés	0,3	0,3
Plus et moins values sur cessions d'actifs et de filiales ⁽¹⁾	-112,6	40,2
Quote-part de résultat de sociétés mises en équivalence	-3,5	22,3
Intérêts sur créances	-6,2	-8,9
Dividendes de sociétés non consolidées	-0,3	-
Coût de l'endettement financier net	268,9	288,4
Charge d'impôt	121,0	-114,5
Capacité d'autofinancement avant endettement financier net et impôt	1 234,6	1 214,7
Intérêts sur créances	6,2	8,9
Dividendes et résultat de sociétés non consolidées ou mises en équivalence	0,3	17,3
Impôt versé	-17,4	-12,0
Variation du besoin de fonds de roulement d'exploitation	-1,6	33,0
Total des flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	1 222,1	1 262,0
Flux de trésorerie des activités d'investissement		
Secteur des activités de foncière	147,5	-148,3
Acquisitions de filiales consolidées	-477,9	-88,3
Décaissements liés aux travaux et aux acquisitions d'actifs immobiliers ⁽²⁾	-824,9	-760,6
Paiement de l'exit tax	-2,5	-3,1
Remboursement financement immobilier	2,1	4,0
Nouveaux financements immobiliers	-1,7	
Cessions de filiales consolidées		1,0
Cessions d'immeubles de placement	1 452,4	698,7
Secteurs crédit-bail et crédit court terme	1,3	0,7
Remboursement des prêts en crédit-bail	1,3	0,7
Investissements financiers	-0,7	17,5
Remboursement de prêts	-1,1	16,8
Produits nets sur cessions de VMP	0,4	0,7
Total des flux de trésorerie provenant des activités d'investissement	148,2	-130,1
Flux de trésorerie des activités de financement		
Augmentation de capital	38,3	30,0
Distribution aux actionnaires de la société mère	-2 565,6	-510,9
Dividendes aux participations ne donnant pas le contrôle	-9,9	-6,7
Nouveaux emprunts et dettes financières	3 001,5	1 862,4
Remboursements emprunts et dettes financières	-1 561,9	-2 104,6
Produits financiers	80,4	99,8
Charges financières	-334,7	-326,4
Autres flux liés aux opérations de financement	-202,8	-42,5
Total des flux de trésorerie provenant des opérations de financement	-1 554,7	-998,9
Variation des liquidités et équivalents au cours de l'exercice	-184,5	132,9
Trésorerie à l'ouverture	256,4	123,7
Effet des variations de taux de change sur la trésorerie	-1,0	-0,2
Trésorerie à la clôture ⁽³⁾	70,9	256,4

⁽¹⁾ Cette ligne regroupe les plus ou moins values sur cessions d'actifs immobiliers, d'actifs de placement à court terme, de contrats de crédit bail et d'actifs d'exploitation

⁽²⁾ La variation des comptes de fournisseurs d'immobilisations a été reclassée de "variation du besoin de fonds de roulement d'exploitation" à "décaissements liés aux travaux et aux acquisitions d'actifs immobiliers". Les chiffres de 2009 ont été retraités en conséquence.

⁽³⁾ La trésorerie correspond aux comptes bancaires et aux comptes courants à durée de moins de trois mois.

I. PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION ET PRINCIPES COMPTABLES

Principes comptables

Les comptes consolidés d'Unibail-Rodamco sont établis en conformité avec le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne au 31 décembre 2010.

Les principes comptables sont sans changement par rapport à l'année précédente à l'exception de la mise en œuvre d'IFRS 3-R¹.

Ils sont par ailleurs conformes aux recommandations de l'European Public Real-estate Association (EPRA) publiées en octobre 2010.

Périmètre de consolidation

Le 15 juillet 2010, Unibail-Rodamco a acquis auprès de Simon-Ivanhoé un portefeuille d'actifs composé principalement de 2 centres commerciaux en Pologne (Arkadia et Wilenska à Varsovie) et en France du centre Bay 1 / Bay 2 à l'est de Paris. Ce portefeuille comprenait également des participations dans 3 centres en France (Bel-Est, Villabé et Wasquehal) et 5 projets de développement, dont « les Portes de Gascogne » à Toulouse.

Cette acquisition a entraîné l'entrée de 26 nouvelles sociétés dans le périmètre de consolidation du Groupe à compter de juillet 2010.

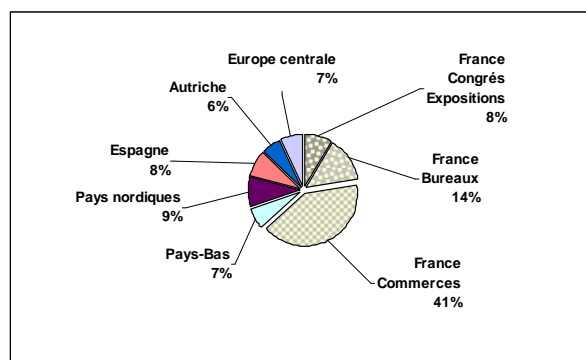
Le 1^{er} juillet 2010, le Groupe a porté sa participation dans le centre commercial Euralille (Lille- France) de 40% à 76%. La société propriétaire, consolidée préalablement par mise en équivalence, est consolidée en global depuis cette date.

Au 31 décembre 2010, le périmètre de consolidation comprend 316 sociétés, réparties sur 12 pays différents. Ces sociétés sont consolidées en intégration globale à l'exception de 32 sociétés consolidées en méthode proportionnelle et de 4 sociétés consolidées par mise en équivalence (principalement l'activité d'organisateur de salons, COMEXPOSIUM).

Les actionnaires minoritaires de Rodamco Europe NV détiennent 0,83 % de cette société au 31 décembre 2010 (1,48% au 31 décembre 2009). La procédure de retrait obligatoire selon la réglementation hollandaise, initiée le 14 décembre 2007 devant la « Chambre Entreprises » de la Cour d'Appel d'Amsterdam, est en cours.

Le Groupe est organisé d'un point de vue opérationnel en six régions : France, Pays-Bas, Espagne, Pays nordiques, Europe centrale et Autriche. La France, qui représente une part substantielle des trois activités du Groupe, est divisée en trois segments : Centres commerciaux, Bureaux et Congrès-Expositions. Dans les autres régions, l'activité Centres commerciaux est très largement dominante.

La répartition du portefeuille d'actifs par région est présentée ci-dessous, en % de valeur brute de marché au 31 décembre 2010.



¹ Le seul impact pour le Groupe en 2010 est le passage en charge (résultat non récurrent) des frais d'acquisition de sociétés.

II. COMMENTAIRES DE L'ACTIVITÉ PAR PÔLE

1. Pôle centres commerciaux

1.1. Les centres commerciaux en 2010

Malgré une légère hausse du PIB de l'Union Européenne en 2010 (+1,8%)², l'environnement macroéconomique est resté difficile et incertain. Le taux de chômage a augmenté pendant le premier semestre, se stabilisant ensuite à 9,6% (10,1% dans la zone Euro) au second semestre. Bien que la confiance des ménages se soit un peu améliorée, elle est restée fragile³.

Dans ce contexte et en dépit des intempéries de décembre, les chiffres d'affaires des commerçants dans les centres commerciaux d'Unibail-Rodamco ont progressé de 3% par rapport à 2009, surperformant les indices nationaux de référence (+1,1%). La croissance des ventes dans les quinze premiers centres commerciaux du Groupe a atteint 3,9%, démontrant ainsi leur attractivité : en plus d'être des centres agréables et accueillants, au design créatif et original, les centres Unibail-Rodamco offrent un large choix d'enseignes et de loisirs uniques et différenciantes.

Cette performance repose sur la qualité des actifs mais aussi sur la dynamique de re-commercialisation, de restructuration et de repositionnement marketing. Les événements exclusifs organisés dans les centres, associés à des campagnes marketing pointues, ont permis également d'augmenter leur fréquentation et d'attirer de nouveaux consommateurs situés dans les zones de chalandises primaires, généralement dotées d'un fort pouvoir d'achat.

Les secteurs des accessoires, de l'hygiène & beauté et de la mode ont particulièrement progressé en 2010 avec des croissances de ventes supérieures à 3% (+4,4% pour la mode). Les secteurs des biens culturels et électroniques quant à eux ont enregistré une légère baisse de 0,3%.

La commercialisation, globalement très dynamique sur l'année (1 469 baux signés en 2010 dans les centres Unibail-Rodamco contre 1 151 en 2009), s'est encore accélérée au second semestre. La demande a été soutenue par les grandes enseignes nationales et internationales qui cherchent à renforcer leur présence dans les grands centres commerciaux des capitales européennes.

L'approche proactive d'Unibail-Rodamco vis-à-vis des enseignes « premium » a permis d'introduire dans les centres commerciaux du Groupe à travers l'Europe de nouvelles enseignes différenciantes comme Apple,

Hollister (Groupe Abercrombie & Fitch), Starbuck's et Forever 21.

Les nouvelles enseignes américaines, asiatiques et les grandes enseignes européennes devraient accélérer leur politique de développement en 2011. Leur attention se portera en priorité sur les meilleurs centres commerciaux dans les plus grandes villes européennes, qui sont au cœur de la stratégie d'investissement d'Unibail-Rodamco.

1.2. Loyers des centres Unibail-Rodamco

Le total des loyers nets consolidés s'est élevé à 961,1 M€ en 2010, soit une progression de 2,1% par rapport à 2009, avec des changements de périmètre significatifs : acquisition du portefeuille de Simon-Ivanhoé (Pologne et France) en juillet 2010 et poursuite du plan de cessions, notamment aux Pays-Bas.

Région	Loyers nets (M€)		
	2010	2009	%
France	480,5	453,9	5,9%
Pays Bas	104,8	142,5	-26,5%
Pays nordiques	95,0	90,2	5,3%
Espagne	123,2	119,8	2,8%
Europe centrale	90,3	73,1	23,5%
Autriche	67,3	62,1	8,5%
Total	961,1	941,6	2,1%

La variation totale des loyers nets consolidés (+ 19,5 M€) provient principalement :

- des acquisitions : + 31,1 M€, dont :
 - Le portefeuille Simon-Ivanhoé acquis 15 juillet 2010 : +7,4 M€ de loyers additionnels en France et +14,9 M€ en Pologne.
 - L'augmentation de participation dans le centre commercial Euralille (Lille-France) le 1^{er} juillet 2010, entraînant la consolidation globale de cette participation préalablement mise équivalence : +6,5 M€.
 - L'acquisition au dernier trimestre 2009 d'une unité complémentaire dans le centre Shopping City Süd à Vienne en Autriche : +2 M€.
 - L'acquisition de lots complémentaires dans le centre de St Genis Laval-France en 2009 : +0,3 M€.
- des livraisons de nouveaux centres commerciaux ou d'extensions de centres existants pour +16,5 M€ :
 - En France : +12,8 M€.
 - Docks de Rouen-France (37 700 m²) ouvert en avril 2009.
 - Docks Vauban-Le Havre-France (53 800 m²) inauguré en octobre 2009.
 - Cnit-Paris La Défense, nouvelles surfaces de commerces (16 670 m²) livrées en octobre 2009.

² Source Eurostat

³ Source BNP Paribas – observatoire CETELEM

- Extension de Lyon Part Dieu Lyon-France (14 956 m²) ouverte en mai 2010.
 - o En Autriche : +1,8 M€ suite à l'ouverture de l'extension de Donau Zentrum à Vienne en octobre 2010.
 - o Aux Pays-Bas : +1,3 M€ suite aux livraisons en 2 phases, novembre 2009 et septembre 2010, de l'extension de Almere-Buitenmer (16 578 m²).
 - o En Espagne : + 0,6 M€ pour l'extension de La Maquinista à Barcelone (16 141 m²) livrée par phases entre avril et novembre 2010.
- des cessions : - 43,8 M€
 - o -40,2 M€ du fait des cessions d'actifs non stratégiques en 2009 et 2010 aux Pays Bas.
 - o -3,6 M€ en France du fait de la cession de Limoges-St Martial en juillet 2010.
 - Après prise en compte de +5 M€ d'effet de change⁴ et de -0,9 M€ d'éléments non récurrents, les loyers nets à périmètre constant progressent de 11,5 M€ en 2010 par rapport à 2009.

Région	Loyers nets (M€) à périmètre constant		
	2010	2009	%
France	439,3	436,0	0,8%
Pays Bas	79,2	78,0	1,6%
Pays nordiques	73,0	73,5	-0,6%
Espagne	121,7	118,9	2,3%
Europe centrale	75,8	73,1	3,6%
Autriche	59,6	57,6	3,6%
Total	848,7	837,2	1,4%

Hors effet de change

À périmètre constant, le total des loyers nets consolidés progresse de 1,4% en 2010 par rapport à 2009.

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

Hors indexation, les plus fortes progressions de loyers nets à périmètre constant sont constatées en Autriche et en Europe Centrale grâce aux excellentes performances locatives et aux hausses de loyer minimum garanti obtenues : +52% en Autriche et +28% en Europe Centrale.

La région Nordique a été pénalisée par la vacance due aux travaux de rénovation dans les centres de Fisketorvet et Solna, ainsi que par les conditions climatiques particulièrement rudes qui ont généré des coûts de déneigement et de chauffage exceptionnellement élevés.

Les locataires des centres Unibail-Rodamco (hors nouveaux centres livrés en 2009 et 2010) ont enregistré une hausse de chiffre d'affaires de 3% en 2010 par rapport à 2009, dépassant les indices nationaux dans la plupart des régions.

Les meilleures performances ont été enregistrées en Autriche (+8%), dans les Pays nordiques (+4%), en Pologne (+3,3%) et en France (+3%). L'Espagne, souffrant toujours de la crise économique, enregistre une hausse limitée à 0,6%.

Sur l'ensemble du portefeuille, les loyers variables sur chiffre d'affaires s'élèvent à 17,8 M€ (13,7 M€ en 2009) soit 1,8% du total des loyers nets (1,5% en 2009).

