



Rapport financier semestriel
au 30 septembre 2009

züblin
IMMOBILIÈRE

Attestation de la personne physique responsable du rapport financier semestriel	3
Comptes consolidés au 30 septembre 2009	4 - 35
Rapport des Commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle	36 - 38
Rapport de gestion	39 - 75

Attestation de la personne physique responsable du rapport financier semestriel

Responsable du rapport financier semestriel

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

Attestation

J'atteste qu'à ma connaissance les comptes présentés dans le Rapport Financier Semestriel au 30 Septembre 2009 sont établis conformément aux normes comptables applicables et qu'ils donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat du groupe Züblin Immobilière France, et que le rapport semestriel d'activité présente un tableau fidèle des événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et de leur incidence sur les comptes semestriels, des principaux risques et incertitudes pour les six mois restants de l'exercice et des principales transactions entre parties liées.

Fait à Paris, le 25 novembre 2009
Le Directeur Général
Pierre Essig

Züblin Immobilière France

**SA au capital de 55 033 698 €
52, rue de la Victoire
75009 Paris**

Comptes consolidés au 30 septembre 2009

ÉTAT DE LA SITUATION FINANCIÈRE - ACTIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2009	31.03.2009
Actifs corporels		159	182
Immeubles de placement	1	301 600	296 280
Autres actifs non courants	2	241	165
ACTIFS NON COURANTS		302 001	296 627
Créances clients	3	6 599	8 687
Autres créances	4	3 683	2 488
Charges constatées d'avance	5	392	690
Trésorerie et équivalents de trésorerie	6	25 073	20 768
ACTIFS COURANTS		35 747	32 633
TOTAL ACTIF		337 748	329 260

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2009	31.03.2009
Capital		54 898	54 799
Primes d'émission		48 681	51 445
Obligations remboursables en actions	7	29 558	29 558
Réserves consolidées		-57 047	11 255
Couverture de flux de trésorerie futurs		-13 811	-13 651
Résultat consolidé		9 138	-68 264
CAPITAUX PROPRES GROUPE		71 416	65 142
Intérêts minoritaires		0	0
CAPITAUX PROPRES		71 416	65 142
Provisions pour risques	8	215	266
Dettes bancaires	9	226 536	226 380
Autres dettes financières	10	5 949	5 824
Instruments financiers	11	13 811	13 651
PASSIFS NON COURANTS		246 512	246 121
Part courante des dettes bancaires	9	455	980
Part courante des autres dettes financières	10	1 471	2 164
Avances et acomptes		34	0
Dettes fournisseurs		702	830
Dettes fiscales et sociales	12	2 352	2 126
Dettes d'impôt exigibles	13	4 594	4 418
Autres dettes	14	3 632	1 460
Produits constatés d'avance		6 581	6 018
PASSIFS COURANTS		19 820	17 996
TOTAL DU PASSIF		337 748	329 260

COMPTE DE RESULTAT SEPRE

<i>(en milliers d'euros)</i>	Notes	30.09.2009	30.09.2008
Revenus locatifs	15	12 245	13 348
Charges du foncier		-87	-134
Charges locatives non récupérées		-35	-60
Charges sur immeubles		-142	-103
Loyers nets		11 982	13 051
Frais de structure		-650	-894
Frais de personnel		-315	-486
Frais de fonctionnement		-965	-1 380
Produit de cession des immeubles de placement		0	0
VNC des immeubles cédés		0	0
Résultat de cession des immeubles de placement		0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	1	6 005	612
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	1	-2 275	-39 691
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires		1	64
Solde net des ajustements de valeur		3 732	-39 015
Résultat opérationnel net		14 749	-27 344
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	16	29	387
Intérêts et charges assimilées	16	-5 641	-5 651
Coût de l'endettement financier net		-5 611	-5 264
Résultat avant impôt		9 138	-32 608
Impôts sur les bénéfices			
Impôts différés			
Résultat net de l'ensemble consolidé		9 138	-32 608
Dont part du Groupe		9 138	-32 608
Dont part des minoritaires		0	0

Note : Les ajustements de valeur des immeubles de placement au 30.09.08 ont fait l'objet de reclassement de compte à compte sans impact sur le résultat de la période.

ETAT DU RESULTAT GLOBAL

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2009	30.09.2008
Résultat net	9 138	-32 608
Part efficace des profits et pertes sur instruments de couverture dans une couverture de flux de trésorerie	-160	3 892
Autres	0	0
Autres éléments du résultat global	-160	3 892
Charge d'impôt relative aux autres éléments du résultat global	0	0
Résultat global total	8 978	-28 716
Résultat global total pour la période attribuable aux intérêts minoritaires (en milliers d'euros)	0	0
Résultat global total pour la période attribuable aux propriétaires de la société mère (en milliers d'euros)	8 978	-28 716

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2009	30.09.2008
Résultat net de l'ensemble consolidé	9 138	-32 608
Nombre d'actions ordinaires moyen sur la période (actions propres déduites)	9 149 674	9 145 641
Résultat net pondéré par action (en €)	1,00	-3,57
Nombre d'actions ordinaires à la clôture (actions propres déduites)	9 149 674	9 145 641
Résultat net par action (en €)	1,00	-3,57
Nombre d'actions ordinaires à la clôture	9 172 283	9 172 283
Résultat net par action (en €)	1,00	-3,56
Nombre d'actions moyen (actions potentielles* dilutives comprises) sur la période (actions propres déduites)	11 649 674	11 745 641
Résultat net dilué et pondéré par action (en €)	0,78	-2,78
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture (actions propres déduites)	11 649 674	11 745 641
Résultat net dilué par action (en €)	0,78	-2,78
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture	11 672 283	11 772 283
Résultat net par action (en €)	0,78	-2,77

* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 30 septembre 2009 sont les 2 500 000 actions résultant des ORA.

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE

<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.09	30.09.08
Résultat net des sociétés	9 138	-32 608
Variation de juste valeur des immeubles de placement	-3 731	39 079
Autres produits et charges	-25	210
Coût de l'endettement financier net	5 612	5 473
Charge d'impôt	0	0
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier et impôt	10 994	12 155
Impôt versé	0	0
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	3 481	3 118
FLUX NET DE TRESORERIE GENERE PAR L'ACTIVITE	14 475	15 273
Acquisitions d'immobilisations	-1 592	
Incidence variation de périmètre		
Variation de juste valeur des immeubles cédés		
Acquisitions autres immobilisations		-612
Cession immobilisations		
FLUX DE TRESORERIE LIE AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT	-1 592	-612
Rémunération de la composante capitaux propres - ORA	-40	-1 290
Acquisition actions propres	-1	-31
Dividendes versés	-464	-442
Augmentation de capital		-7 322
Remboursement prime d'émission	-2 740	
Remboursement des dépôts locataires		
Augmentation des dépôts locataires	29	
Intérêts financiers nets versés	-5 168	-5 316
Intérêts financiers nets reçus	36	
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT	-8 349	-14 402
Variation de trésorerie	4 534	260
Trésorerie à la clôture	25 073	23 044
Trésorerie à l'ouverture	20 539	22 784
Variation de trésorerie de la période	4 534	260

Tableau de variation des Capitaux propres

	Capital social	Prime d'émission	Obligations remboursables en actions	Réserves consolidées	Réserves de cash flow hedge	Résultat consolidé	Capitaux propres - part du Groupe	Intérêts minoritaires	Total capitaux propres
Capitaux propres au 31.03.08	54 940	58 632	29 558	6 633	3 046	5 897	158 706	0	158 706
Couverture flux de trésorerie				-	3 892		3 892		3 892
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	3 892	-	3 892	-	3 892
Résultat net -part du Groupe						- 32 608	32 608	-	32 608
Total des produits et charges de l'exercice					-	32 608	-	-	32 608
Augmentation de capital en numéraire							-		-
Imputation des actions propres	- 67	36					- 31		31
Distribution de dividendes		- 7 338					- 7 338		- 7 338
Imputation de frais d'émission							-		-
Réserves consolidées				5 897		- 5 897			
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)							-		-
Rémunération de la composante capitaux propres (ORA)			-	1 290			- 1 290		- 1 290
Bons de souscription actions							-		-
Capitaux propres au 30.09.08	54 873	51 330	29 558	11 240	6 938	- 32 608	121 332	-	121 332
Capitaux propres au 31.03.09	54 799	51 445	29 558	11 255	-13 651	-68 264	65 142	0	65 142
Couverture flux de trésorerie				-	- 160		160		160
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	- 160	-	160	-	160
Résultat net -part du Groupe						9 138	9 138		9 138
Total des produits et charges de l'exercice						9 138	9 138		9 138
Augmentation de capital en numéraire							-		-
Imputation des actions propres	99	- 23					76		76
Distribution primes d'émission		- 2 740					- 2 740		- 2 740
Imputation de frais d'émission							-		-
Réserves consolidées				- 68 264		68 264			
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)							-		-
Rémunération de la composante capitaux propres (ORA)			-	40			- 40		- 40
Bons de souscription actions							-		-
Capitaux propres au 30.09.09	54 898	48 681	29 558	- 57 047	- 13 811	9 138	71 416	-	71 416

ANNEXES AUX COMPTES CONSOLIDES

I Présentation du Groupe Züblin Immobilière France

1.1 Informations générales

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

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

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

Les états financiers consolidés résumés de la Société pour la période allant du 1^{er} avril 2009 au 30 septembre 2009 ont été arrêtés le 16 novembre 2009 par le conseil d'administration.

II Faits significatifs du semestre

Le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2010 a été marqué principalement par les faits suivants :

2.1. Gestion locative

- Immeuble Danica

En juin 2009, la société Adecco a libéré par anticipation la totalité des surfaces qu'elle occupait soient 287 m². Ces surfaces ont été immédiatement relouées à la société Eurogage dans le cadre d'un bail d'une durée de 9 ans. Le loyer annualisé est fixé à 63 K€* (200 €/m² bureau). Par ailleurs, ce bail est assorti d'une franchise de loyers de 3,5 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

Le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine au 30 septembre 2009 s'élève à 1% contre 0,7% au 31 mars 2009.

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

L'assemblée générale mixte du 22 juin 2009 a approuvé le remboursement partiel de primes d'émission de 0,30 €/action. Cette distribution d'un montant global de 2,7 M€ a été réalisée le 29 juin 2009.

Le 7 août 2009, la Société a octroyé en intérêts au porteur de l'ORA le montant le plus élevé entre un coupon de 2% de la valeur du nominal et la dernière distribution par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (soit 1 000). Sur la base d'une distribution de 0,30 €, les intérêts s'élèvent à 750 K€.

III Principes et méthodes comptables

Les comptes consolidés semestriels résumés ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34, « information financière intermédiaire », telle qu'adoptée dans l'Union Européenne. Ils ne comportent pas l'intégralité des informations requises pour des états financiers annuels complets et doivent être lus conjointement avec les états financiers du Groupe pour l'exercice clos le 31 mars 2009.

3.1. Principales normes comptables

Les états financiers consolidés arrêtés au 30 septembre 2009 du Groupe ont été préparés selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne (http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/index_fr.htm) et applicable à cette date.

Ces principes comptables retenus sont cohérents avec ceux utilisés dans la préparation des comptes consolidés annuels pour l'exercice clos le 31 mars 2009, à l'exception de l'adoption des nouvelles normes et interprétations suivantes d'application obligatoire pour le Groupe :

- IFRS 8 : Secteurs opérationnels. Le principe d'IFRS 8 est d'aligner la présentation de l'information sectorielle sur celle utilisée en interne par le management. Le Groupe n'a pas identifié d'impacts significatifs liés à la mise en oeuvre de cette norme en 2009/2010 dans la mesure où, l'information sectorielle présentée dans les états financiers consolidés est similaire à celle utilisée par le management.
- Amendement d'IAS 40 : comptabilisation des immeubles de placement en cours de construction ;
- Amendement d'IAS 23 : Coûts d'emprunts ;
- Amendement d'IAS 32 et IAS 1 : instruments financiers remboursables et obligations naissant lors de la liquidation ;
- Amendement d'IFRS 2 : Paiement fondé sur des actions – Conditions d'acquisitions et annulations ;
- IFRIC 11 : Actions propres et transactions intra groupes ;
- IFRIC 12 : Accords de concession de services ;
- IFRIC 13 : Programmes de fidélisation de la clientèle ;
- IFRIC 14 : Le plafonnement de l'actif au titre des régimes à prestations définies, les exigences de financement minimal et leur interaction ;
- Amendements des IFRS (mai 2008) sauf IFRS 5 ;
- IFRIC 16 : Couvertures d'un investissement net dans une activité à l'étranger.

Ces normes et interprétations n'ont pas d'impact significatif sur les comptes du Groupe à l'exception de :

- Amendement d'IAS 1 : présentation des états financiers (révisée). Le Groupe a choisi de présenter un tableau du résultat global commençant par le résultat total issu du compte de résultat et comprenant les autres éléments de produits et de charges comptabilisés directement en capitaux propres, en l'occurrence les variations de juste valeur des instruments de couverture de la dette à taux variable.

Ces principes ne diffèrent pas des normes IFRS telles que publiées par l'IASB dans la mesure où l'application obligatoire, à compter des exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2009, des amendements et interprétations suivants non encore adoptée par l'Union européenne serait sans incidence significative sur les comptes du Groupe :

Textes non encore adoptés par l'Union Européenne au 30 septembre 2009 :

- IFRIC 9 et amendement d'IAS 39 : Dérivés incorporés ;
- Amendement d'IFRS 7 : Amélioration des informations à fournir sur les instruments financiers ;
- IFRIC 15 : Contrats de construction de programmes immobiliers ;
- IFRIC 17 : Distributions en nature au propriétaires ;
- IFRIC 18 : Transfert d'actifs en provenance de clients ;
- IFRS 2 : Paiement fondé sur des actions ;
- Amendements aux IFRS (avril 2009).

Enfin, le Groupe n'applique pas les textes suivants qui ne sont pas d'application obligatoire au 30 septembre 2009 :

- IFRS 3 R : Regroupements d'entreprise ;
- Amendement d'IAS 27 : Etats financiers consolidés et individuels ;
- Amendements d'IAS 39 : Instruments financiers : comptabilisation et évaluation – Eléments éligibles à la comptabilité de couverture ;
- Amendement IFRS 5 (mai 2008).

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

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

3.2. Jugements et estimations

3.2.1 Saisonnalité

L'activité du Groupe, qui consiste à louer et à développer son patrimoine immobilier, est par nature non saisonnière. En conséquence, les comptes consolidés semestriels résumés ne sont pas influencés par des charges ou des produits saisonniers.

3.2.2 Immeubles de placement (IAS 40)

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

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

Juste valeur :

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

La juste valeur est déterminée au 30 septembre 2009 sur la base d'expertises indépendantes fournissant des évaluations hors droits (ou valeur « nette vendeur »), en prenant en compte une décote sur la valeur droits inclus (ou valeur « acte en main »). Cette décote correspond à l'estimation des frais et droits de mutation qu'un acquéreur supporterait, soit environ 6,2% de la valeur nette vendeur pour un immeuble dont la mutation serait soumise au régime des droits d'enregistrements ou 1,8% pour une mutation dépendant du régime TVA.

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

Variation de juste valeur= valeur de marché à la clôture de l'exercice – valeur de marché à la clôture de l'exercice précédent + montant des travaux et dépenses capitalisables de l'exercice.

Méthodologie d'expertise

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

En conformité avec le code de déontologie des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées mis en place par la Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières, le Groupe a procédé à la rotation de l'expert indépendant en charge de l'évaluation du patrimoine immobilier à la clôture et a retenu à compter de la clôture du 30 septembre 2009 les services de BNP Paribas Real Estate.

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

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

- Approche par actualisation des cash-flows

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

Les hypothèses de calcul suivantes sont retenues pour la valorisation:

- prise en compte d'hypothèses d'inflation sur les loyers et les charges,
- horizon de prévision de dix ans,

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

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

- Approche par comparaison

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

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

La méthodologie d'évaluation mise en oeuvre par BNP Paribas Real Estate fondée sur une moyenne arithmétique de trois méthodologies diffère de celle de son prédécesseur qui utilisait principalement la méthode des cash-flows actualisés dont les résultats étaient ensuite confortés par des analyses complémentaires (transactions comparables, capitalisation des loyers) et par des études réalisées par les principaux acteurs du marché.