1.3. Activité locative en 2010

En 2010, 1 469 baux ont été signés contre 1 151 en 2009.

Au total, 128,8 M€ de loyers minimums garantis ont été signés sur la période, permettant d'enregistrer une hausse de loyer minimum garanti de 18,3 % par rapport aux loyers en place, comparés à 101,7 M€ signés en 2009 avec une hausse moyenne de 20,9%.

Région	Locations/relocations/renouvellements (hors centres en construction)				
	nb de baux	m ²	LMG (M€)	Gain de LMG	
				M€	%
France	358	68 797	47,1	6,8	19,2%
Pays-Bas	80	22 355	8,2	0,7	11,1%
Pays nordiques	254	55 037	19,8	0,9	5,8%
Espagne	375	76 220	24,5	2,0	10,6%
Europe centrale	278	35 069	15,0	3,2	27,7%
Autriche	124	37 742	14,2	3,9	52,2%
Total	1 469	295 220	128,8	17,6	18,3%

LMG : Loyer Minimum Garanti

La demande des marques internationales souhaitant se développer dans les meilleurs centres européens reste très forte. Unibail-Rodamco, poursuivant sa stratégie d'introduction d'enseignes différenciantes, a ainsi réussi à attirer dans ses centres un nombre croissant de ce type d'enseignes.

⁴ Essentiellement en Suède

1.4. Loyers futurs et taux de vacance

Au 31 décembre 2010, le portefeuille des baux du pôle centres commerciaux du Groupe représente un montant cumulé de loyers en année pleine, hors loyers variables et autres produits, de 1 010,4 M€ (contre 977,8 M€ à fin 2009).

Ils se répartissent par date de prochaine option de sortie et par date de fin de bail selon l'échéancier⁵ suivant :

Centres commerciaux	Echéancier des baux			
	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
expirés	48,6	4,8%	48,6	4,8%
2011	148,5	14,7%	56,1	5,5%
2012	200,0	19,8%	97,2	9,6%
2013	165,1	16,3%	70,5	7,0%
2014	148,1	14,7%	101,7	10,1%
2015	97,8	9,7%	89,1	8,8%
2016	45,0	4,5%	68,4	6,8%
2017	37,1	3,7%	66,8	6,6%
2018	28,0	2,8%	87,6	8,7%
2019	28,8	2,9%	79,6	7,9%
2020	21,3	2,1%	60,6	6,0%
2021	9,6	1,0%	31,0	3,1%
au-delà	32,6	3,2%	153,3	15,2%
M€	1 010,4	100%	1 010,4	100%

Les loyers potentiels des surfaces vacantes sur le portefeuille total s'élèvent à 20,2 M€ au 31 décembre 2010. Le taux de vacance financière⁶ est stable par rapport à 2009, avec un taux limité à 1,7%.

Région	Vacance au 31/12/2010		%
	M€	%	
France	8,2	1,4%	1,5%
Pays-Bas	2,3	2,3%	1,9%
Pays nordiques	5,0	3,7%	3,2%
Espagne	2,2	1,6%	1,2%
Europe centrale	0,3	0,2%	0,0%
Autriche	2,2	2,8%	3,7%
Total	20,2	1,7%	1,7%

⁵ Non audité. Aux Pays-Bas, le propriétaire ne peut pas mettre fin au bail ; la date de fin de bail est donc non définie et ces baux ont été classés sur la ligne « au-delà ».

⁶ Le taux 2009 diffère légèrement du taux publié précédemment, le Groupe utilisant dorénavant la définition recommandée par l'EPRA.

Le taux EPRA = Loyers de marché des surfaces vacantes / loyers de marché de la surface totale.

Le taux précédemment utilisé par le Groupe = Loyers des surfaces vacantes / (LMG des surfaces louées + loyer de marché des surfaces vacantes).

Le taux d'effort⁷ moyen reste stable à 12%, variant de 9,8% dans les pays nordiques à 11,5% en Espagne, 12,0% en Europe centrale, 12,1% en Autriche et 12,9% en France.

1.5. Investissements

Unibail-Rodamco a investi au total 1,5 Md€ (part du groupe) dans son portefeuille de centres commerciaux en 2010.

- Le 15 juillet 2010, le Groupe a investi 715 M€ pour l'acquisition du portefeuille Simon-Ivanhoé :
 - A Varsovie : Arkadia (73 994 m²) et Wilenska (20 849 m²).
 - En France : Bay1 / Bay 2 (27 031 m²) à l'est de Paris et 3 autres participations représentant 9 388 m² (Villabé, Bel Est, Wasquehal).
 - 5 projets en France, en participation à 50% avec le vendeur, dont principalement « les Portes de Gascogne » à Toulouse (25 468 m² pour la quote part Unibail-Rodamco).
- Le 1^{er} juillet, le Groupe a porté sa participation dans le centre Euralille de 40% à 76% pour une valeur d'actif sous-jacente de 65,5 M€ pour la quote part acquise.
- 39 M€ ont été investis pour l'acquisition de lots complémentaires dans Parquesur et Garbera en Espagne et Rosny 2 en France.
- 547,5 M€ ont été investis dans de nouveaux centres commerciaux en construction et pour des extensions ou rénovations de centres existants. (voir ci-après le chapitre « Projets de développement au 31/12/2010 »).
- Les charges financières, coûts d'évictions et autres coûts ont été capitalisés respectivement pour 20,8 M€, 51,9 M€ et 19 M€.

1.6. Cessions

Dans la continuité de sa politique de concentration sur les grands centres commerciaux, le Groupe a amplifié le rythme des cessions de ses actifs non stratégiques. Ont ainsi été vendus :

- Aux Pays-Bas, 16 centres commerciaux et 2 portefeuilles de boutiques de pieds d'immeuble pour une surface totale de 233 900 m².
- En France, le centre commercial de Limoges St Martial (15 100 m²).

⁷ Taux d'effort = (loyer + charges incluant les coûts marketing pour les locataires) / (chiffre d'affaires des locataires), TTC et pour tous les occupants du centre. Le ratio 2009 a été légèrement ajusté pour prendre en compte les taxes foncières refacturées aux locataires. Le taux d'effort aux Pays-Bas ne peut être calculé, le CA des locataires n'étant pas communiqué.

Ces cessions représentent un prix de vente net total de 1 066 M€ et un résultat net de cession de 77,1 M€.

1.7. Valeur des actifs

Au 31 décembre 2010 la valeur du patrimoine de centres commerciaux inscrite au bilan s'élève à 17,9 Md€ hors droits et frais (voir ci-après le chapitre « actif net réévalué »).

La variation de juste valeur des immeubles de placement génère un profit de 1 395,5 M€ au compte de résultat 2010, dont 710,3 M€ étaient déjà enregistrés au 30 juin 2010.

Les variations de juste valeur par région sont : 943,5 M€ en France, 117,8 M€ en Autriche, 98,8 M€ pour les Pays nordiques, 92,3 M€ en Espagne, 81,8 M€ en Europe Centrale et 61,3 M€ aux Pays-Bas.

2. Pôle bureaux

2.1. Le marché en 2010⁹

Demande placée :

Le marché parisien des bureaux, avec une demande placée de presque 2,2 millions de m² pour l'année 2010, revient à son niveau moyen de transactions constaté sur les 10 dernières années. Après trois ans successifs de baisse, la demande placée a progressé de 15% en 2010 par rapport à 2009.

Paris a représenté 43% de la demande placée en Île-de-France ; les transactions dans le Quartier Central des Affaires de Paris (QCA) ont remarquablement progressé, atteignant plus de 420 000 m², soit une hausse de 60% par rapport à 2009. Près de la moitié des surfaces placées en 2010 ont été des petites surfaces de moins de 1 000 m². L'année 2010 a également vu le retour des transactions de plus de 5 000 m² avec 8 transactions pour un total de 76 500 m² (par rapport à 3 transactions représentant 25 000 m² en 2009).

La Défense n'a représenté que 7% de la demande totale placée en Île-de-France (155 000 m²) dont 7 transactions pour des surfaces supérieures à 5 000 m². La baisse de 11% de la demande placée par rapport à 2009, est principalement due au manque d'offres de produits neufs.

Surfaces disponibles :

Le volume de surfaces disponibles en Île-de-France est resté stable (3,6 millions de m² à fin 2010) tandis que les surfaces disponibles en périphérie de Paris et à La Défense ont augmenté.

Les surfaces disponibles du QCA de Paris ont diminué de 13%, à 372 000 m² à fin 2010 (par rapport aux 426 000 m² au début de l'année). Les trois-quarts des surfaces disponibles proviennent d'immeubles anciens, et le segment des moyennes surfaces (entre 1 000 et 5 000 m²) constitue la moitié de l'offre immédiate. Les surfaces disponibles de bureaux neufs et de grandes dimensions sont actuellement rares dans le QCA de Paris.

Le taux de vacance en région parisienne est resté stable à 6,8% en 2010 mais a considérablement diminué à Paris et dans le QCA en particulier (5,6%). Le dynamisme de la demande placée et le faible nombre de livraisons de bureaux prévues laissent anticiper un taux de vacance relativement bas à moyen terme.

La Défense affichait un taux de vacance de 6% à fin 2010, dont 78% était constituée d'immeubles anciens, démontrant le manque de bureaux neufs ou rénovés sur ce secteur.

Valeurs locatives :

Les loyers « prime » ont progressé dans le QCA en 2010, atteignant plus de 734 €/m² par an, soit 11% d'augmentation par rapport à début 2010. Les loyers des immeubles anciens se maintiennent quant à eux au même niveau depuis 2007. L'écart s'est ainsi creusé, montrant l'appétit croissant des entreprises pour des surfaces neuves, efficaces économiquement et énergétiquement, au détriment des bâtiments parisiens classiques jugés moins fonctionnels.

Les loyers « prime » à La Défense ont atteint 511 €/m², ce niveau restant fondé sur peu de transactions en 2010.

Investissement :

Le marché de l'investissement en région parisienne a sensiblement progressé dès le 4^{ème} trimestre 2009 et ce dynamisme s'est prolongé en 2010.

Les montants investis dans l'immobilier d'entreprise à Paris ont atteint 8,2 Mds € à fin 2010, soit une hausse de 55% par rapport à 2009, revenant ainsi à des niveaux comparables à 1999 et 2003.

Contrairement à 2009, 2010 a marqué le retour des transactions de grande taille avec plusieurs transactions de plus de 100 M€. L'acquisition du siège de HSBC sur les Champs Elysées pour une valeur estimée de 400 M€, l'acquisition de Capital 8 Messine par Allianz Real Estate pour 243,5 M€ (vendu par Unibail-Rodamco) et celle de la tour CB16 à La Défense par Parlyo II pour une valeur estimée de 200 M€ sont les transactions réalisées les plus importantes.

Les taux de rendements « prime » ont baissé significativement, comme le démontrent de nombreuses transactions du second semestre 2010. Selon les agents immobiliers, le taux de rendement « prime » du QCA se situait ainsi entre 4,75% et 5,50% à fin 2010. Cette baisse des taux de rendement est constatée

⁸ Incluant la cession à la Ville de Paris des surfaces du Forum des Halles dans le cadre du projet de restructuration (82 M€).

⁹ Source : CBRE

principalement pour des actifs de grande qualité, bien localisés et offrant des cash-flows récurrents sécurisés.

2.2. Activité Pôle Bureaux en 2010

Les loyers nets consolidés du portefeuille de bureaux d'Unibail-Rodamco ont atteint 206,1 M€ en 2010.

Région	Loyers nets (M€)		
	2010	2009	%
France	173,5	178,7	-2,9%
Pays Bas	12,0	20,2	-40,8%
Pays nordiques	17,6	16,3	8,2%
Autres pays	3,0	4,4	-32,9%
Total	206,1	219,6	-6,2%

La baisse de 13,5 M€ en 2010 par rapport à 2009 se décompose ainsi :

- -34,1 M€ provenant des cessions :
 - ✓ Immeubles vendus en 2009 : principalement, rue Cambon, 12 rue du Mail et avenue d'Iéna à Paris et l'immeuble Aegon à La Haye aux Pays-Bas.
 - ✓ Immeubles cédés en 2010 : 18-20 Hoche, Capital 8-Messine à Paris, 168 av Charles de Gaulle à Neuilly et un immeuble de logistique en Espagne.
- + 3,7 M€ générés par l'acquisition de l'immeuble «le Sextant» (13 300 m²) à Paris à la fin de l'année 2009.
- +11,9 M€ pour les immeubles livrés : Tour Oxygène à Lyon et Michelet-Galilée à Paris-La Défense après rénovation.
- Après prise en compte de l'effet des écarts de change en Suède (+1,5 M€), les loyers nets enregistrent une hausse de 3,5 M€ à périmètre constant, soit une progression de 2,2% en dépit d'un effet négatif d'indexation de -1,1%.

Région	Loyers nets (M€) à périmètre constant		
	2010	2009	%
France	140,7	135,4	3,9%
Pays Bas	7,2	8,7	-17,0%
Pays nordiques	12,9	13,3	-2,5%
Autres pays	2,2	2,1	2,3%
Total	163,1	159,5	2,2%

En 2010, 117 211 m² ont été loués, reloués ou renégociés pour un montant total de loyer de 39,9 M€.

En France, 35 baux ont été signés, renouvelés ou renégociés (69 457 m²) pour 33,5 M€ de loyer avec une baisse de 0,8% par rapport aux loyers précédemment en place.