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

Au cours du semestre écoulé, comme lors du précédent exercice, l'instabilité sur les marchés financiers a provoqué une baisse significative du nombre de transactions représentatives ('benchmark'). La plupart des transactions qui ont lieu impliquent des vendeurs en difficulté financière et des acheteurs recherchant des 'bonnes affaires' ce qui résulte en une plus grande volatilité des prix. Les experts ont réagi à cette situation d'incertitude accrue en interprétant avec précaution le peu de transactions effectives, y compris les transactions avortées.

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

Méthodes de comptabilisation

Les immeubles de placement ne sont pas amortis.

Jusqu'à l'achèvement d'un immeuble en construction, en rénovation ou en cours d'aménagement, en vue d'une utilisation ultérieure en tant qu'immeuble de placement, les dispositions de la norme IAS 16 s'appliquent. Après l'achèvement des travaux, l'immeuble est qualifié comptablement d'immeuble de placement, sous réserve de répondre aux définitions de la norme IAS 40.

IV Gestion des risques financiers

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

La principale activité du Groupe est l'acquisition d'actifs immobiliers d'entreprise et la création de valeur par le management actif et plus tard la revente de ces actifs immobiliers. Afin de financer son portefeuille immobilier, des emprunts variables sont souscrits jusqu'au maximum de 70% de la valeur de l'investissement.

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

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

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

La valeur des actifs immobiliers du Groupe a augmenté de 5,3 M€ ou 2% sur six mois au 30 septembre 2009 passant d'une valeur hors droits de 296,3 M€ à 301,6 M€.

Toute chose étant égale par ailleurs, une variation à la hausse de 10 points de base des taux de rendement immobiliers aurait une incidence négative d'environ 3,6 M€ sur la valeur des actifs immobiliers du Groupe.

- b) Risque de fluctuation des revenus locatifs

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

L'écart entre les loyers annualisés et les loyers de marché au 30 septembre 2009 ressort à 1,9 M€. Cependant, une analyse bail par bail conduit le management à estimer que compte tenu de baux expirant ou de faculté de départ donnée au locataire entrant en vigueur au cours de l'année 2010, l'exposition effective du Groupe à ce risque au 30 septembre 2009, s'élève à 1,1 M€ se répartissant principalement en 385 K€ sur l'immeuble Jatte 1, 272 K€ sur l'immeuble Jatte 2 et 279 K€ sur l'immeuble Jatte 3.

Le non renouvellement de ces baux entraînerait une baisse temporaire (vacance) de 13,4 M€ (54% des loyers annualisés) des revenus locatifs. La relocation ultérieure de ces immeubles à des conditions de marché identiques à celles qui prévalent actuellement entraînerait également une diminution des recettes locatives de 1,1 M€ (4% des loyers annualisés).

- c) Autres Risques Financiers

- Risque de crédit

Le Groupe est principalement exposé au risque de crédit au travers de ses activités locatives. L'exposition à ce risque est limitée par la mise en place de procédures visant à s'assurer de la qualité de la signature des clients

avec qui le Groupe entre en relation et notamment de leur solvabilité. De ce fait, les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité. De plus, un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.

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

Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours du premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2010 ou des exercices précédents. Par conséquent, à ce jour le management estime que le risque que des partenaires ne soient pas en mesure d'honorer leurs obligations contractuelles est faible et cependant ne peut être écarté.

- Risque de liquidité

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

- Risque de taux d'intérêts

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

Au 30 septembre 2009, l'intégralité des dettes bancaires fait l'objet d'une couverture par des swaps de taux d'intérêts, de telle sorte qu'une variation des taux d'intérêts à la hausse ou la baisse n'impacterait pas le résultat et les flux de trésorerie du Groupe. Toutefois les variations de taux d'intérêts ont un impact sur la juste valeur des swaps.

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

En K€	Augmentation/diminution (en points de base)	Effet sur les capitaux propres	Effet sur le résultat avant impôt
30.09.2009	+100	8 948	
	(100)	- 9 628	
31.03.2009	+100	9 905	-
	(100)	- 10 545	-

- Risque de change

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

- Risque du capital

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

L'outil principal de gestion du capital utilisé par le Groupe est son ratio d'endettement consolidé LTV qui se détermine en rapportant le montant total des encours de dettes bancaires nets de la trésorerie à la juste valeur des immeubles de placement. Au 30 septembre 2009, comme au 31 mars 2009, le Groupe s'est fixé comme objectif de maintenir ce ratio au dessous d'un seuil de 65%. Le Groupe estime que le niveau de capitaux

propres qui permet de satisfaire cet objectif de 65% LTV assure une notation de crédit suffisante tout en fournissant un effet de levier pour développer l'activité du Groupe et maximiser la valeur pour l'actionnaire. Afin d'ajuster le ratio LTV et maintenir la structure de capital requise, les moyens suivants peuvent être utilisés par le Groupe :

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

Au 30 septembre 2009, le ratio LTV du Groupe, tel que défini ci-dessus, est de 67% et résulte principalement du niveau des valeurs d'expertises des immeubles de placement conséquence de la dégradation des marchés financiers et immobiliers.

V Notes et commentaires

Note 0 – Périmètre de consolidation

Le périmètre de consolidation est constitué :

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

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

Notes sur le Bilan

Note 1 – Immeubles de placement

L'évolution de la juste valeur des immeubles de placement, entre le 31 mars 2008 et le 30 septembre 2009 est la suivante :

	Valeur 31.03.08	Incidence des investissements	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur 31.03.09	Incidence des investissements	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur 30.09.09
Jatte 1	95 669	123			-19 922	75 870	64			-734	75 200
Jatte 2	38 324	346			-6 180	32 490	372			1 138	34 000
Le Chaganne (Gennevilliers)	28 625	511			-5 596	23 540	224			136	23 900
Jatte 3	52 260	241			-9 921	42 580	464			1 356	44 400
Suresnes	14 727	10			-3 387	11 350	20			1 030	12 400
Le Magellan	78 475	64			-25 999	52 540	1			-1 541	51 000
Le Danica	52 354	46			-8 140	44 260	442			1 098	45 800
Le Salengro	14 303	135			-788	13 650	3			1 247	14 900
Total immeubles de placement	374 737	1 477	0	0	-79 934	296 280	1 589	0	0	3 731	301 600

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

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

La variation de juste valeur de l'immeuble de Suresnes au cours du premier semestre de l'exercice 2009/2010 comprend un montant de 499 K€ lié à la prise en compte d'un taux de 1,8% pour la détermination du montant des droits dans l'expertise au 30.09.09 contre un taux de 6,20% à la clôture des exercices précédents.

Note 2 – Autres actifs non courants

Sont compris dans les autres actifs non courants:

- 203 K€ bloqués dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec SG Securities en date du 23 avril 2007 (126 K€ au 31 mars 2009) ;
- le dépôt de garantie des locaux de Züblin Immobilière France pour 39 K€ (39 K€ au 31 mars 2009).

Note 3 – Créances clients

Au 30 septembre 2009, il s'agit essentiellement de la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2009 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance et des factures à établir correspondant à des charges à refacturer.

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

Aucune créance au 30 septembre 2009 ne présente d'antériorité et de risque d'irrecouvrabilité significatifs.

en K€	30.09.2009	31.03.2009
Créances clients brutes	6 599	8 687
Provision pour créances douteuses	-	-
Créances clients nettes	6 599	8 687

Note 4 – Autres créances

Elles se décomposent comme suit :

en K€	30.09.2009	31.03.2009
Appel charges syndic	2 841	1 674
TVA	494	617
Intérêts courus sur swaps		4
Autres créances	329	174
Impôt sur les bénéfices	19	19
Autres créances, valeur brute	3 683	2 488

Note 5 – Charges constatées d'avance

Les charges constatées d'avance d'un montant de 392 K€ au 30 septembre 2009 (690 K€ au 31 mars 2009) correspondent à des charges d'exploitation (assurances et taxes).

Note 6 – Trésorerie et équivalent de trésorerie

en K€	30.09.2009	31.03.2009
Banque	23 489	19 265
Placement financier à court terme	1 584	1 503
Trésorerie et équivalent de trésorerie	25 073	20 768
Banque - compte créditeur	-	229
Trésorerie et équivalent de trésorerie Nette	25 073	20 539

Les placements financiers à court terme correspondent à des OPCVM Euromonétaires.

Note 7 – Obligations remboursables en actions

La composante « capitaux propres » au 30 septembre 2009 se détaille de la façon suivante :

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

* Montant de la composante dette déterminée à l'émission de l'ORA (voir Note 10 Autres dettes financières pour solde au 31.03.09 de la composante dette).

Note 8 – Provisions pour risques

La provision de 215 K€ comptabilisée au 30 septembre 2009 (266 K€ au 31 mars 2009) correspond au montant arrêté avec YSL Beauté des pénalités de retard sur la réalisation de travaux d'amélioration sur l'immeuble Jatte 2.

Note 9 – Dettes bancaires

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

En K€ -**Dettes bancaires au 30 septembre 2009**

	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 30/09/09						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Aareal Bank	05/07/07	75 788	04/07/14	4,13% Remboursement in fine	75 494	360	75 854	360	75 494	75 494	
Aareal Bank	04/08/06	18 000	01/08/16	5,35% Remboursement in fine	17 861	51	17 912	51	17 861		17 861
Natixis	19/03/07	40 000	31/12/13	4,93% (1) Remboursement in fine	39 807		39 807		39 807	39 807	
Natixis	05/10/07	55 000	05/10/14	5,04 % (1) Remboursement in fine.	54 698		54 698		54 698		54 698
Natixis	11/01/08	29 000	11/01/15	5,47% (1) Remboursement in fine	28 781		28 781		28 781		28 781
Aareal bank	28/06/07	10 000	28/06/14	5,00% (1) Remboursement in fine	9 895	44	9 939	44	9 895	9 895	
Total dettes bancaires					226 536	455	226 991	455	226 536	125 196	101 340

En K€ -**Dettes bancaires au 31 mars 2009**

	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 31.03.09						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Aareal Bank	05/07/2007	75 788	04/07/14	5,79% (1) Remboursement in fine	75 453	665	76 117	665	75 453		75 453
Aareal Bank	04/08/2006	18 000	01/08/16	5,82% (1) Remboursement in fine	17 847	86	17 932	86	17 847		17 847
Natixis	19/03/2007	40 000	31/12/13	5,73% (1) Remboursement in fine	39 771		39 771		39 771	39 771	
Natixis	05/10/2007	55 000	04/10/14	5,61 % (1) Remboursement in fine.	54 665		54 665		54 665		54 665
Natixis	11/01/2008	29 000	10/01/15	5,77 % (1) Remboursement in fine	28 762		28 762		28 762		28 762
Aareal Bank	28/06/2007	10 000	28/06/14	5,71% (1) Remboursement in fine	9 882	1	9 883	1	9882		9 882
Total dettes bancaires					226 380	751	227 131	751	226 380	39 771	186 609

(1) Taux d'intérêts effectif hors swap

Note 10 – Autres dettes financières

En K€ -Autres dettes financières au 30 septembre 2009

Nature	Terme	Conditions	Solde au 30.09.09						
			Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances ente un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2769	0	2769	952	1817	1817	
ORA - composante <<dettes >> (1)			4618	33	4651	519	4132	2192	1939
Total autres dettes financières			7387	33	7420	1471	5949	4010	1939

En K€ -Autres dettes financières au 31 mars 2009

Nature	Terme	Conditions	Solde au 31.03.09						
			Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances ente un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2744		2744	1538	1207	1207	
ORA - composante <<dettes >> (1)			5082	162	5244	626	4618	2091	2527
Total autres dettes financières			7826	162	7988	2164	5824	3298	2527

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

Note 11 – Instruments financiers

Cf. partie VI Instruments financiers

Note 12 – Dettes fiscales et sociales

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

en K€	30.09.2009	31.03.2009
Charges à payer	480	405
TVA à décaisser		226
TVA collectée	1 750	1 305
Dettes provisionnées / congés et primes	40	144
Organismes sociaux et avances aux salariés	82	47
Total	2 352	2 126

Ces dettes sont à échéance moins d'un an.

Note 13 – Dette d'impôt

La dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 4 594 K€ et représente la dette d'« exit tax » au 30 septembre 2009. Cette dette qui a fait l'objet d'un paiement différé sur quatre ans sera intégralement remboursée en décembre 2009.

Dette d'impôt				
en K€	Total 30.09.09	Non courant	Courant	31.03.2009
Exit tax	4 594		4 594	4 594
Actualisation	-			- 176
Dette d'impôt total	4 594	-	4 594	4 418

Note 14 – Autres dettes

Les autres dettes s'élèvent à 3 632 K€ au 30 septembre 2009 (1 460 K€ au 31 mars 2009). Elles correspondent essentiellement aux appels de charges auprès des locataires.

Notes sur le compte de résultat

Note 15 – Revenus locatifs

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

30.09.2009		
	K€	%
Roche	4 148	34%
Faurecia	2 161	18%
YSL Beauté	1 648	13%
Autres	4 288	35%
Total	12 245	100%
30.09.2008		
	K€	%
Roche	5 140	39%
Faurecia	2 857	21%
YSL Beauté	1 365	10%
Autres	3 986	30%
Total	13 348	100%

Note 16 – Coût de l'endettement financier net

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

- intérêts et charges assimilées (en K€)

Prêteur	Terme	Conditions	30.09.2009	30.09.2008
Aareal Bank	04/07/14	4,13 % (1) 75,8 MEUR - Remboursement in fine	1 531	1 536
Aareal Bank	01/08/16	5,35 % (1) 18 MEUR - Remboursement in fine	473	470
Natixis	31/12/13	4,93 % (1) 40 MEUR - Remboursement in fine	961	944
Aareal Bank	28/06/14	5,00 % (1) 10 MEUR - Remboursement in fine	247	242
Natixis	04/10/14	5,04 % (1) 55 MEUR - Remboursement in fine	1 364	1 340
Natixis	10/01/15	5,47 % (1) 29 MEUR - Remboursement in fine	772	773
Intérêts sur découverts et autres charges financières			0	0
Charges liées aux instruments de couverture de taux			0	0
Sous-total charges financières liées au refinancement			5 348	5 306
Obligations				
Remboursables en	07/08/17	Charge d'intérêts	117	128
Actions				
Actualisation des dépôts de garantie				19
Actualisation de l'Exit Tax			176	199
SWAP - charges liées aux résiliations par anticipation			0	0
Sous-total autres charges financières			293	346
Total charges financières			5 641	5 651

(1) Taux d'intérêts effectif hors swap

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

	30.09.2009	30.09.08
Produits de cession de valeurs mobilières de placement		
Produits actualisation (*)	4	2
Intérêts financiers	25	385
Produits liés aux instruments de couverture de taux		
Total des produits financiers	29	387

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

VI Instruments financiers

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

En K€		Valeur comptable		Juste valeur		Ecart	
		30.09.2009	31.03.2009	30.09.2009	31.03.2009	30.09.2009	31.03.2009
Actifs financiers							
Banque	cash	23 489	19 265	23 489	19 265	0	0
Placement financier court terme	option juste valeur par résultat	1 584	1 503	1 584	1 503	0	0
Autres actifs non courants	prêts et créances	241	165	241	165	0	0
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	0	0	0	0	0	0
Créances clients et autres créances	prêts et créances	10 281	11 175	10 281	11 175	0	0
Passifs financiers							
Dettes bancaires	passif au coût amorti	226 991	227 130	226 991	227 130	0	0
Dettes bancaires	Cash	0	229	0	229	0	0
Composante Dette de l'ORA	passif au coût amorti	4 651	5 244	4 651	5 244	0	0
Autres dettes financières	passif au coût amorti	2 769	2 744	2 769	2 744	0	0
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	13 811	13 651	13 811	13 651	0	0
Dettes fournisseurs et autres dettes	passif au coût amorti	11 272	8 835	11 272	8 835	0	0

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

Le tableau suivant présente la valorisation du portefeuille de swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2009 :

Bénéficiaire		Montant en K€	Taux échangé	Valorisation en K€ au 30.09.09
Zublin Immobilière Paris Ouest 1 SAS	05/07/2012	75 700	3,225%	-2 327
Züblin Immobilière France SA	01/08/2016	18 000	4,195%	-1 506
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,815%	-1 261
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,788%	-1 236
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	20 000	4,050%	-1 505
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	-753
Züblin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	-753
Züblin Immobilière France SA	30/06/2014	10 000	3,998%	-714
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	20 000	4,333%	-1 812
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	5 000	4,333%	-453
Züblin Immobilière France SA	02/04/2015	4 000	4,255%	-346
Züblin Immobilière France SA	30/09/2014	15 000	4,085%	-1 144
Total				-13 811

La valorisation des swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2009 est présentée hors intérêts courus.