Au 31 décembre 2010, le portefeuille des baux du Pôle Bureaux représente un montant cumulé de loyers en année pleine de 216,4 M€. Ils se répartissent par date

d'option de sortie et date de fin de bail de la façon suivante :

Bureaux	Echéancier des baux			
	Par date de prochaine option de sortie	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
expirés	6,8	3,2%	6,8	3,2%
2011	29,7	13,7%	16,1	7,4%
2012	17,0	7,9%	8,0	3,7%
2013	41,6	19,2%	14,7	6,8%
2014	18,7	8,6%	7,0	3,2%
2015	21,9	10,1%	28,7	13,3%
2016	26,5	12,2%	24,6	11,4%
2017	6,9	3,2%	20,7	9,5%
2018	14,6	6,7%	17,0	7,9%
2019	24,8	11,4%	58,4	27,0%
2020	2,2	1,0%	3,2	1,5%
2021	2,1	1,0%	0,0	0,0%
au-delà	3,7	1,7%	11,3	5,2%
M€	216,4	100%	216,4	100%

Les loyers potentiels sur les surfaces vacantes disponibles à la location représentent 15,9 M€ au 31 décembre 2010.

La vacance financière¹⁰ ressort à 7,1 % sur le portefeuille global (5,6% au 31 décembre 2009). En France, le taux de vacance financière augmente de 4,3% à fin 2009 à 5,7% à fin 2010, du fait principalement du départ d'un locataire dans l'immeuble Issy-Guynemer.

2.3. Investissements

Unibail-Rodamco a investi au total 168 M€ dans le secteur des bureaux en 2010 (en part du Groupe).

149,4 M€ ont été investis dans des projets de construction ou de rénovation, ainsi que 2,8 M€ pour une acquisition (voir ci-après le chapitre « Projets de développement au 31/12/2010 »).

Les frais financiers et autres coûts ont été capitalisés respectivement pour 11,7 M€ et 4,3 M€.

2.4. Cessions

Le Groupe a cédé 8 immeubles de bureaux en 2010, pour un montant total de 462 M€ et un résultat net de 36,5 M€ :

- Capital 8-Messine Paris 8^{ème} (18 107 m²), cédé au 2^{ème} trimestre pour 242,1 M€ net vendeur, à un taux de rendement net initial de 5,6%.
- 18-20 av Hoche Paris 8^{ème} (2 774 m²), cédé au 1^{er} trimestre pour 40 M€ net vendeur, à un taux de rendement net initial de 5,3%.

¹⁰ Tel que défini par l'EPRA. Le ratio 2009 a été en conséquence retraité.

- 168 av Charles de Gaulle- Neuilly (7 355 m²), cédé à la fin de l'année pour 62,5 M€ net vendeur, à un taux de rendement net initial de 5,8%.
- 11-15 St Georges- Paris (7 855 m²), cédé à la fin de l'année pour 74,6 M€ net vendeur, à un taux de rendement net initial de 4,7%.
- Un immeuble de logistique à Madrid pour 27,5 M€.
- Divers immeubles en Suède, France et aux Pays-Bas pour 15,3 M€.

Le prix de cession obtenu pour ces immeubles dépasse de 8,9% les dernières valeurs d'expertise externes avant cession.

2.5. Valorisation des actifs

Les actifs de bureaux d'Unibail-Rodamco sont valorisés à 3,7 Md€ hors droits au bilan au 31 décembre 2010:

- 3 346 M€ comptabilisés en immeubles de placement à juste valeur sur la base d'expertises externes hors droits, dont un projet en construction (So-Ouest à Levallois).
- 353 M€ comptabilisés au coût historique : le 7 Adenauer, siège du Groupe à Paris et les autres projets en construction.

La variation de juste valeur des immeubles de bureaux depuis le 31 décembre 2009 a généré un profit au compte de résultat de 201,7 M€. (cf. la note sur l'Actif Net Réévalué).

3. Pôle Congrès-Expositions

Cette activité, exclusivement localisée en France comprend la détention et la gestion immobilière des sites de congrès-expositions (VIPARIS) et l'organisation d'événements (COMEXPOSIUM).

Ces deux activités sont détenues conjointement avec la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris (CCIP). VIPARIS est géré et consolidé en intégration globale par Unibail-Rodamco tandis que COMEXPOSIUM est contrôlé par la CCIP et consolidé par mise en équivalence par Unibail-Rodamco.

L'activité Congrès-Expositions a été exposée à la crise économique. Quelques salons, tels que le Salon du Meuble et Paris Tuning Show, ont été annulés et la création de nouveaux salons s'est sensiblement ralentie. Cependant, les salons bien implantés ont continué de démontrer leur attractivité.

Bien qu'en léger retrait par rapport à une année paire habituelle, l'activité des salons a été satisfaisante en 2010, soutenue par un nombre croissant d'exposants. Les salons, particulièrement dans l'environnement actuel, apparaissent comme un des médias les plus

efficaces, offrant aux exposants un contact direct et efficace avec leurs clients ou prospects.

Les sites de Viparis ont accueilli en 2010 plus de 51 500 exposants, dont 40% d'étrangers. Au total, 942 événements ont été organisés sur ces sites en 2010, dont 309 salons, 126 congrès et 507 événements d'entreprises. L'activité a été particulièrement soutenue au 4^{ème} trimestre avec plusieurs grands salons comme le Mondial de l'Automobile, le Salon Nautique ou le SIAL (salon de l'industrie alimentaire).

Les grands salons qui sont devenus des rendez-vous incontournables pour le public ont peu souffert de la crise. C'est le cas du Salon de l'Agriculture (depuis 1926), du Mondial de l'Automobile (depuis 1898), du Salon Nautique (depuis 1961), de la Foire de Paris (depuis 1926) et du Salon Maison et Objets (depuis 1998).

Un nouveau hall de 35 000 m² a été ouvert en juillet 2010 à Villepinte, faisant de ce site le 5^{ème} plus grand lieu d'exposition d'Europe. Ce nouveau hall est loué par VIPARIS pour une durée de 97 ans¹¹.

Malgré les impacts des grèves et des conditions climatiques difficiles en décembre, le nombre de visiteurs en 2010 a dépassé 9 millions sur les 10 sites de Viparis, en augmentation de 245 000 par rapport à 2009.

L'activité Congrès-Exposition est par nature saisonnière, les événements pouvant être annuels, biennaux ou triennaux. Il en résulte que les manifestations sont plus nombreuses les années paires que les années impaires.

Par l'effet de cette saisonnalité et dans le contexte économique difficile rencontré, 2010 fait ressortir un résultat d'exploitation satisfaisant à 120 M€, en hausse de 1,9 M€ par rapport à 2009 et en baisse de 5,8% par rapport à 2008 (127,4 M€).

A la fin de l'année 2010, le carnet d'ordre des réservations pour 2011 atteignait 88% de l'objectif annuel, en ligne avec les taux habituels de 85 à 90%.

COMEXPOSIUM, consolidé par mise en équivalence, contribue pour 15,3 M€ au résultat récurrent du Groupe en 2010 (7 M€ en 2009).

Après prise en compte des loyers nets des hôtels Méridien-Montparnasse (Paris) et Hilton-Cnit (Paris La Défense) rattachés à ce secteur d'activité, et après déductions des charges d'amortissements, le résultat opérationnel du pôle Congrès Expositions s'élève à 136,1 M€ en 2010, contre 125,9 M€ en 2009.

¹¹ Le contrat est comptabilisé en location financière pour un montant total de 58,3 M€ au bilan consolidé d'Unibail-Rodamco

III. RÉSULTATS 2010

Les frais généraux 2010 s'élèvent à 97,5 M€ contre 97,6 M€ en 2009.

Les frais généraux non récurrents (15,8 M€) sont composés des coûts d'acquisition¹² de Simon-Ivanhoé et des coûts subséquents.

Les frais de développement correspondants aux études de faisabilité de projets non aboutis se sont élevés à 7,2 M€ en 2010.

Services immobiliers

Le résultat net opérationnel dégagé par les sociétés de prestation de services immobiliers en France et en Espagne s'élève à 13,3 M€ en 2010.

Les autres revenus ne représentent que 0,6 M€, contre 9,4 M€ en 2009, année qui avait enregistré une reprise de provision suite à la résolution favorable d'un litige.

Les frais financiers nets totaux supportés par le Groupe s'élèvent à 304 M€ en 2010, dont 35,1 M€ de frais générés par le financement des projets en construction et capitalisés. La charge nette de l'endettement financier impactant le résultat récurrent en 2010 s'élève donc à 268,9 M€ (282,1 M€ en 2009).

La majeure partie des ORA émises en 2007 a été convertie. Au 31 décembre 2010, il ne restait que 9 677¹³ ORA en circulation.

L'ORNANE¹⁴ émise en avril 2010 est comptabilisée à sa juste valeur conformément aux normes comptables IFRS. La variation de valeur, sur la base du cours de marché, génère une charge de 23,8 M€ en 2010 qui n'affecte pas le résultat récurrent.

Conformément aux options retenues par Unibail-Rodamco pour l'application de la norme IAS 39, les variations de valeur des instruments dérivés sont prises en compte par le compte de résultat. Cette charge de 98,6 M€¹⁵ est sans impact sur le résultat récurrent.

Le taux moyen de refinancement du Groupe ressort à 3,9 % en 2010 (4,0% au titre de l'année 2009). La politique de refinancement d'Unibail-Rodamco est décrite au chapitre « Ressources financières » ci-après.

Fiscalité

La charge d'impôts sur les sociétés provient des pays qui ne bénéficient pas de régime fiscal spécifique pour les sociétés foncières¹⁶ et des activités qui, en France, ne bénéficient pas du régime SIIC, principalement le secteur Congrès-Expositions.

En 2010, la charge d'impôts effectivement due et affectée au résultat récurrent s'élève à 9,6 M€, à comparer à un léger profit en 2009, dû cette année-là au plus faible résultat de VIPARIS, à la reconnaissance d'un impôt différé actif en Espagne et à une reprise de provision sur litige fiscal.

L'impôt affecté au résultat non récurrent (111,4 M€) provient essentiellement de l'impôt sur les plus values de cession et des impôts différés passifs constatés suite aux augmentations de valeur des actifs.

Ainsi qu'il a été annoncé dans le communiqué de presse du 11 décembre 2009, le Groupe s'attend à ce que ses activités aux Pays-Bas ne soient plus éligibles au régime de transparence fiscale (FBI) à compter du 1^{er} janvier 2010. Unibail-Rodamco continue de bénéficier du régime SIIC en France. Malgré le peu de différences entre les deux régimes, les autorités fiscales néerlandaises ont considéré que les activités du Groupe le disqualifiaient pour le régime FBI.

Unibail-Rodamco conteste cette position. Cependant, par mesure de prudence, il a été considéré dans les comptes 2010 que les activités aux Pays-Bas seraient taxables à compter de 2010. Au regard des importants déficits fiscaux dont dispose le Groupe aux Pays-Bas, cette hypothèse n'a aucun impact sur le résultat récurrent 2010 ni sur celui des années à venir.

Le résultat net récurrent après impôt 2010 s'élève à 936,2 M€.

La part des minoritaires dans le résultat récurrent après impôts s'élève à 88,3 M€. Elle concerne principalement la quote part de la CCIP dans VIPARIS (28,5 M€), les partenaires des centres commerciaux en Espagne et en France (55 M€, essentiellement les Quatre Temps et le Forum des Halles) et les 0,83% de minoritaires de Rodamco Europe (4,8 M€).

¹² Passés en charges en application d'IFRS3-R

¹³ Remboursables en 11 902 actions

¹⁴ Obligations à option de remboursement en actions nouvelles et/ou existantes

¹⁵ Dont 0,9 M€ d'effet d'actualisation

¹⁶ En France : SIIC (Société Immobilière d'Investissements Cotée).

Le résultat net consolidé part du groupe s'élève à 2 187,6 M€ en 2010, se décomposant en :

- 847,9 M€ de résultat net récurrent
- 1 339,7 M€ résultant des cessions et des variations de valeur des actifs immobiliers et des instruments financiers.

Le nombre moyen d'actions et d'ORA¹⁷ sur la période ressort à 91 498 194.

Le résultat net récurrent par action 2010 s'élève à 9,27 €, soit une progression de 0,87 % par rapport à 2009.

IV. DISTRIBUTION ET PERSPECTIVES

Distribution

La distribution annuelle afférente à l'exercice 2009 de 8,00 € par action votée par l'Assemblée générale a été payée le 10 mai 2010.

Grâce au succès de sa stratégie de désinvestissement et à la solidité de son bilan, le Groupe a décidé d'ajuster sa structure financière. L'Assemblée générale, réunie à titre extraordinaire le 8 septembre 2010, a approuvé la distribution exceptionnelle de 20,00 € par action soit un montant total de 1,8 Md€. Cette distribution prélevée sur les primes d'apport a été payée le 12 octobre 2010.

Sur la base du résultat net récurrent par action de 9,27 €, il sera proposé à l'Assemblée Générale de décider une distribution en numéraire de 8,00 € par action.

Cette distribution représente 86% du résultat net récurrent, en ligne avec la politique de distribution établie par le Groupe.

Le résultat social 2010 d'Unibail-Rodamco SE s'élève à 1 336 M€, dont 725,6 M€ de reprise de provision sur les titres Rodamco Europe. Après prise en compte du report à nouveau négatif de 833,6 M€ et de la dotation à la réserve légale, le résultat distribuable d'Unibail-Rodamco SE s'élève à 497,3 M€.

Sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale qui sera convoquée pour le 27 avril 2011, la distribution de 8,00 € sera composée pour environ 2/3 de résultat distribuable et 1/3 de sommes prélevées sur les primes d'apport.

A moyen terme, le Groupe a l'intention de maintenir une distribution annuelle d'au moins 8,00 € par action.

Évènements post-clôture.

Le 7 janvier 2011, Unibail-Rodamco a acquis auprès du groupe STARMAN le fonds de commerce de l'hôtel Méridien-Montparnasse. Déjà propriétaire des murs, le Groupe a donc maintenant la pleine propriété de cet hôtel dont la gestion a été donnée à Accor-Pullman dans le cadre d'un contrat de location gérance.

Au bilan au 31 décembre 2010, les actifs destinés à la vente représentent 980 M€, dont Solna hôtel en Suède vendu le 28 janvier 2011 (19,6 M€), le centre commercial d'Etrembières vendu le 4 février 2011 (36,3 M€ pour les 50% cédés) et 153 M€ d'actifs pour lesquels des promesses de vente ont été et déjà été signées.

Le 1^{er} février 2011, la « Chambre Entreprises » de la Cour d'Appel d'Amsterdam a décidé de demander aux experts d'actualiser leur évaluation de juillet 2010 de l'action Rodamco Europe, dans le contexte de l'augmentation de l'actif net réévalué au cours de l'année 2010. Une décision définitive est attendue au 2^{ème} trimestre 2011.

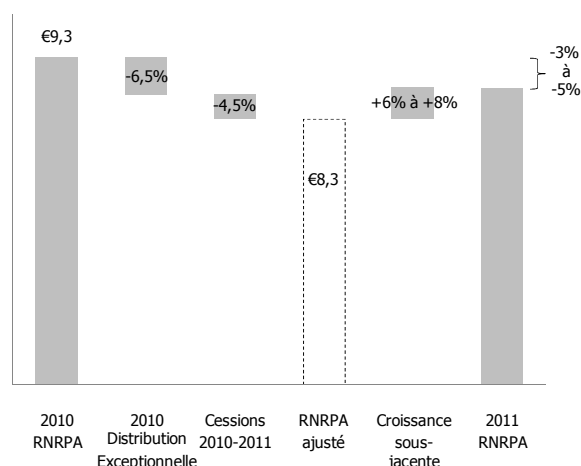
Perspectives

Avec la distribution de près de 15% de ses fonds propres à ses actionnaires et les cessions massives d'actifs de petite taille, 2010 fut une année de mutation pour Unibail-Rodamco à plusieurs égards.

Pour 2011, l'activité organique devrait être soutenue et générer une hausse comprise entre 6% et 8% du résultat net récurrent par action.

Cependant, celui-ci sera impacté de façon négative par la distribution exceptionnelle et les cessions d'environ -6,5% et -4,5% respectivement (soit un total de -11%). Ainsi, au total, la perspective de résultat net récurrent par action pour 2011 est en recul limité de 3% à 5% par rapport à 2010.

Evolution du RNRPA en 2011 (€ par action)



¹⁷ Les ORAs sont assimilées à des actions.

Pour la période 2012-2014, la croissance anticipée des loyers à périmètre constant ainsi que les livraisons prévues des projets en développement, combinées à un coût de financement maîtrisé, permettent au Groupe malgré les cessions à venir, d'anticiper avec confiance un retour à une croissance moyenne du résultat net récurrent par action de 5% à 7% par an.

Après près de deux ans consacrés à optimiser les coûts de ses projets de développement, Unibail-Rodamco a saisi en 2010 l'opportunité de renforcer son portefeuille de nouveaux projets. Au 31 décembre 2010 le portefeuille de projets de développement d'Unibail-Rodamco est en nette augmentation à 6,6 Md€, portant sur un total de 1,3 million de m² de surface locative additionnelle ou restructurée.

1. Nouvelles opportunités sur les marchés du développement et de la construction

Durant les douze à dix-huit derniers mois, les promoteurs immobiliers ont connu des difficultés d'accès au financement pour les projets de développement spéculatifs. Un certain nombre de projets ont ainsi dû être arrêtés.

Dans ce contexte, Unibail-Rodamco, fort de son bilan solide, a pu identifier de nouvelles opportunités et financer la construction de ses projets déjà engagés.

Le Groupe a accéléré cette stratégie avec succès au cours des derniers mois de 2010, avec notamment :

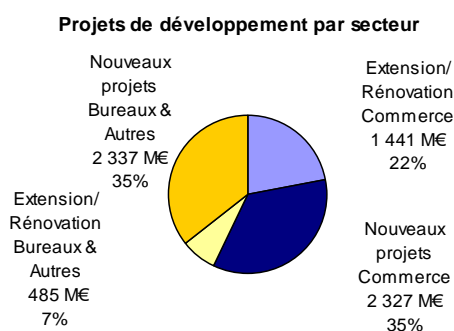
- La signature d'une promesse d'achat pour un terrain destiné à accueillir un programme de commerce et loisir à Valence (Espagne), le projet Fuente de San Luis.
- La signature de différents accords avec l'EPADESA, établissement public d'aménagement de La Défense : un protocole sur les droits à construire de la Tour Phare, l'acte définitif de vente permettant le démarrage des travaux de la Tour Majunga fin décembre 2010 et un protocole visant à développer le projet Trinity, un nouvel immeuble de bureau d'environ 46 000 m² à proximité du CNIT, à La Défense.

Dans le même temps, Unibail-Rodamco a profité d'une conjoncture plus difficile pour le secteur de la construction en Europe du fait de carnets de commandes en diminution pour sécuriser les coûts de construction de plusieurs projets dont notamment le projet Taby en Suède et la Tour Majunga à La Défense.

Le portefeuille de projets de développement d'Unibail-Rodamco est en augmentation de 1,1 Md€ par rapport au 31 décembre 2009 (1,5 Md€ liés aux nouveaux projets diminué de 0,4 Md€ de livraisons). En surface, le portefeuille augmente de 200 000 m² (300 000 m² liés aux nouveaux projets diminué de 100 000 m² livrés).

2. Portefeuille de projets d'Unibail-Rodamco

Le portefeuille de projets de développement au 31 décembre 2010 représente un investissement total de 6,6 Md€ qui se répartissent comme suit :



Avec 3,8 Md€, les centres commerciaux représentent la part la plus importante de ces investissements. Ils sont composés à 60% de nouveaux projets et à 40% d'extensions/rénovations de centres commerciaux existants. Au global ces projets représentent un potentiel de 718 000 m² de surfaces locatives additionnelles et 99 000 m² de surfaces restructurées.

Les projets du secteur Bureaux et Congrès Exposition représentent 2,8 Md€ d'investissement. Les projets visant à la création de 374 000 m² d'immeubles neufs, constituent 83% de cet investissement, le solde étant destiné à la restructuration de 144 000 m² d'actifs existants.

3. Phase d'avancement des projets en portefeuille

La structure du portefeuille au 31 décembre 2010 montre l'avancée des projets dans leurs différentes phases de développement ainsi que l'intégration régulière de nouveaux projets.

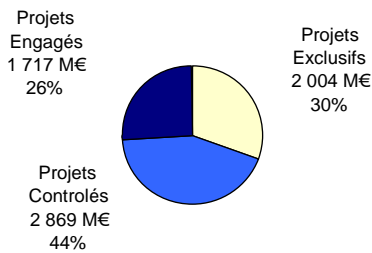
Les projets *Engagés*¹⁸ au 31 décembre 2010 portent sur 1,7 Md€ (contre 1,2 Md€ à fin 2009), les projets *Contrôlés*¹⁹ se montent à 2,9 Md€ (contre 1,8 Md€

¹⁸ Projets Engagés : projets en construction, pour lesquels Unibail-Rodamco est propriétaire du foncier ou des droits à construire et pour lesquels toutes les autorisations administratives et tous les permis ont été obtenus.

¹⁹ Projets Contrôlés : projets pour lesquels les études sont très avancées et Unibail-Rodamco contrôle le foncier ou

à fin 2009) et les projets *Exclusifs*²⁰ à 2,0 Md€ (contre 2,5 Md€ à fin 2009).

Projets de développement par phase



4. Nouveaux projets 2010

Plusieurs projets sont rentrés dans le portefeuille de développement en 2010, parmi lesquels :

Centres Commerciaux:

- Le projet de rénovation du Forum des Halles à Paris-France, suite aux accords passés avec la Ville de Paris.
- La rénovation d'envergure du centre Shopping City Sud à Vienne-Autriche.
- Deux projets de nouveaux centres provenant du portefeuille de Simon-Ivanhoe : Les Portes de Gascogne (part d'Unibail-Rodamco de 50% des 50 936 m²) à Toulouse-France et Le Cannel (part d'Unibail-Rodamco de 25% des 27 320 m²), en périphérie de Cannes-France.
- Le projet Fuente de San Luis, à Valence-Espagne, nouveau centre commercial régional de 74 249 m².
- Un programme de 90 000 m² de commerce baptisé 3 Pays, en France dans la région de Bâle près des frontières Suisse et Allemande.

Bureaux:

- Suite à un accord avec l'EPADESA, le projet Trinity de près de 46 000 m² de bureaux à proximité du CNIT, à La Défense-France.
- La restructuration de quatre immeubles de bureaux : Courcellor 1 à Levallois-France, un

des bâtiments du 70-80 Wilson à La Défense-France, un des bâtiments de l'immeuble Issy Guynemer près de Paris-France et l'immeuble de bureaux Plaza à Rotterdam- Pays-Bas.

5. Livraisons 2010

Les principales livraisons de projets ont été en 2010:

- L'extension de Lyon Part-Dieu en France, 14 956 m² pour un coût total d'investissement de 55 M€. Depuis son ouverture en mai 2010, la fréquentation globale du centre a augmenté de 12,3% et le chiffre d'affaires des commerçants de 14%. L'extension est entièrement louée.
- L'extension de La Maquinista à Barcelone-Espagne, 16 141m² pour un coût total d'investissement de 44 M€. Depuis son ouverture en septembre 2010, la fréquentation globale du centre a augmenté de 5,9% et le chiffre d'affaires des commerçants de 10,1%. L'extension était louée à 97% au 31 décembre 2010.
- L'extension de Donau Zentrum à Vienne-Autriche, 25 876 m² pour un coût total d'investissement de 111 M€. L'inauguration de ce nouveau mall a eu lieu en octobre 2010 et connaît un grand succès : depuis son ouverture, la fréquentation globale du centre a augmenté de 18,1% et le chiffre d'affaires total des commerçants de 60,6% (7,6% hors l'extension). L'extension était louée à 95% au 31 décembre 2010.
- La Tour Oxygène à Lyon-France, une tour neuve de bureaux de 29 421 m² pour un coût total d'investissement de 110 M€. L'immeuble, livré en avril 2010 était loué à 79% au 31 décembre 2010.
- La rénovation de l'immeuble de bureaux Michelet-Galilée à La Défense-France, a été achevée en mars 2010 pour un coût total d'investissement de 36 M€. L'immeuble est entièrement loué.

des droits à construire, mais où toutes les autorisations administratives n'ont pas encore été obtenues

²⁰ Projets Exclusifs : projets pour lesquels Unibail-Rodamco détient l'exclusivité mais pour lesquels les négociations pour les droits à construire ou la définition du projet sont toujours en cours

6. Investissements 2010

Unibail-Rodamco a investi 547,5 M€²¹ (part du Groupe) dans son portefeuille de centres commerciaux en 2010, dont:

- en France: travaux de construction de So-Ouest-Levallois, Lyon-Confluence et de l'extension de Lyon Part Dieu ainsi que travaux de rénovation de centres commerciaux existants (4 Temps, Vélizy 2, Parly 2).
- En Suède : extension de Taby et rénovations de Forum Nacka et de Solna.
- en Autriche: extension et rénovation de Donau Zentrum à Vienne.
- en Espagne: extension de La Maquinista à Barcelone.

Unibail-Rodamco a investi 149,4 M€ dans son portefeuille de bureaux en 2010 :

- travaux de construction, principalement en France pour la Tour Oxygène à Lyon et pour les projets de développement Phare et Majunga à Paris-La Défense, et So-Ouest à Levallois.
- rénovation d'immeubles, principalement Michelet-Galilée, Tour Ariane et les surfaces de bureaux du Cnit à Paris-La Défense.

Voir la liste des projets page suivante .../...

²¹ Part du groupe – hors frais financiers et coûts internes capitalisés.