Le tableau suivant présente l'échéancier des passifs financiers du Groupe au 30 septembre 2009, sur la base des engagements de flux de trésorerie contractuels non actualisés :

au 30/09/09							
En K€ - échu	Montant nominal au 30/09/09	< à un an		entre un à cinq ans		> à 5 ans	
		Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement
Emprunts après couverture	227 788	10 266	0	38 840	125 788	2 108	102 000
ORA	4 618	220	486	632	2 192	177	1 939
Dépôts et cautionnements	2 769	-	952	-	1 817	-	-
Dettes fournisseurs et autres dettes	17 820	-	17 820	-	-	-	-

VII INFORMATION SECTORIELLE

Compte de résultat sectoriel

COMPTE DE RESULTAT SEPRE					
<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total 30.09.09
Revenus locatifs	9 940	704	1 602	0	12 245
Charges du foncier	-89	0	2	0	-87
Charges locatives non récupérées	-25	0	-21	0	-46
Charges sur immeubles	-384	-2	28	0	-358
Loyers nets	9 442	702	1 611	0	11 754
Frais de structure	0	0	0	-422	-422
Frais de personnel	0	0	0	-315	-315
Frais de fonctionnement	0	0	0	-737	-737
Produit de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
VNC des immeubles cédés	0	0	0	0	0
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	3 661	1 246	1 098	0	6 005
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-2 275				-2 275
Incidence des investissements					
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires	0	0	0	1	1
Solde net des ajustements de valeur	1 386	1 246	1 098	1	3 731
Résultat opérationnel net	10 828	1 948	2 709	-736	14 749
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	-30	1	37	21	29
Intérêts et charges assimilées	-4 751	0	-772	-117	-5 641
Coût de l'endettement financier net	-4 781	1	-735	-96	-5 611
Résultat avant impôt	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Résultat net de l'ensemble consolidé	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Dont part du Groupe	6 047	1 949	1 974	-832	9 137
Dont part des minoritaires	0	0	0	0	0

COMPTE DE RESULTAT SEPRE

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputé	Total 30.09.08
Revenus locatifs	11 118	646	1 584	0	13 348
Charges du foncier	-134	0	0	0	-134
Charges locatives non récupérées	-60	0	0	0	-60
Charges sur immeubles	-98	-4	-1	0	-103
Loyers nets	10 826	642	1 583	0	13 051
Frais de structure	0	0	0	-794	-794
Variation des provisions	-100	0	0	0	-100
Frais de personnel	0	0	0	-486	-486
Frais de fonctionnement	-100	0	0	-1 280	-1 380
Produit de cession des immeubles placement	0	0	0	0	0
VNC des immeubles cédés	0	0	0	0	0
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	477	135			612
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-38 214	-563	-914		-39 691
Ajustement à la hausse du portefeuille titres et des éléments monétaires				64	64
Solde net des ajustements de valeur	-37 737	-428	-914	64	-39 015
Résultat opérationnel net	-27 011	214	669	-1 216	-27 344
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	216	3		168	387
Intérêts et charges assimilées	-4 750		-773	-128	-5 651
Coût de l'endettement financier net	-4 534	3	-773	40	-5 264
Résultat avant impôt	-31 545	217	-104	-1 176	-32 608
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Ajustement écart d'acquisition					
Résultat net de l'ensemble consolidé	-31 545	217	-104	-1 176	-32 608
Dont part du Groupe	-31 545	217	-104	-1 176	-32 608
Dont part des minoritaires	0	0	0	0	0

Note : Les ajustements de valeur des immeubles de placement au 30.09.08 ont fait l'objet de reclassement de compte à compte sans impact sur le résultat de la période.

Actif sectoriel

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - ACTIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total 30.09.09
Actifs corporels	0	0	0	159	159
Immeubles de placement	240 900	14 900	45 800	0	301 600
Autres actifs non courants	0	0	0	241	241
ACTIFS NON COURANTS	240 900	14 900	45 800	401	302 001
Créances clients	5 181	55	1 362	0	6 599
Autres créances	2 100	0	1 016	567	3 683
Charges constatées d'avance	214	2	113	62	392
Trésorerie et équivalents de trésorerie	11 011	1 632	1 947	10 484	25 073
ACTIFS COURANTS	18 507	1 689	4 438	11 113	35 747
TOTAL ACTIF	259 407	16 589	50 238	11 513	337 748

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputé	Total 31.03.09
Actifs corporels	0	0	0	182	182
Immeubles de placement	238 370	13 650	44 260	0	296 280
Autres actifs non courant	0	0	0	165	165
Dérivés à la juste valeur	0	0	0	0	0
ACTIFS NON COURANTS	238 370	13 650	44 260	347	296 627
Créances	8 827	467	2 044	527	11 866
Créances clients	7 246	458	982	0	8 687
Autres créances	973	2	1 047	466	2 488
Charges constatées d'avance	608	6	16	61	690
Trésorerie et équivalents de trésorerie	14 629	1 375	2 105	2 658	20 768
ACTIFS COURANTS	23 456	1 842	4 150	3 185	32 633
TOTAL ACTIF	261 826	15 492	48 410	3 532	329 260

Passif Sectoriel

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total 30.09.09
Provisions pour risques	215	0	0	0	215
Dettes bancaires	197 755	0	28 781	0	226 536
Autres dettes financières	1 392	0	425	4 132	5 949
Instruments financiers	11 200	0	2 611	0	13 811
PASSIFS NON COURANTS	210 563	0	31 817	4 132	246 512
Part courante des dettes bancaires	455	0	0	0	455
Part courante des autres dettes financières	904	0	48	519	1 471
Avances et acomptes	34	0	0	0	34
Dettes fournisseurs	320	6	29	346	702
Dettes fiscales et sociales	1 797	76	241	237	2 352
Dettes d'impôt exigibles	4 594	0	0	0	4 594
Autres dettes	2 082	0	1 465	85	3 632
Produits constatés d'avance	5 494	352	736	0	6 581
PASSIFS COURANTS	15 679	435	2 519	1 187	19 820
TOTAL PASSIF (hors capitaux propres)	226 242	435	34 336	5 319	266 331

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF

<i>(en milliers d'euros)</i>	Paris	Marseille	Lyon	Non imputé	Total 31.03.09
Provisions pour risques	266	0	0	0	266
Dettes bancaires	197 618	0	28 762	0	226 380
Autres dettes financières	1 191	0	15	4 618	5 824
Instruments financiers	11 013	0	2 638	0	13 651
Dettes d'impôts - Exit tax	0	0	0	0	0
PASSIFS NON COURANTS	210 088	0	31 415	4 618	246 121
Part courante des dettes bancaires	980	0	0	0	980
Part courante des autres dettes financières	1 050	0	488	626	2 164
Avances et acomptes	0	0	0	0	0
Dettes fournisseurs	420	6	0	404	830
Dettes fiscales et sociales	1 130	75	287	634	2 126
Dettes d'impôt exigible	4 418	0	0	0	4 418
Autres dettes	515	-28	951	21	1 459
Produits constatés d'avance	4 905	352	761	0	6 018
PASSIFS COURANTS	13 418	405	2 487	1 685	17 995
TOTAL PASSIF (hors capitaux propres)	223 506	405	33 902	6 303	264 116

VIII Engagements de Financement et de Garantie

Engagements donnés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée

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

Au 30 septembre 2009, Züblin Immobilière France et ses filiales respectent les engagements pris aux termes de ses emprunts bancaires.

Lors du renouvellement du bail avec YSL Beauté, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser en 2008 et 2009 des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 1 125 K€ (dont 615 K€ sont achevés et 510 K€ sont en cours de réalisation au 30 septembre 2009).