7. Description des projets de développement

Projets de développement ⁽¹⁾	Secteur	Pays	Ville	Type	GLA Total Complexe (m ²)	GLA Périmètre de consolidation U-R (m ²)	Coût à date ⁽²⁾ Périmètre de consolidation U-R (€ Mn)	Investissement total estimé ⁽³⁾ Périmètre de consolidation U-R (€ Mn)	Date d'ouverture prévue ⁽⁴⁾	Taux de rendement U-R (%)
SO QUEST OFFICES	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Nouveau projet	33 419 m ²	33 419 m ²	141	193	H2 2011	
DONAUZENTRUM	Centre Commercial	Autriche	Vienna	Extension / Rénovation	0 m ²	0 m ²	40	55	H2 2011	
70-80 WILSON	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Re-développement	12 462 m ²	12 462 m ²	0	16	H2 2011	
ISSY GUYNEMER	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Re-développement	14 833 m ²	14 833 m ²	1	24	H2 2011	
SOLNA	Centre Commercial	Suède	Solna	Extension / Rénovation	2 950 m ²	2 950 m ²	9	26	H2 2011	
PARLY 2	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Extension / Rénovation	0 m ²	0 m ²	5	14	H2 2011	
LYON CONFLUENCE	Centre Commercial	France	Lyon	Nouveau projet	53 626 m ²	53 626 m ²	185	258	H1 2012	
FARO DEL GUADIANA	Centre Commercial	Espagne	Badajoz	Nouveau projet	66 339 m ²	43 339 m ²	36	88	H1 2012	
SO OUEST SC	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Nouveau projet	46 712 m ²	46 712 m ²	191	326	H1 2013	
MAJUNGA	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Nouveau projet	63 035 m ²	63 035 m ²	96	376	H2 2013	
FORUM DES HALLES	Centre Commercial	France	Paris	Extension / Rénovation	15 386 m ²	15 386 m ²	27	71	H1 2014	
TABY CENTRUM	Centre Commercial	Suède	Taby	Extension / Rénovation	27 295 m ²	27 295 m ²	25	244	H2 2014	
OTHERS					7 364 m ²	7 364 m ²	15	26		
Projets Engagés					343 420 m²	320 421 m²	771	1 717		7,7%
ROTTERDAM PLAZA	Bureaux & Autre	Pays-Bas	Rotterdam	Re-développement	16 025 m ²	16 025 m ²	0	20	H2 2011	
ROSNY 2	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Extension / Rénovation	4 729 m ²	4 729 m ²	26	32	H1 2012	
CARRE SENART 3	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Nouveau projet	16 077 m ²	16 077 m ²	5	26	H1 2012	
FISKETORVET	Centre Commercial	Danemark	Copenhague	Extension / Rénovation	2 625 m ²	2 625 m ²	1	21	H2 2012	
SHOPPING CITY SUD	Centre Commercial	Autriche	Région de Vienne	Extension / Rénovation	0 m ²	0 m ²	3	73	H2 2012	
PARLY 2	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Extension / Rénovation	18 392 m ²	14 433 m ²	5	77	H1 2013	
CENTRUM CERNY MOST	Centre Commercial	Rep. Tchèque	Prague	Extension / Rénovation	44 213 m ²	44 213 m ²	17	145	H1 2013	
RENNES ALMA	Centre Commercial	France	Rennes	Extension / Rénovation	10 443 m ²	10 443 m ²	21	82	H1 2013	
AEROVILLE	Centre Commercial	France	Région Parisienne	Nouveau projet	81 423 m ²	81 423 m ²	13	321	H2 2013	
LA TOISON D'OR	Centre Commercial	France	Dijon	Extension / Rénovation	12 318 m ²	12 318 m ²	2	79	H2 2013	
LES PORTES DE GASCogne	Centre Commercial	France	Toulouse	Nouveau projet	85 936 m ²	25 468 m ²	6	104	H2 2013	
COURCELLOR 1	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Re-développement	40 382 m ²	40 382 m ²	4	174	H1 2014	
MALL OF SCANDINAVIA	Centre Commercial	Suède	Stockholm	Nouveau projet	96 364 m ²	96 364 m ²	12	535	H2 2014	
FUENTE DE SAN LUIS	Centre Commercial	Espagne	Valencia	Nouveau projet	74 249 m ²	74 249 m ²	9	181	H1 2015	
BENIDORM	Centre Commercial	Espagne	Benidorm	Nouveau projet	53 939 m ²	26 970 m ²	38	75	H1 2015	
PHARE	Bureaux & Autre	France	Région Parisienne	Nouveau projet	124 776 m ²	124 776 m ²	46	900	Post 2015	
OTHERS					8 123 m ²	8 123 m ²	5	24		
Projets contrôlés					690 014 m²	598 617 m²	214	2 869		8,0%-8,5%
3 PAYS	Centre Commercial	France	Région de Bâle	Nouveau projet	90 000 m ²	90 000 m ²			H2 2014	
TRINITY	Bureaux & Autre	France	Paris	Nouveau projet	45 975 m ²	45 975 m ²			H1 2015	
LE CANNET	Centre Commercial	France	Le Cannet	Nouveau projet	21 860 m ²	6 830 m ²			Post 2015	
TRIANGLE	Bureaux & Autre	France	Paris	Nouveau projet	83 887 m ²	83 887 m ²			Post 2015	
OTHERS					189 382 m ²	189 382 m ²				
Projets Exclusifs					431 104 m²	416 074 m²	9	2 004		8,0%-8,5%
Total					1 464 538 m²	1 335 112 m²	993	6 590		8% objectif
						Dont surfaces additionnelles	1 092 830 m ²			
						Dont surfaces restructurées	242 282 m ²			

- (1) Les chiffres sont susceptibles d'évoluer en fonction de la maturité des projets.
- (2) Hors frais de financement et coûts internes capitalisés.
- (3) Hors frais de financement et coûts internes capitalisés. Les montants sont actualisés en valeur actuelle.
- (4) En cas de projet à livraison par phases, la date correspond à l'ouverture de la première phase.

ACTIF NET RÉÉVALUÉ AU 31 DÉCEMBRE 2010

L'Actif Net Réévalué EPRA triple net d'Unibail-Rodamco s'élève à **124,60 €** par action au 31 décembre 2010. Corrigé de la distribution exceptionnelle d'octobre 2010 de 20,00 € par action, ce montant représente une hausse de 15,2 % par rapport au 31 décembre 2009. Sur cette base, l'augmentation de l'ANR de 16,40 € par action au total reflète l'effet de la mise à la juste valeur des actifs et des dettes pour 13,90 €, le résultat récurrent et le résultat des cessions pour 10,50 € par action, compensée par la distribution afférente au résultat 2009 de 8,00 €.

L'ANR de continuation (valeur d'actifs droits inclus) qui mesure la valeur du patrimoine dans une logique de poursuite de l'activité, s'élève à **136,50 €** par action.

1. PATRIMOINE DU GROUPE

Le volume d'investissement en immobilier commercial a augmenté en 2010 de 48% à 102,2 Md€²² par rapport à 2009, offrant un plus grand nombre de transactions de référence pour la valorisation des actifs. La reprise des investissements entamée au 1^{er} semestre s'est poursuivie sur l'ensemble de l'année 2010. Les investisseurs ont privilégié les produits de qualité et sécurisés, localisés dans les zones à forte chalandise. Les marchés européens majeurs, France (bureaux et commerces), Autriche/Allemagne, Pologne et Suède en particulier, ont vu leurs volumes d'investissement s'accroître.

Sur le segment des actifs de grande taille, la demande des investisseurs a augmenté avec 50 transactions supérieures à 100 M€ réalisées en Europe en 2010. Le marché connaît une compétition accrue des investisseurs pour les actifs de qualité alors que l'offre de tels produits reste limitée. Les transactions dans le secteur du commerce ont représenté 28% des transactions en 2010, reflétant ainsi l'attrait pour ce secteur.

Au regard de cette reprise de l'investissement en Europe et du manque d'actifs de qualité disponibles sur le marché, les valorisations des experts font apparaître une compression des taux de capitalisation.

Les experts ont pris en compte les performances opérationnelles des actifs du Groupe et notamment des grands centres pour lesquels la demande des enseignes nationales et internationales augmente.

Le patrimoine du Groupe Unibail-Rodamco, droits et frais de mutation inclus, est passé de 22 313 M€ au 31 décembre 2009 à 24 532 M€ au 31 décembre 2010. A périmètre constant, la valeur des actifs, nette des investissements, progresse de 1 623 M€, soit une hausse de 8,6% par rapport au 31 décembre 2009.

Evaluation du patrimoine UNIBAIL-RODAMCO (Droits inclus) (a)	31/12/2009		31/12/2010		Evolution à périmètre constant nette des investissements - année 2010 (b)	
	€ Mn	%	€ Mn	%	€ Mn	%
Centres Commerciaux	16 528	74%	18 614	76%	1 304	9,2%
Bureaux	3 926	18%	3 885	16%	184	6,7%
Sites de Congrès Exposition	1 541	7%	1 716	7%	134	8,7%
Services	318	1%	318	1%	0	0,0%
Total	22 313	100%	24 532	100%	1 623	8,6%

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

L'évaluation du patrimoine intègre :

- Les valeurs d'expertise/prix de revient de tous les immeubles du patrimoine (à 100 % en cas d'intégration globale, en part du Groupe en cas d'intégration proportionnelle).
- La valeur de marché de la participation d'Unibail-Rodamco dans la société Comexposium, société organisatrice de salons, et mise en équivalence.

b) Principales variations de périmètre sur l'année 2010 :

- Acquisitions de : 8 centres commerciaux et projets de centres acquis auprès de Simon-Ivanhoe en France et en Pologne (Arkadia et Wilenska en Pologne, Bay 1/2, Bel Est, Villabé, Wasquehal et Portes de Gascogne en France), de l'immeuble 29, rue du Port à Nanterre, de droits à construction dans le projet bureau Majunga, d'une participation supplémentaire de 36% dans le centre commercial Euralille, de parcelles à So Ouest Levallois (immeuble de bureaux + centre commercial à Levallois/France), d'unités à Parquesur (Madrid/Espagne) et à Garbera (San Sebastian/Espagne).

²² Source : Jones Lang LaSalle

- Vente de centres commerciaux (notamment ceux de St. Jorisplein, De Bossche Boulevard, WC Overvecht, Willem Eggert, Woensel et Carnisse Veste) et de pieds d'immeubles néerlandais (notamment le portefeuille de magasins Lijnbaan à Rotterdam).
- Vente des immeubles de bureau Capital 8-Messine, 11-15 Saint-Georges, 18-20 Hoche à Paris, et 168 Charles de Gaulle à Neuilly-sur-Seine/France.
- Cession du centre commercial Saint Martial à Limoges.
- Vente de Leganes, actif de logistique en Espagne.
- Vente d'immeubles résidentiels à Bålsta/Suède.

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

Experts évaluateurs

Début 2010, le Groupe a nommé deux experts internationaux qualifiés, Jones Lang Lasalle et DTZ, pour évaluer ses actifs commerces et bureaux. Cette centralisation par rapport aux 5 experts utilisés jusqu'en 2009 assure aux expertises du Groupe une approche paneuropéenne cohérente sur tout son portefeuille, diversifié à l'international. La politique de rotation reste en ligne avec les exigences, les standards et les recommandations internationales, i.e. 'RICS' (*Royal Institute of Chartered Surveyors*), 'IVSC' (*International Valuation Standards Committee*) et la FSIF (Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières) et garantit que les collaborateurs clé des experts ainsi que les signataires changent régulièrement. Unibail-Rodamco a alloué ses actifs de manière égale entre les deux experts, tout en s'assurant que les grandes régions soient évaluées par les deux sociétés à des fins de comparaison et de benchmark. L'expert pour les Congrès-Expositions est depuis cette année PricewaterhouseCoopers, en ligne avec la politique de rotation du Groupe. Les expertises sont réalisées semestriellement (en juin et en décembre), hormis pour les sociétés de services (expertisées annuellement).

Expert	Patrimoine évalué	% du patrimoine total
DTZ	France / Pays-Bas / Pays Nordiques / Espagne / Europe Centrale	47%
JLL	France / Pays-Bas / Pays Nordiques / Espagne / Europe Centrale / Autriche	40%
PWC	France	8%
CBRE	France / Europe Centrale	3%
Au prix de revient ou sous promesse		2%
		100%

Les honoraires des experts ont été déterminés avant la campagne d'évaluation et ne sont pas proportionnels à la valeur des actifs évalués.

Un rapport détaillé, daté et signé est produit pour chaque actif évalué.

Aucun des experts n'a perçu du Groupe des honoraires représentant plus de 10 % de son chiffre d'affaires.

Méthodologie utilisée par les experts

Le principe général de valorisation retenu repose sur une approche multicritère. La valeur vénale est estimée par l'expert sur la base des valeurs issues de deux méthodologies : la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode par le rendement. Les résultats

obtenus sont par ailleurs recoupés avec le taux de rendement initial et les valeurs vénales au m² constatés sur des transactions réelles. Les données d'investissement issues des transactions effectuées par Unibail-Rodamco ont aussi été utilisées afin de valider et de confirmer la valorisation des actifs du Groupe.

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

Au 31 décembre 2010, 98 % de la valeur du patrimoine d'Unibail-Rodamco a fait l'objet d'une expertise externe.

Les Immeubles de Placement en Construction (IPUC), dont la juste valeur peut être déterminée de manière fiable, doivent être comptabilisés à leur juste valeur. Ils ont donc été évalués par des experts indépendants.

Les Immeubles de Placement en Construction ont été mis à la juste valeur dès lors que le management considère qu'une part substantielle des incertitudes du projet a été éliminée et que la juste valeur peut être établie avec fiabilité. Le Groupe utilise une méthodologie homogène pour déterminer le niveau de risque résiduel, en se concentrant notamment sur les incertitudes subsistant au niveau de la construction et de la commercialisation.

Les Immeubles de Placement en Construction ont été expertisés à partir de la méthode des flux de trésorerie actualisés ou de la méthode par le rendement (en accord avec les codes de conduite 'RICS' et 'IVSC') selon ce que les experts ont estimé être approprié. Dans certains cas, les deux méthodes ont été combinées pour valider et confronter les paramètres clé des évaluations.

Les Immeubles de Placement en Construction mis à la juste valeur pour la première fois au 31 décembre 2010 sont :

- 3 centres commerciaux : Badajoz (Espagne), Lyon Confluence (Lyon/France) et So Ouest (Levallois/France);
- So Ouest bureaux à Levallois/France ;
- L'hôtel Lyon Confluence à Lyon/France.

En outre, l'extension du centre commercial Alma (Rennes/France) continue d'être valorisée à la juste valeur.

Les extensions de Donau Zentrum (Vienne/Autriche) ainsi qu'une partie de Buitenmere (Almere/Pays-Bas), comptabilisées en Immeuble de Placement en Construction en juin 2010, ont été livrés et ouverts avec succès respectivement en octobre et septembre 2010.

Deux centres commerciaux (extensions de La Maquinista à Barcelone/Espagne et de Lyon Part Dieu à Lyon/France) et une tour de bureaux (Tour Oxygène à Lyon/France), comptabilisés en Immeuble de Placement en Construction en décembre 2009, ont été livrés avec succès au premier semestre 2010.

La partie du patrimoine (2%), qui n'a pas été expertisée au 31 décembre 2010, est valorisée comme suit :

- A leur prix de revient, pour les Immeubles de Placement en Construction pour lesquels une juste valeur fiable n'a pas pu être déterminée. Ces Immeubles de Placement en Construction valorisés à leur prix de revient représentent 1 % de la valeur du patrimoine total Unibail-Rodamco. Ce sont principalement des centres commerciaux en développement (notamment Portes de Gascogne à Toulouse/France, Benidorm en Espagne et l'extension de Täby en Suède) et des projets du Pôle Bureaux (Phare et Majunga à La Défense/France et Courcellor à Levallois/France).
- A leur prix de vente, pour les actifs sous promesse de vente (Saint Genis 2, Evry 2 et Shopping Etrembières en France) représentant 1 % du patrimoine total.