Lors de la signature du bail avec Faurecia, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser sur une période de 6 ans des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 400 K€.

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

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

Engagements reçus

Les engagements de loyers prévisionnels à recevoir des locataires du parc immobilier ont été évalués sur la base des contrats de location à la date de clôture en tenant compte des évolutions futures liées aux renégociations ou indexations connues à la date d'établissement des présents comptes. Au 30 septembre 2009, ces engagements se présentent de la façon suivante :

Année	Selon fin de bail		Selon prochaine option de sortie	
	Engagements locatifs K€	%	Engagements locatifs	%
2009/2010	11 660	10%	11 724	20%
2010/2011	22 934	20%	20 237	34%
2011/2012	17 806	15%	11 866	20%
2012/2013	15 010	13%	5 486	9%
2013/2014	15 506	13%	4 870	8%
2014/2015	13 111	11%	3 125	5%
2015/2016	9 329	8%	375	1%
2016/2017	7 584	7%	994	2%
2017/2018	2 289	2%	-	0%
2018/2019	13	0%	-	0%
Total	115 242	100%	58 676	100%

Par ailleurs, les garanties bancaires reçues des locataires s'élèvent au 30 septembre 2009 à 1,6 M€.

IX Informations sur les parties liées

9.1 Transaction avec les sociétés liées

Un contrat de prestation de services a été conclu par Züblin Immobilière France avec la société Züblin Immobilien Management AG en date du 18 janvier 2006. Ce contrat prévoit une rémunération trimestrielle égale à 0,025 % de la valeur droits inclus des actifs immobiliers. Les honoraires facturés au titre du semestre clos au 30 septembre 2009 s'élèvent à 157 K€.

9.2 Transaction avec les autres parties liées

Rémunération du Directeur général :

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

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

Rémunération des administrateurs :

L'Assemblée générale mixte des actionnaires du 22 juin 2009 a fixé le montant des jetons de présence à répartir librement entre les membres du conseil d'administration à la somme maximale de 100 000 € brut au titre de l'exercice clos au 31 mars 2010.

En date du 3 novembre 2008, le conseil d'administration a décidé de réduire le montant des jetons de présence du Président à 2 500 € par séance (3 500 € auparavant) et de supprimer ceux précédemment attribués pour les participations aux comités d'audit et comités des nominations et rémunérations. La rémunération de Messieurs Didelot, Nahum et Walker est de 2 000 € par présence au conseil.

Au titre de la période du 1^{er} avril 2009 au 30 septembre 2009, le montant des jetons de présence comptabilisé en charge s'est élevé à 37 047 € (montant incluant les charges sociales afférentes aux jetons de présence versés au Président).

X Autres informations

Engagement de retraite

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

Evolution du capital

	Capital social en K€ (*)	Nombre d'actions (*)
Capital social au 31/03/08	55 034	9 172 283
Capital social au 31/03/09	55 034	9 172 283
Capital social au 30/09/09	55 034	9 172 283

(*) informations incluant les actions d'autocontrôle

Répartition du capital

La répartition du capital au 30 septembre 2009 se présente comme suit :

Base non diluée	30.09.2009		31.03.2009	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Groupe Züblin	5 426 236	59,16%	5 426 269	59,16%
Administrateurs et dirigeants (*)	43 238	0,47%	42 852	0,47%
Autocontrôle	22 609	0,25%	39 085	0,43%
Public (**)	3 680 200	40,12%	3 664 077	39,95%
Total	9 172 283	100,00%	9 172 283	100,00%

Base diluée	31.03.2009		31.03.2009	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Total	11 672 283	100,00%	11 772 283	100,00%

(*) Monsieur Pierre Rossier, Président de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2009, 10 000 actions Züblin Immobilière France, et Monsieur Pierre Essig, Directeur général de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2009, 27 584 actions Züblin Immobilière France, et

Monsieur Bruno Schefer, administrateur de la société, détient au 30 septembre 2009, 5 606 actions Züblin Immobilière France, et Monsieur Andrew Walker, administrateur de la société, détient au 30 septembre 2009, 46 actions Züblin Immobilière France.

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

(**) A l'exception de la société Asset Value Investors, qui a déclaré en date du 29 mars 2006 avoir franchi à la hausse le seuil de 5% et détenir 209 253 actions à cette date, et le Groupe Züblin Immobilien, aucun autre actionnaire a déclaré détenir plus de 5% du capital et/ou des droits de vote au 30 septembre 2009.

Züblin Immobilière France S.A.

Période du 1^{er} avril au 30 septembre 2009

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

PHILIPPE DEPARIS
28, rue de Strasbourg
94300 Vincennes

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Paris

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

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

Züblin Immobilière France S.A.

Période du 1^{er} avril au 30 septembre 2009

Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle

Aux Actionnaires,

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

- l'examen limité des comptes semestriels consolidés résumés de la société Züblin Immobilière France S.A., relatifs à la période du 1^{er} avril au 30 septembre 2009, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité.

Ces comptes semestriels consolidés résumés ont été établis sous la responsabilité du conseil d'administration, dans un contexte d'instabilité des marchés financiers, d'une baisse significative du nombre de transactions immobilières représentatives et d'une grande volatilité des prix, contexte décrit dans la note 3.2. de l'annexe qui prévalait déjà à la clôture de l'exercice au 31 mars 2009. Il nous appartient, sur la base de notre examen limité, d'exprimer notre conclusion sur ces comptes.

1. Conclusion sur les comptes

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

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

Sans remettre en cause la conclusion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur la note 3.1. de l'annexe qui expose les nouvelles normes et interprétations que votre société a appliquées à compter du 1^{er} avril 2009.

2. Vérification spécifique

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

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

Vincennes et Paris-La Défense, le 18 novembre 2009

Les Commissaires aux Comptes

Philippe DEPARIS

ERNST & YOUNG Audit

Nathalie Cordebar

ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Société anonyme au capital de EUR 55.033.698

Siège social : 52, rue de la Victoire 75009 Paris

448 364 232 RCS PARIS

RAPPORT DE GESTION ACTIVITE DE LA SOCIETE DU 1^{ER} AVRIL 2009 AU 30 SEPTEMBRE 2009

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

- l'activité de la société au cours de la période de six mois qui s'est clôturée le 30 septembre 2009 ;
- les événements importants survenus depuis la date de la clôture du dernier exercice ;
- les résultats financiers de cette activité, et leur traduction comptable ;
- l'évolution prévisible de la situation de la société et ses perspectives d'avenir.

1. PRESENTATION DU GROUPE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Au 30 septembre 2009, le groupe Züblin Immobilière France SA (ci-après le « Groupe ») est constitué de 3 sociétés :

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

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

La société est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris de NYSE Euronext.

1.1 Züblin Immobilière France SA

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

1.2 Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS

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

1.3 SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens

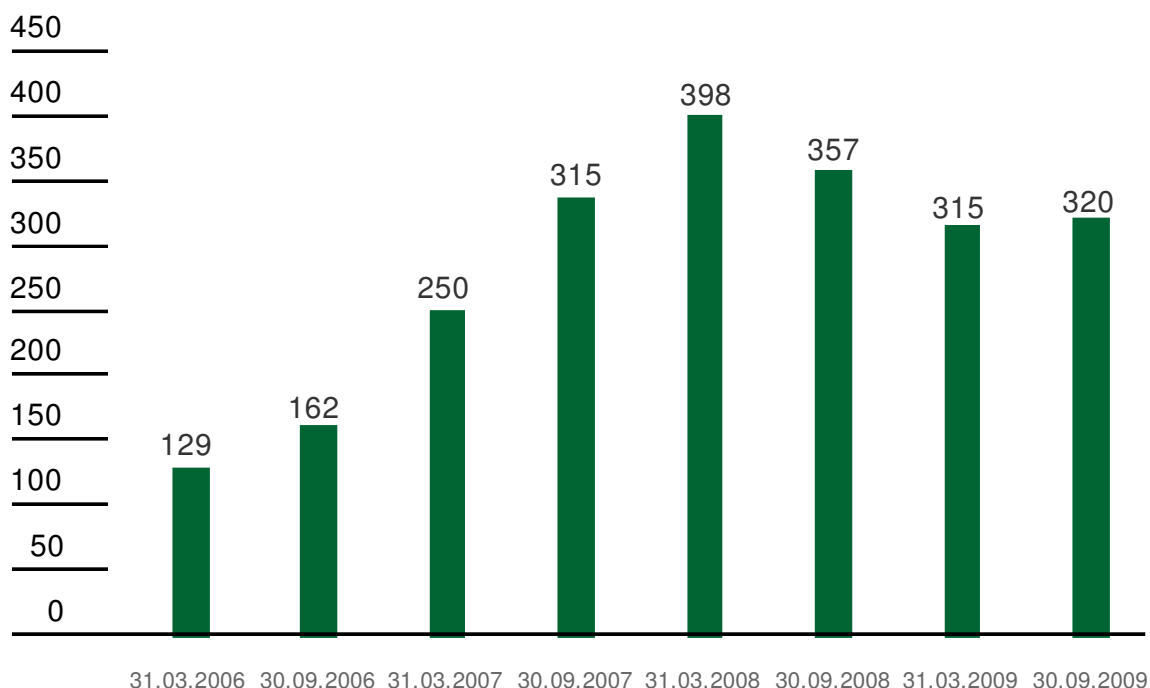
La SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens (ci-après « Züblin Immobilière Verdun Flourens ») est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro D 478 981 467. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

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

2. FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET ACTIVITE DU GROUPE

Le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2010 a été marqué par le contexte de crise financière et immobilière qui s'est poursuivi tout au long de la période. Compte tenu du renforcement de la crise immobilière et financière et sa propagation à la sphère économique, le Groupe a tout au long du semestre poursuivi l'adaptation de sa gestion pour faire face à ces conditions adverses durables. L'accent a notamment été mis sur la préservation de la trésorerie disponible et la fidélisation des locataires.

2.1 Evolution du patrimoine sur les trois dernières années



Afin de préserver la trésorerie disponible du Groupe, la suspension du programme d'acquisition initiée au début de l'exercice 2008/09 s'est poursuivie au cours du premier semestre de l'exercice 2009/2010. Aucune cession n'a été réalisée au cours du semestre. La valeur du patrimoine droits inclus s'établit au 30 septembre 2009 à 320 M€ en hausse de 1,6% par rapport au 31 mars 2009. Cette hausse comprend des évolutions contraires au sein du portefeuille (les valeurs de Jatte 1 et du Magellan baissant respectivement de 1% et 3%) et résulte de la prise en compte par l'expert indépendant BNP Paribas Real Estate en charge de la valorisation du patrimoine au 30 septembre 2009 de plusieurs évolutions de marché, notamment :

- Les taux de rendements attendus se sont stabilisés et ont pu dans certains cas diminuer par rapport aux niveaux élevés retenus au 31 mars 2009, ces derniers n'ayant pas été confirmés par les transactions réalisées récemment sur les marchés immobiliers ;
- Les revenus locatifs ont progressé notamment sous l'effet d'une indexation positive (+1,4%) ;
- Cependant, les valeurs locatives de marché retenues par les experts indépendants sont en baisse passant de 24 M€ au 31 mars 2009 à 23,1 M€ au 30 septembre 2009.

La description synthétique du portefeuille du Groupe au 30 septembre 2009 est présentée ci-après au paragraphe 2.7 et dans un tableau en annexe.

2.2 Travaux de maintenance et de rénovation

Au cours du semestre, le Groupe a poursuivi sa politique de maintenance des immeubles composant son portefeuille dans le but de lutter contre l'obsolescence éventuelle de ses actifs et dans une démarche de création de valeur. A ce titre, il a effectué pour plus de 1,7 M€ de travaux d'entretien et de rénovation, notamment sur les immeubles Jatte 2, Jatte 3 et Gennevilliers (centrale de traitement d'air, climatisation, rénovation de sanitaires etc.). Certains de ces travaux font partie de plans de travaux convenus avec les locataires de Gennevilliers et Jatte 2 pour des montants respectifs de 880 K€ et 1 125 K€. Au cours du semestre, l'engagement de travaux pris sur Gennevilliers a été complètement réalisé.

Aucune restructuration lourde n'a été engagée durant le semestre.

2.3 Gestion locative

2.3.1 Nouveaux baux et résiliation

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

- Immeuble Danica

En juin 2009, la société Adecco a libéré par anticipation la totalité des surfaces qu'elle occupait soient 287 m². Ces surfaces ont été immédiatement relouées à la société Eurogage dans le cadre d'un bail d'une durée de 9 ans. Le loyer annualisé est fixé à 63 K€* (200 €/m² bureau). Par ailleurs, ce bail est assorti d'une franchise de loyers de 3,5 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

- Immeuble Jatte 3 et laboratoires Roche

Züblin Immobilière France a été notifiée de la résiliation par les laboratoires Roche du bail portant sur les 4ème et 5ème étages de l'immeuble Jatte 3, soit une surface de bureau totale de 1216 m². Cette résiliation sera effective le 31 octobre 2009 et est sans effet sur les résultats du premier semestre 2009/2010.

- Immeubles Jatte 3 et Jatte 2 : YSL Beauté

Züblin Immobilière France a été notifiée de la résiliation par YSL Beauté du bail portant sur le 7ème étage de l'immeuble Jatte 3, soit une surface de bureau totale de 1046 m². Cette résiliation sera effective le 30 novembre 2009 et est sans effet sur les résultats du premier semestre 2009/2010. Concomitamment à cette résiliation, YSL Beauté et Züblin Immobilière France ont fixé le montant définitif des pénalités de retard liées aux retards d'exécution du plan de travaux défini dans le bail portant sur l'immeuble Jatte 2 à un montant de 215K€.

- Immeuble Magellan

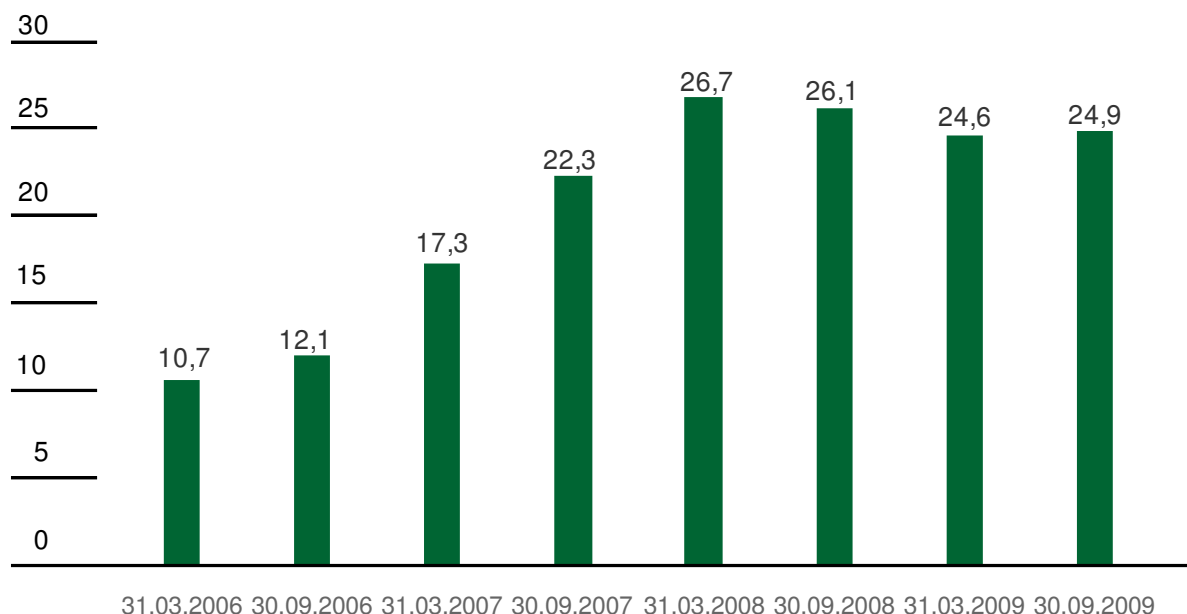
Comme prévu aux termes du bail signé avec Faurecia en novembre 2008, Züblin Immobilière France a été notifiée de la restitution par Faurecia du 2ème étage de l'immeuble Magellan, soit une surface de bureau totale de 1766 m². Cette restitution sera effective le 31 mars 2010 et est sans effet sur les résultats du premier semestre 2009/2010.