1.1 Le Pôle Centres Commerciaux

La valeur du patrimoine immobilier de Centres Commerciaux d'Unibail-Rodamco est égale à la somme des estimations individuelles de chaque actif. Cette approche ne prend pas en compte la « valeur du portefeuille », qui correspond à la détention par un même groupe de larges actifs uniques dans la mesure où même si elle représente un intérêt pour les actionnaires, cette valeur est difficilement quantifiable.

Évolution du patrimoine de centres commerciaux :

La valeur du patrimoine des Centres Commerciaux Unibail-Rodamco a crû de 16 528 M€ à 18 614 M€ au 31 décembre 2010, droits de mutation et frais inclus.

Évaluation au 31/12/2009 (M€)	16 528	
Évolution à périmètre constant	1 304	
Réévaluation du périmètre non constant	226	(a)
Investissements / Acquisitions	1 466	
Cessions	- 1 087	(b)
Effet de change	176	(c)
Évaluation au 31/12/2010 (M€)	18 614	

(a) Les actifs à périmètre non constant concernent :

(i) Les livraisons en 2010 (Extensions de Lyon La Part-Dieu à Lyon/France, de Donau Zentrum à Vienne/Autriche et de La Maquinista à Barcelone/Espagne).

(ii) Les Immeubles de Placement en construction

(b) Valeur au 31/12/2009

(c) Composé d'un gain de change de 169 M€ sur les pays nordiques et de 7 M€ sur l'Europe Centrale, avant compensation par les emprunts en devises et les couvertures de change.

Sur la base de la valeur du patrimoine hors droits estimés, le taux de rendement moyen au 31 décembre 2010 ressort à 5,7%, contre 6,1% fin 2009.

Patrimoine de Centres Commerciaux par région - 31 Décembre 2010	Valeur droits inclus en M€	Valeur hors droits estimés en M€	Taux de rendement (a) 31/12/2010	Taux de rendement (a) 31/12/2009
France (b)	10 033	9 622	5,3%	5,8%
Espagne	2 013	1 962	6,8%	6,9%
Pays Nordiques	1 932	1 895	5,8%	5,9%
Europe Centrale	1 695	1 667	6,8%	7,2%
Pays-Bas	1 520	1 421	6,0%	6,3%
Autriche	1 420	1 392	5,2%	5,8%
Total	18 614	17 959	5,7%	6,1%

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

(b) Pour la France, l'ajout des droits d'entrée aux loyers nets ferait passer le taux de rendement à 5,7% au 31 décembre 2010 et à 6,3% au 31 décembre 2009.

Pour les calculs des taux de rendement EPRA, voir § 1.6.

Sensibilité

Sur la base du taux de rendement au 31 décembre 2010 de 5,7%, une augmentation de 25 points de base ferait baisser de -760 M€ (ou -4,1%) la valeur du patrimoine de centres commerciaux (frais et droits de mutation inclus).

Analyse à périmètre constant

A périmètre constant, la valeur du portefeuille des centres commerciaux, frais et droits de mutation inclus, retraitée des montants des travaux, frais financiers, indemnités versées et honoraires immobilisés, a augmenté de 1 304 M€ (ou +9,2%), dont +4,3% proviennent de la hausse des loyers et +4,9% résultent de l'évolution des taux de capitalisation.

Centres commerciaux - Évolution à périmètre constant (a)				
Année 2010	Évolution en M€	Évolution en %	Évolution - Effet loyers	Évolution - Effet taux
France	851	11,7%	3,5%	8,1%
Espagne	83	4,6%	3,5%	1,1%
Pays Nordiques	112	7,0%	6,5%	0,5%
Europe Centrale	89	8,6%	8,3%	0,3%
Pays-Bas	64	4,7%	0,3%	4,4%
Autriche	105	9,7%	7,2%	2,6%
Total	1 304	9,2%	4,3%	4,9%

(a) Évolution à périmètre constant nette des investissements entre le 31 décembre 2009 et le 31 décembre 2010.

1.2 Le Pôle Bureaux

Évolution du patrimoine de bureaux Unibail-Rodamco :

La valeur du patrimoine du Pôle Bureaux a baissé de 3 926 M€ à 3 885 M€ au 31 décembre 2010, droits de mutation et frais inclus :

Évaluation au 31/12/2009 (M€)	3 926	
Évolution à périmètre constant	184	
Réévaluation du périmètre non constant	14	(a)
Investissements / Acquisitions	168	
Cessions	- 438	(b)
Effet de change	31	(c)
Évaluation au 31/12/2010 (M€)	3 885	

(a) Les actifs à périmètre non constant concernent : i) la livraison de Tour Oxygène à Lyon/France, ii) les immeubles de placement en construction et le 7 adenauer, siège du groupe

(b) Valeur au 31/12/2009.

(c) Composé d'un gain de change de 31 M€ sur les pays nordiques, avant compensation par les emprunts en devises et les couvertures de change.

La répartition géographique de la valeur du patrimoine total est la suivante :

Évaluation du patrimoine de Bureaux - 31/12/2010	Valorisation (droits inclus)	
	M€	%
France	3 423	88%
Pays Nordiques	265	7%
Pays-Bas	160	4%
Autriche	37	1%
Total	3 885	100%

Pour les surfaces louées et sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais estimés, le taux de rendement moyen du Pôle au 31 décembre 2010, à 6,6%, a baissé de 40 points de base par rapport à fin 2009.

Évaluation du patrimoine de bureaux pour les <u>surfaces louées</u> - 31/12/2010	Valeur droits inclus (a) en M€	Valeur hors droits estimés en M€	Taux de rendement (b) 31/12/2010	Taux de rendement (c) 31/12/2009
France	2 862	2 769	6,4%	6,8%
Pays Nordiques	247	243	7,5%	7,6%
Pays-Bas	130	121	9,8%	9,6%
Autriche	35	35	7,3%	6,9%
Total	3 274	3 167	6,6%	7,0%

(a) Valorisation au 31 décembre 2010 du patrimoine Bureaux pour les surfaces occupées sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant.

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

(c) Le taux de rendement au 31/12/2009 comprend le taux de rendement pour l'Espagne. L'Espagne n'a maintenant plus d'actifs dans cette catégorie.

Pour les calculs des taux de rendement EPRA, voir § 1.6.

Sensibilité

Une augmentation de 25 points de base du taux de rendement bureaux ferait baisser de -132 M€ (-3,4%) la valeur totale du patrimoine de bureaux (loués et vacants, frais et droits de mutation inclus).

Analyse à périmètre constant

La valeur des actifs de bureaux d'Unibail-Rodamco, droits et frais de mutation inclus, retraitée de l'impact des travaux, frais financiers et honoraires immobilisés, croît sur l'année 2010 à périmètre constant de 184 M€ (ou +6,7%), dont +0,9% proviennent des loyers et des commercialisations et +5,8% de l'évolution des taux de capitalisation.

Bureaux - Évolution à périmètre constant (a)				
Année 2010	Évolution en M€	Évolution en %	Évolution - Effet loyers	Évolution - Effet taux
France	181	7,8%	0,3%	7,5%
Pays Nordiques	5	2,3%	1,8%	0,4%
Pays-Bas	- 1	-0,9%	5,0%	-5,9%
Autriche	- 0	-0,9%	4,5%	-5,5%
Total	184	6,7%	0,9%	5,8%

(a) Évolution à périmètre constant nette des investissements entre le 31 décembre 2009 et le 31 décembre 2010.

Portefeuille Bureaux France

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

Évaluation du patrimoine de Bureaux France - 31/12/2010	Valorisation (droits inclus)	
	M€	%
Paris CBD	931	27%
Neuilly-Levallois-Issy	640	19%
La Défense	1 610	47%
Autres	242	7%
Total	3 423	100%

Pour les surfaces louées et sur la base d'une valeur d'actif hors droits et frais de mutation estimés, le taux de rendement du Pôle pour la France au 31 décembre 2010 s'établit à 6,4%. Ce rendement est en baisse de 40 points de base par rapport à fin 2009.

Évaluation du patrimoine de bureaux France pour les <u>surfaces louées</u> - 31/12/2010	Valeur droits inclus (a) en M€	Valeur hors droits estimés en M€	Taux de rendement (b) 31/12/2010	Prix €/m ² moyen (c)
Paris CBD	922	902	5,9%	13,921
Neuilly-Levallois-Issy	332	315	6,5%	5,250
La Défense	1,397	1,344	6,6%	7,244
Autres	211	207	7,3%	3,478
Total	2,862	2,769	6,4%	7,585

(a) Valorisation au 31 décembre 2010 du patrimoine Bureaux en France pour les surfaces occupées sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant.

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

(c) Prix moyens, hors droits et frais estimés, au m² pour les surfaces occupées sur la base de la répartition de valeur établie par l'expert entre occupé et vacant. Pour les places de parking, le prix moyen a été retraité sur la base de 30 000 € par place pour Paris QCA et Neuilly-Levallois-Issy, 15 000 € pour les autres secteurs

1.3 Les sites du Pôle Congrès-Expositions

La valeur du patrimoine immobilier des sites de Congrès-Expositions d'Unibail-Rodamco est égale à la somme des estimations individuelles de chaque actif.

Méthodologie utilisée par les experts

La méthodologie de valorisation retenue par PricewaterhouseCoopers pour les sites de Congrès-Expositions est essentiellement fondée sur l'actualisation des revenus nets globaux futurs projetés sur la durée de la concession ou du bail à construction lorsqu'ils existent ou sur dix ans dans les autres cas, avec estimation de la valeur terminale déterminée, selon les cas, par la valeur résiduelle contractuelle pour les concessions ou par la capitalisation des flux de la dernière année.

Pour les hôtels Méridien-Montparnasse²³ (valeur vénale des murs), Cnit-Hilton (en location gérance) et Lyon Confluence (contrat de gestion), la méthode d'actualisation des flux futurs a été retenue au 31 décembre 2010.

Évolution du patrimoine des sites de Congrès-Expositions

La valeur du patrimoine des sites de congrès-expositions (y compris hôtels), droits et frais de mutation inclus, s'établit à 1 716 M€²⁴ au 31 décembre 2010 :

Évaluation au 31/12/2009 (M€)	1 541	(a)
Évolution à périmètre constant	134	
Réévaluation du périmètre non constant	1	
Investissements	40	
Évaluation au 31/12/2010 (M€)	1 716	(b)

(a) Composé de 1 373 M€ pour Viparis et 168 M€ pour les hôtels.

(b) Composé de 1 543 M€ pour Viparis et 173 M€ pour les hôtels.

A périmètre constant, nette des investissements, la valeur des sites de Congrès-Expositions et des hôtels augmente de 134 M€ ou +8,7% par rapport à fin 2009.

Évaluation du patrimoine de Congrès-Expositions nette des investissements	Année 2010	
	M€	%
Viparis (a)	127	9,2%
Hotels	7	4,3%
Total	134	8,7%

(a) Viparis regroupe tous les sites de Congrès-Expositions du Groupe (parmi lesquels 50% du Palais des Sports).

A périmètre constant et nette des investissements, la valeur des centres de Congrès-Expositions (Viparis) augmente de 127 M€ ou +9,2% par rapport à fin 2009. Cette augmentation provient principalement d'une baisse des taux d'actualisation utilisés par l'expert, partiellement compensée par l'amortissement d'une année supplémentaire de la concession de la Porte de Versailles par la ville de Paris.

Ces valorisations font ressortir pour Viparis un taux de rendement moyen au 31 décembre 2010 de 8,2 % en baisse de 80 points de base par rapport à fin 2009 (résultat opérationnel récurrent divisé par la valorisation retenue, hors droits estimés et frais de mutation).

La valeur des hôtels Cnit-Hilton et Méridien-Montparnasse à Paris, nette des investissements, est en hausse sur l'année de 7 M€ (+4,3%).

Le projet de l'hôtel Lyon Confluence est valorisé à valeur de marché à fin 2010.

1.4 Les activités de services

Le portefeuille des activités de services est composé de :

- Comexposium, organisateur de salons.
- 2 sociétés de services immobiliers : Espace Expansion et Rodamco Gestion.

Les activités de services sont réévaluées afin que tous les incorporels significatifs soient enregistrés à leur valeur de marché dans le patrimoine et dans l'ANR d'Unibail-Rodamco. Les actifs incorporels ne sont pas réévalués mais maintenus à leur coût historique ou à leur coût amorti dans l'état de situation financière consolidé d'Unibail-Rodamco (sujet à des tests de dépréciation).

Comexposium a été évalué à 201 M€ au 31 décembre 2010 par PricewaterhouseCoopers. La valeur est en baisse de 3,6% ou 8 M€ par rapport à fin 2009.

Espace Expansion et Rodamco Gestion ont été valorisés à 117 M€ par PricewaterhouseCoopers au 31 décembre 2010. Cela représente une hausse de 7,7 M€ ou +7,1% par rapport à fin 2009.

²³ Pullman-Montparnasse à la suite de l'acquisition du fonds de commerce de l'hôtel le 7 janvier 2011.

²⁴ Sur le périmètre de consolidation comptable, droits et frais inclus (voir §1.5 pour les données part du Groupe).

1.5 Données en part du Groupe pour le patrimoine

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

Evaluation du patrimoine - 31/12/2009	Périmètre de consolidation		Part du Groupe	
	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	16 528	74%	15 188	75%
Bureaux	3 926	18%	3 916	19%
Sites de Congrès Exposition	1 541	7%	923	5%
Services	318	1%	318	1%
Total	22 313	100%	20 345	100%

Evaluation du patrimoine - 31/12/2010	M€		%	
	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	18 614	76%	17 120	77%
Bureaux	3 885	16%	3 880	17%
Sites de Congrès Exposition	1 716	7%	1 029	5%
Services	318	1%	318	1%
Total	24 532	100%	22 346	100%

Evolution à périmètre constant - Année 2010	M€		%	
	M€	%	M€	%
Centres Commerciaux	1 304	9,2%	1 167	8,9%
Bureaux	184	6,7%	184	6,7%
Sites de Congrès Exposition	134	8,7%	86	9,3%
Services	0	0,0%	0	0,0%
Total	1 623	8,6%	1 437	8,4%

Evolution à périmètre constant - Année 2010 - Effet loyer / Effet taux	Effet loyer %		Effet taux %	
	Effet loyer %	Effet taux %	Effet loyer %	Effet taux %
Centres Commerciaux	4,3%	4,9%	4,3%	4,5%
Bureaux	0,9%	5,8%	0,9%	5,8%

Taux de rendement	31/12/2009		31/12/2010	
	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2010
Centres Commerciaux	6,1%	5,7%	6,1%	5,7%
Bureaux - surfaces louées	7,0%	6,6%	7,0%	6,6%

1.6 Taux de rendement EPRA du Groupe

Les données ci-dessous fournissent les taux de rendement du Groupe par secteur, conformes à la définition de l'EPRA, et le passage aux taux de rendement communiqués par ailleurs :

Taux de rendement - 31/12/2010	Centres Commerciaux	Bureaux
Taux de rendement U-R	5,7%	6,6%
Effet des surfaces et immeubles vacants		-0,5%
Effet des ajustements EPRA aux loyers	0,1%	0,0%
Effet des droits et frais estimés	-0,2%	-0,2%
Taux de rendement EPRA topped-up (a)	5,6%	5,9%
Effet des aménagements de loyer	-0,2%	-0,3%
Taux de rendement EPRA cash (b)	5,4%	5,6%

(a) Loyer contractuel annualisé, excluant les aménagements de loyer, net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur, droits inclus

(b) Loyer contractuel annualisé, après déduction des aménagements de loyer en cours, net des charges, divisé par l'évaluation du patrimoine en valeur, droits inclus

2. CALCUL DE L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ TRIPLE NET

L'Actif Net Réévalué (ANR) triple net est déterminé en ajoutant aux capitaux propres (part des propriétaires de la société mère) figurant à l'état de situation financière consolidé (en normes IFRS) les éléments figurant sous les rubriques ci-dessous.

2.1 Capitaux propres consolidés

Au 31 décembre 2010, les capitaux propres consolidés (part des propriétaires de la société mère) s'élèvent à 11 025,2 M€.

Les capitaux propres consolidés (part des propriétaires de la société mère) intègrent un résultat net récurrent de 847,9 M€ ainsi que +1 339,7 M€ de mise à juste valeur des actifs immobiliers et des instruments financiers dérivés ainsi que les plus-values de cessions réalisées.

2.2 Titres donnant accès au capital

La dilution potentielle venant des titres donnant accès au capital a été calculée quand de tels instruments étaient dans la monnaie.

La composante dette des ORA, reconnue en comptabilité (0,2 M€), est ajoutée aux capitaux propres pour le calcul de l'ANR. Corrélativement, la totalité des ORA est assimilée à des actions.

En application des normes IFRS, les instruments financiers dérivés et les ORNANE²⁵ sont comptabilisés à leur juste valeur dans l'état de situation financière consolidé d'Unibail-Rodamco, leur impact étant ainsi pris en compte dans les capitaux propres consolidés.

Les ORNANE étant dans la monnaie au 31 décembre 2010, leur juste valeur a été retraitée pour le calcul de l'ANR (réévaluation de 212,8 M€) et leur effet dilutif potentiel a été pris en compte.

L'exercice des stock-options dont le prix d'exercice était au-dessous du cours de l'action au 31 décembre 2010 et pour lesquels les critères de performances ont été atteints, aurait pour effet d'accroître le nombre d'actions de 2 869 239 moyennant un apport en capitaux propres de 346,7 M€.

La conversion complète des ORNANE impliquerait l'émission de 927 896 nouvelles actions sans augmentation des capitaux propres.

Le nombre d'actions totalement dilué pris en compte dans le calcul de l'Actif Net Réévalué au 31 décembre 2010 s'établit à 95 554 960 actions.

²⁵ Obligations à option de remboursement en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANE) – cf. note sur les Ressources Financières.

2.3 Plus-values latentes sur les actifs incorporels

Les évaluations des sociétés de services immobiliers et des fonds de commerce de Paris-Nord Villepinte / Palais des Congrès de Paris / Palais des Congrès de Versailles et d'Issy-les-Moulineaux font apparaître une plus value latente globale de 125,7 M€, montant pris en compte pour le calcul de l'ANR.

2.4 Retraitement des impôts sur les plus-values

Au bilan consolidé du 31 décembre 2010, les impôts différés sur les actifs immobiliers sont calculés de manière théorique conformément aux normes comptables.

Pour le calcul de l'ANR, les impôts différés sur les plus-values latentes des actifs ne bénéficiant pas d'un régime d'exonération (760 M€) sont réintégrés. Les goodwill comptabilisés au bilan qui sont représentatifs d'impôts différés sont en conséquence extournés pour un montant de -255,4 M€.

Pour le calcul de l'ANR triple net, l'impôt estimé qui serait effectivement dû en cas de cession est déduit pour un montant de 378 M€.

2.5 Valeur de marché de la dette et instruments financiers

En application des normes IFRS, les instruments financiers dérivés sont comptabilisés à leur juste valeur dans l'état de situation financière consolidée d'Unibail-Rodamco. L'effet de la mise à juste valeur (-129 M€) est réintégré dans le calcul de l'ANR et à nouveau déduit pour le calcul de l'ANR triple net.

En revanche, la dette à taux fixe est inscrite au bilan pour sa valeur nominale initiale à l'exception de la dette ex-Rodamco comptabilisée à sa juste valeur à la date du rapprochement avec Unibail (30 juin 2007). La mise à juste valeur de l'ensemble de la dette à taux fixe, génère un impact négatif de 147 M€ qui est pris en compte dans le calcul de l'ANR triple net.

2.6 Retraitement des droits et frais de mutation

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

Au 31 décembre 2010, ces droits de mutation et autres frais de cession estimés, comparés aux droits déjà déduits des valeurs des actifs figurant au bilan (en application des normes IFRS), génèrent un ajustement de 215,2 M€.

2.7 Calcul de l'Actif Net Réévalué triple net (EPRA NNNAV)

L'Actif Net Réévalué triple net d'Unibail-Rodamco ressort à 11 906 M€ au 31 décembre 2010, soit 124,0 € par action (totalement dilué).

Retraité de la distribution exceptionnelle de 20 € en octobre 2010, l'Actif Net Réévalué a progressé de 15,2% sur l'année 2010.

La création de valeur en 2010 s'élève à 24,40 € par action, après prise en compte de la distribution de 8 € en mai 2010 et de la distribution exceptionnelle de 20 € en octobre 2010.

Les tableaux suivants présentent le calcul de l'ANR triple net conformément aux recommandations de l'EPRA, ainsi que le passage de l'ANR du 31 décembre 2009 au 31 décembre 2010.

Détermination de l'ANR d'Unibail-Rodamco (tous les montants en part du Groupe et en M€) Présentation conforme aux recommandations EPRA	31/12/2009		30/06/2010		31/12/2010	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	€/action
Nombre d'actions totalement dilué	93 586 481		93 569 768		95 554 960	
ANR selon les états financiers	11 316		11 731		11 025	
ORA et ORNANE	189		132		213	
Effet potentiel de l'exercices des stock options	225		218		347	
ANR dilué	11 730		12 081		11 585	
<i>plus</i>						
Valeur de marché des incorporels	104		106		126	
<i>moins</i>						
Valeur de marché des instruments financiers	312		131		129	
Impôts différés au bilan	542		598		760	
Goodwill lié aux impôts différés	-210		-209		-255	
EPRA ANR	12 479	133,30 €	12 707	135,80 €	12 345	129,20 €
Valeur de marché des instruments financiers	0		0		0	
Valeur de marché de la dette à taux fixe	-312		-131		-129	
Impôt effectif sur les plus values latentes	-129		-209		-147	
Optimisation des droits et frais de mutation	-230		-302		-378	
	190		194		215	
EPRA ANR triple net	11 998	128,20 €	12 259	131,00 €	11 906	124,60 €
Distribution d'octobre 2010	-	20,00 €	-	20,00 €	-	20,00 €
EPRA ANR triple net retraité de la distribution exceptionnelle	108,20 €		111,00 €		124,60 €	
% de variation sur 6 mois				2,6%		12,3%
% de variation sur 1 an						15,2%

L'ANR de continuation est égal à l' Actif net réévalué triple net par action selon l'EPRA après réintégration des droits de mutation et de la fiscalité latente. Ceci correspond aux fonds propres nécessaires pour reconstituer le portefeuille du Groupe en prenant en compte sa structure financière actuelle – basé sur un nombre totalement dilué d'actions

EPRA ANR triple net	11 998		12 259		11 906	
Impôt effectif sur les plus values latentes	230		302		378	
Droits et frais de mutation optimisés	717		742		758	
ANR de continuation totalement dilué	12 946	138,30 €	13 304	142,20 €	13 041	136,50 €

Le passage de l'EPRA ANR triple net du 31 décembre 2009 au 31 décembre 2010 est présenté dans le tableau ci-dessous :

Passage de l'EPRA ANR triple net 31/12/2009 à l'ANR 31/12/2010		
EPRA ANR triple net / action totalement dilué au 31/12/2009	128,20 €	
Réévaluation des actifs immobiliers		15,82
<i>Centres commerciaux</i>	12,82	
<i>Bureaux</i>	2,10	
<i>Congrès expositions et autres</i>	0,90	
Plus values de cessions		1,18
Résultat récurrent		9,27
Distribution 2010	-	28,00
Valeur de marché de la dette et instruments financiers	-	1,30
Variation de retraitement des droits et impôts	-	0,62
Autres		0,03
EPRA ANR triple net / action totalement dilué au 31/12/2010	124,60 €	

	S1	S2
	128,20 €	131,00 €
	8,93	6,88
	6,68	6,14
	1,56	0,54
	0,69	0,21
	0,20	0,98
	4,70	4,57
	-	20,00
	-	8,00
	-	2,87
	-	0,60
	-	0,43
	-	1,57
	-	0,02
	-	0,40
	131,00 €	124,60 €

RESSOURCES FINANCIÈRES

Au cours de l'année 2010, les marchés financiers ont été marqués par une forte volatilité affectant les taux d'intérêt et les marchés bancaires et obligataires. Dans cet environnement, les taux d'intérêt sont restés à des niveaux historiquement bas sur l'année, permettant au Groupe de renforcer son portefeuille de couvertures et ainsi de sécuriser à moyen et long terme son coût de la dette à des conditions attractives. Parallèlement, si les conditions du marché obligataire se sont améliorées au cours de l'année 2010 (en particulier pour les entreprises non financières), ce marché est resté volatil dans un contexte d'incertitudes liées à la crise des états souverains. Dans cet environnement, Unibail-Rodamco a levé 2,0 Md€ de nouvelle dette à moyen et long terme sur les marchés obligataires public et privé ainsi que sur le marché bancaire.

Malgré la distribution exceptionnelle de 1,8 Md€ réalisée le 12 octobre 2010, les ratios d'Unibail-Rodamco se maintiennent à des niveaux sains : le ratio d'endettement est de 37 % au 31 décembre 2010 et le ratio de couverture des intérêts par l'EBE est de 4,1x sur l'année 2010. Par ailleurs, le coût moyen de la dette ressort à un niveau contenu de 3,9 % sur l'année 2010.

1. Structure de l'endettement au 31 décembre 2010

La dette financière nominale consolidée d'Unibail-Rodamco après la distribution de 1,8 Md€ réalisée le 12 octobre 2010, s'élève à 9 252 M€ au 31 décembre 2010.

Cette dette financière inclut 575 M€ d'obligations à option de remboursement en numéraire et en actions nouvelles et/ou existantes Unibail-Rodamco (ORNANE) pour 100 % de leur valeur nominale.

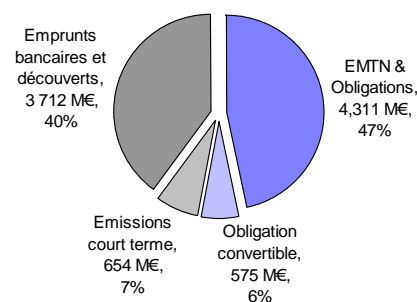
1.1 Dette par nature

La dette financière nominale d'Unibail-Rodamco est constituée au 31 décembre 2010 de :

- 4 311 M€ d'émissions obligataires dont 2 811 M€ émis sous le programme EMTN (Euro Medium Term Notes) d'Unibail-Rodamco, et 1 500 M€ sous le programme EMTN de Rodamco Europe ;
- 575 M€ d'ORNANE ;
- 654 M€ d'émissions court terme en Billets de Trésorerie et *Euro Commercial Paper*²⁶ ;
- 3 712 M€ de crédits bancaires dont 2 575 M€ de prêt bancaires, 1 124 M€ de prêts hypothécaires et 13 M€ de découverts bancaires.

Aucun emprunt n'est soumis à des clauses de remboursement anticipé lié à un niveau de notation financière du Groupe²⁷.

²⁶ Les émissions à court terme sont couvertes par des lignes de crédit confirmées (voir 1.2).



- La dette du Groupe reste diversifiée et inclut une part significative de financement obligataire suite aux émissions réalisées par Unibail-Rodamco sur ce marché en 2010.

1.2 Liquidité

Les opérations de financement à moyen et long terme réalisées au cours de l'année 2010 s'élèvent à 2 036 M€ et incluent :

- La signature de 650 M€ de prêts bilatéraux à moyen et long terme pour une maturité moyenne de 4,4 ans et une marge²⁸ moyenne d'environ 110 pb ;
- Deux émissions obligataires pour un montant total de 1 135 M€, aux conditions suivantes:
 - en mars 2010 : émission obligataire de 500 M€, portée à 635 M€ en avril 2010 avec un coupon de 3,375 % (équivalent à une marge moyenne, pour les 635 M€, de 101 pb au-dessus du niveau de swap) et pour une maturité de 5 ans à l'émission ;
 - en novembre 2010 : émission obligataire de 500 M€ avec un coupon de 3,875 % (équivalent à une marge de 118 pb au-dessus du niveau de swap) et pour une maturité de 10 ans à l'émission.
- Cinq placements privés pour un montant total de 251 M€ dont :
 - 100 M€ à 10 ans émis en obligations indexées sur le CMS²⁹ 10 ans, puis swappés contre Euribor 3 mois (équivalent à une marge de 105 pb après swap) ;
 - 110 M€ à 8 ans émis à taux fixe et swappés contre Euribor 3 mois (équivalent à une marge de 104,5 pb après swap) ;
 - 41 M€ émis à un taux fixe de 4,17 % pour une maturité de 20 ans.

Au total, 1 386 M€ de nouvelle dette ont été levés sur le marché obligataire en 2010 à une marge moyenne de

²⁷ En dehors de situation exceptionnelle de changement de contrôle.

²⁸ Prenant en compte les ratings actuels.

²⁹ CMS : Constant Maturity Swap.

106 pb au-dessus du niveau de swap et pour une maturité moyenne de 8 ans.

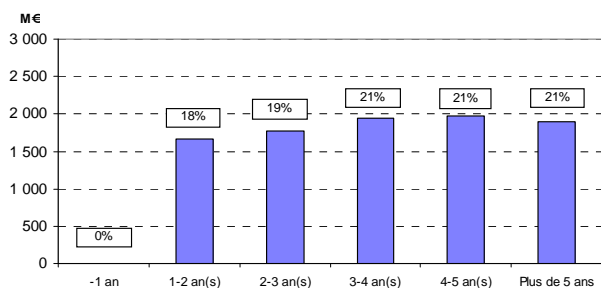
Des ressources financières additionnelles ont été obtenues sur les marchés court terme. L'encours moyen des papiers court terme au cours de l'année 2010 a été de 461,5 M€ (avec une maturité allant jusqu'à trois mois), composé de 434,1 M€ de billets de trésorerie et de 27,4 M€ d'*Euro Commercial Paper*. En 2010, les billets de trésorerie ont été émis en moyenne à 6 pb au dessus de l'Eonia et les *Euro Commercial Paper* à 1 pb en moyenne en dessous de l'Euribor.

Au 31 décembre 2010, le montant total des lignes de crédit disponibles s'élève à 2 983 M€.

Les excédents de trésorerie au 31 décembre 2010 sont limités à 84 M€ grâce à la mise en place courant 2010 d'une centralisation de trésorerie européenne, optimisant l'utilisation des liquidités et leur coût au sein du Groupe.

1.3 Dette par maturité

Le graphique ci-dessous présente l'endettement d'Unibail-Rodamco au 31 décembre 2010 après affectation des lignes de crédit bancaires (en incluant la partie non utilisée des prêts bancaires) par maturité et selon leur durée de vie résiduelle.



Plus de 60% de la dette a une durée résiduelle de plus de 3 ans au 31 décembre 2010 (après prise en compte des lignes de crédit non utilisées).

La durée de vie moyenne de l'endettement du Groupe s'établit au 31 décembre 2010, après affectation des lignes de crédit bancaires non utilisées, à 4,3 années (4,5 années au 31 décembre 2009).

Besoins de liquidités

Les remboursements d'emprunts³⁰ d'Unibail-Rodamco dans les prochaines années sont couverts par les lignes de crédit non utilisées : le montant de la dette obligataire ou bancaire tirée au 31 décembre 2010 et devant être remboursée ou s'amortissant au cours de l'année 2011 est de 1 378 M€ (y compris deux émissions de 500 M€ arrivant à maturité en avril et en octobre 2011) à comparer

³⁰ Hors remboursement en 2011 des papiers court terme pour un montant de 654 M€.

avec 2 983 M€ de lignes non utilisées au 31 décembre 2010.

1.4 Coût moyen de la dette

Le coût moyen de la dette d'Unibail-Rodamco s'établit à 3,9% sur l'année 2010 (4,0% en 2009). Le niveau du coût moyen de la dette s'explique par le niveau de marge des emprunts en place, les instruments de couverture du Groupe, le faible niveau des taux d'intérêt sur 2010, et le coût de portage des lignes de crédit non utilisées.

2. Notation financière

Unibail-Rodamco est notée par les agences de notation Standard & Poor's et Fitch Ratings.

Standard & Poor's a confirmé le 21 juillet 2010 la notation à long terme du Groupe à 'A' et sa notation à court terme à 'A1', avec une perspective négative suite à l'annonce de la distribution exceptionnelle de 1,8 Md€.

Le 17 juillet 2010, l'agence de notation Fitch Ratings a remplacé Moody's comme agence de notation du Groupe aux côtés de Standard & Poor's. La dernière note émise par Moody's le 5 mai 2010 était A3 avec perspective positive.

Le 21 juillet 2010, Fitch Ratings a donné une notation à long terme de 'A' au Groupe, avec une perspective stable après prise en compte de la distribution exceptionnelle de 1,8 Md€.

3. Gestion des risques de marché

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

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

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

La mise en place de produits de couverture pour limiter le risque de taux et de change expose le Groupe à une éventuelle défaillance d'une contrepartie. Le risque de contrepartie est le risque de devoir remplacer une opération de couverture au taux de marché en vigueur à la suite d'un défaut d'une contrepartie.

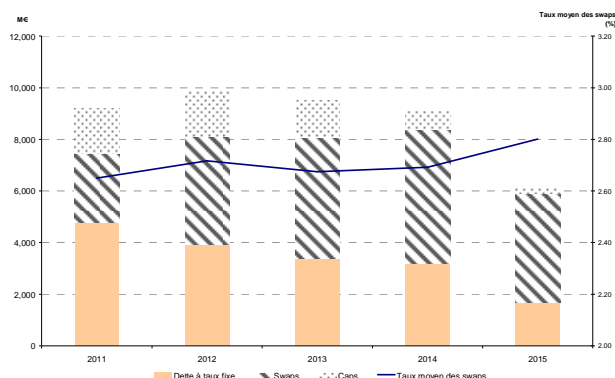
3.1 Gestion de la couverture du risque de taux d'intérêt

Opérations de couverture du risque de taux d'intérêt

Au cours de l'année 2010, Unibail-Rodamco a profité des faibles taux d'intérêt pour renforcer son portefeuille de couverture, en particulier pour couvrir la dette levée suite à la distribution de 1,8 Md€, et pour gérer son exposition globale à moyen et long terme.

- En 2010, Unibail-Rodamco a conclu des swaps à départ décalé pour couvrir par anticipation les années 2011 à 2018 (4 000 M€ de swaps au taux moyen de 2,39 % ont été contractés pendant cette période).
- 1 250 M€ de tunnels commençant en 2010 ou en janvier 2011 et couvrant des périodes de 4 ans ont été mis en place.
- Enfin, Unibail-Rodamco a mis en place 200 M€ de caps pour couvrir les années 2013 à 2017, financés par la vente de caps sur l'inflation.
- Par ailleurs, compte tenu de son exposition au taux d'intérêt au 31 décembre 2009, le Groupe a décidé d'annuler, en janvier 2010, 1 600 M€ de swaps et de tunnels. Depuis le 30 juin 2010, des annulations complémentaires ont été effectuées (1,2 Md€ au second semestre 2010 et 1,0 Md€ en janvier 2011), pour ajuster l'exposition globale du Groupe à long terme (en particulier suite à l'émission obligataire de novembre 2010 conservée à taux fixe).

Projection des encours moyens de couverture et de dette à taux fixe par année sur les 5 prochaines années (en M€, au 31 décembre 2010)



Le graphique ci-dessus présente :

- La part de la dette conservée à taux fixe ;
- Les instruments de couverture destinés à couvrir les prêts à taux variable et la dette à taux fixe ayant été immédiatement transformée à taux variable, conformément à la politique de macro-couverture du Groupe.

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

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

Mesure du risque de taux

Au 31 décembre 2010, la dette financière nette s'élève à 9 167 M€, hors comptes courants d'associés et après prise en compte des excédents de trésorerie (84 M€).

La dette financière nette au 31 décembre 2010 est couverte à hauteur de 77 % contre une hausse des taux d'intérêt et ce à travers :

- la dette à taux fixe ;
- les couvertures mises en place dans le cadre de la politique de macro-couverture du Groupe.

L'exposition du Groupe au taux d'intérêt sera significativement réduite en 2011 par rapport au 31/12/2010 compte tenu des couvertures déjà contractées débutant en 2011.

Sur la base de la dette au 31 décembre 2010³¹, une hausse moyenne des taux d'intérêt (Euribor, Stibor ou Libor) de 50 points de base³² en 2011 aurait un impact négatif estimé de 5,5 M€ sur le résultat net récurrent 2011. Une hausse supplémentaire de 50 points de base aurait un impact négatif additionnel de 8,6 M€ sur ce même résultat. A l'inverse, en cas de baisse des taux d'intérêt de 50 points de base, la baisse des frais financiers est estimée à 2,3 M€ et aurait un impact positif équivalent sur le résultat récurrent de 2011.

3.2 Gestion et mesure du risque de change

Le Groupe exerce des activités et possède des investissements dans des pays hors de la zone Euro, principalement en Suède. Lorsqu'ils sont convertis en euros, les revenus et les valeurs des investissements nets du Groupe peuvent être sensibles aux fluctuations des taux de change contre l'euro. Dès que possible, le Groupe

³¹ Et prenant en compte les restructurations de couverture réalisées début janvier 2011.

³² Les conséquences éventuelles sur les taux de change de cette hausse théorique de 0,5 % des taux d'intérêt ne sont pas prises en compte ; les impacts théoriques des hausses de taux d'intérêt sont calculés à partir d'un niveau de 1,2 % pour l'Euribor.

cherche à régler ses dépenses en devises avec des revenus issus des mêmes devises, réduisant ainsi naturellement la volatilité de ses revenus et des valorisations de ses investissements nets en devises. Les risques de conversion sont couverts, soit en finançant les investissements en devises par le biais d'endettement dans ces mêmes devises, soit en utilisant des produits dérivés afin d'obtenir une couverture équivalente. Le risque de change durant la période de construction des projets en développement est couvert le plus tôt possible après la signature du contrat de construction. Les autres actifs et passifs détenus en devises autres que l'euro sont gérés de manière à assurer un niveau d'exposition nette acceptable en achetant ou vendant des devises au comptant ou à terme lorsque nécessaire.

Mesure de l'exposition au risque de change

Principales expositions en devise (en M€)

Devise	Actif	Passif	Exposition nette	Instruments de couverture	Exposition nette après prise en compte des couvertures
SEK	1 712,6	-502,2	1 210,4	-762,3	448,1
DKK	310,2	-62,1	248,1	-127,2	121,0
HUF	0,4	0,0	0,4	0,0	0,4
CZK	0,0	-148,5	-148,5	157,5	9,0
PLN	20,3	-0,3	20,0	0,0	20,0
Total	2 043,5	-713,0	1 330,5	-732,0	598,5

L'exposition principale est en couronne suédoise. Une baisse de 10 % du taux de change SEK/EUR aurait un impact négatif de 41 M€ sur les capitaux propres. La sensibilité du résultat récurrent de 2011³³ à une baisse de 10 % du taux de change SEK/EUR est limitée à 1,2 M€ suite à la mise en place en janvier 2011 d'opérations de change à terme.

³³ La sensibilité est mesurée en appliquant une variation du taux de change aux revenus nets en SEK (loyers nets – charges financières – impôts), en se basant sur un taux de change EUR/SEK de 9,1283.

4. Structure financière

Au 31 décembre 2010, la valeur du patrimoine d'Unibail-Rodamco, droits inclus, s'élève à 24 532 M€.

Ratio d'endettement

Au 31 décembre 2010, le ratio d'endettement calculé pour le Groupe Unibail-Rodamco ressort à 37 %, contre 32 % au 31 décembre 2009. Ce niveau résulte de la distribution de 1,8 Md€ suite aux cessions réalisées en 2010 et de l'augmentation de la valeur des actifs.

Ratio de couverture des intérêts

Le ratio de couverture des intérêts par l'EBE ressort à 4,1x pour l'année 2010. Ce ratio est en ligne avec les niveaux élevés atteints ces dernières années (3,9x en 2009). La distribution de 1,8 Md€ a eu un effet limité sur ce ratio du fait de sa réalisation intervenue le 12 octobre 2010 : l'impact négatif sur les frais financiers est donc limité à 2,5 mois. Si la distribution avait été réalisée au 1^{er} janvier 2010, le ratio de couverture des frais financiers aurait été égal à 3.5x³⁴.

Au global, le niveau de ce ratio est dû à : (i) un coût de la dette maîtrisé et (ii) des revenus stables.

Ratios financiers	31/12/10	31/12/09
Ratio d'endettement ³⁵	37 %	32 %
Ratio de couverture des intérêts ³⁶	4,1x	3,9x

Ces ratios sont éloignés des niveaux des *covenants* bancaires habituellement fixés à 60 % pour le ratio d'endettement et 2x pour le ratio de couverture des intérêts.

Au 31 décembre 2010, 91 % des lignes de crédit et emprunts bancaires du Groupe autorisent un endettement jusqu'à 60 % de la valeur totale du patrimoine ou de la valeur des actifs de la société emprunteuse.

Il n'y a pas de *covenants* financiers (type ratio de couverture d'intérêts ou d'endettement) dans les programmes EMTN ou de papier court terme.

³⁴ En prenant l'hypothèse d'un coût de financement de la distribution sur les 9,5 premiers mois de 2010 égal à 3,45%.

³⁵ Ratio d'endettement = dette financière nette / valeur du patrimoine droits inclus.

³⁶ Ratio de couverture des intérêts = [EBE des activités récurrentes] / [Frais financiers nets récurrents (y compris frais financiers immobilisés)] où EBE des activités récurrentes = [résultat opérationnel récurrent et autres revenus, moins frais généraux, excluant dépréciations et amortissements].