Par ailleurs, Faurecia a notifié Züblin Immobilière France qu'elle ne renouvellera pas le bail portant sur les surfaces du premier étage à son échéance au 30 septembre 2010. Le premier étage de l'immeuble Magellan, d'une surface de 1653 m² est actuellement sous-loué par Faurecia à la société National Instruments.

2.3.2 *Evolution des loyers annualisés*

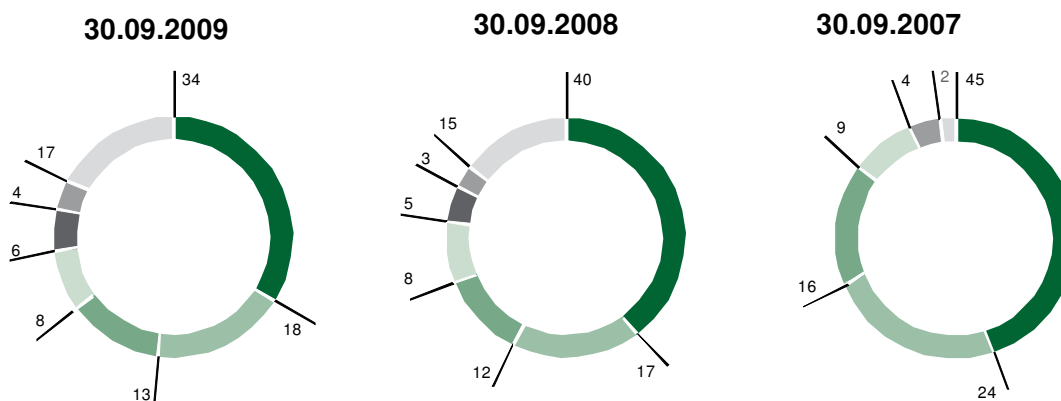
Les loyers annualisés ont augmenté d'environ 1,2% principalement sous l'effet de l'indexation durant le premier semestre de l'exercice 2009/2010 et atteignent 24,9 M€ au 30 septembre 2009 (24,6 M€ au 31 mars 2009).

Depuis le 31 mars 2006 les loyers annualisés sont passés de 10,7 M€ à 24,9 M€ soit une progression de plus de 130%, notamment du fait des acquisitions réalisées mais également en raisons d'indexations annuelles favorables.



Dans le même temps les revenus locatifs se sont diversifiés et les loyers perçus des Laboratoires Roche qui représentaient 45% du loyer annualisé il y a deux ans constituent 34% des dits loyers au 30 septembre 2009.

Evolution de la répartition des revenus locatifs :



En M€	30.09.2009	30.09.2008	30.09.2007
Roche	8,4	10,5	10,0
Faurecia	4,4	4,4	5,4
YSL Beauté	3,3	3,0	3,6
Europ Assistance	2,1	2,0	1,9
Ville de Marseille	1,4	1,3	-
Lexmark	0,9	0,9	0,9
Autres	4,4	4,0	0,5
Total	24,9	26,1	22,3

2.4 Opérations de Capital

2.4.1 Activité du contrat de liquidités

Le contrat de liquidité souscrit auprès de SG Securities et s'inscrivant dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par les assemblées générales mixtes de Züblin Immobilière France du 15 février 2006, du 18 juin 2007, du 23 juin 2008 et du 22 juin 2009, a connu l'activité suivante sur le semestre clos au 30 septembre 2009 :

Entre le 1^{er} avril 2009 et le 30 septembre 2009, au titre du contrat de liquidité, Züblin immobilière France a procédé à l'achat de 27 642 actions et la vente de 44 118 actions, soit 2,5% du volume global des transactions de la période. A la date du 30 septembre 2009, les moyens suivants figuraient au compte de liquidité : 22 606 actions et 202 524,14 €.

2.4.2 Distribution de primes d'émission et intérêts sur ORA

L'assemblée générale mixte du 22 juin 2009 a approuvé le remboursement partiel de primes d'émission de 0,30 €/action. Cette distribution d'un montant global de 2,7 M€ a été réalisée le 29 juin 2010.

Le 7 août 2009, la Société a octroyé en intérêts au porteur de l'ORA le montant le plus élevé entre un coupon de 2% de la valeur du nominal et la dernière distribution par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (soit 1 000). Sur la base d'une distribution de 0,30 €, les intérêts s'élèvent à 750 K€.

2.5 Gestion financière

Au cours du semestre clos le 30 septembre 2009, la structure de financement du Groupe est restée inchangée, le montant total des emprunts s'élevant à 227,8 M€ au 30 septembre 2009.

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

2.6 Autres faits significatifs

2.6.1 Rotation évaluateur immobilier indépendant

En conformité avec le code de déontologie des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées mis en place par la Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières, le Groupe a procédé à la rotation de l'expert indépendant en charge de l'évaluation de son patrimoine immobilier depuis plus de sept ans et a retenu à compter de la clôture du 30 septembre 2009 les services de BNP Paribas Real Estate.

2.7 Situation patrimoniale et locative au 30 septembre 2009

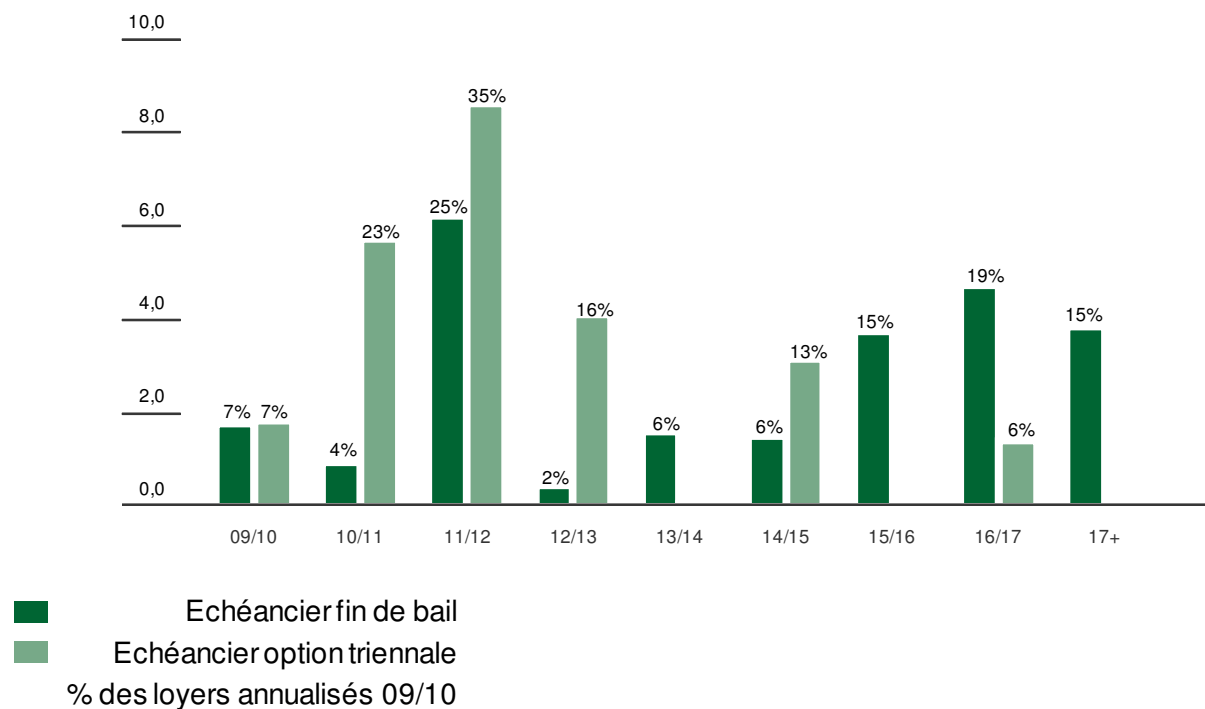
Voir également tableau détaillé en annexe.

2.7.1 Description de l'état locatif

Au 30 septembre 2009, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine s'élève à 1% (0,7% au 31 mars 2009).

Le total des loyers annualisés est de 24,9 M€, soit un rendement locatif de 7,8% sur la base de la valeur droits inclus du portefeuille. BNP Paribas Real Estate évalue la valeur locative du patrimoine à 23,1 M€.

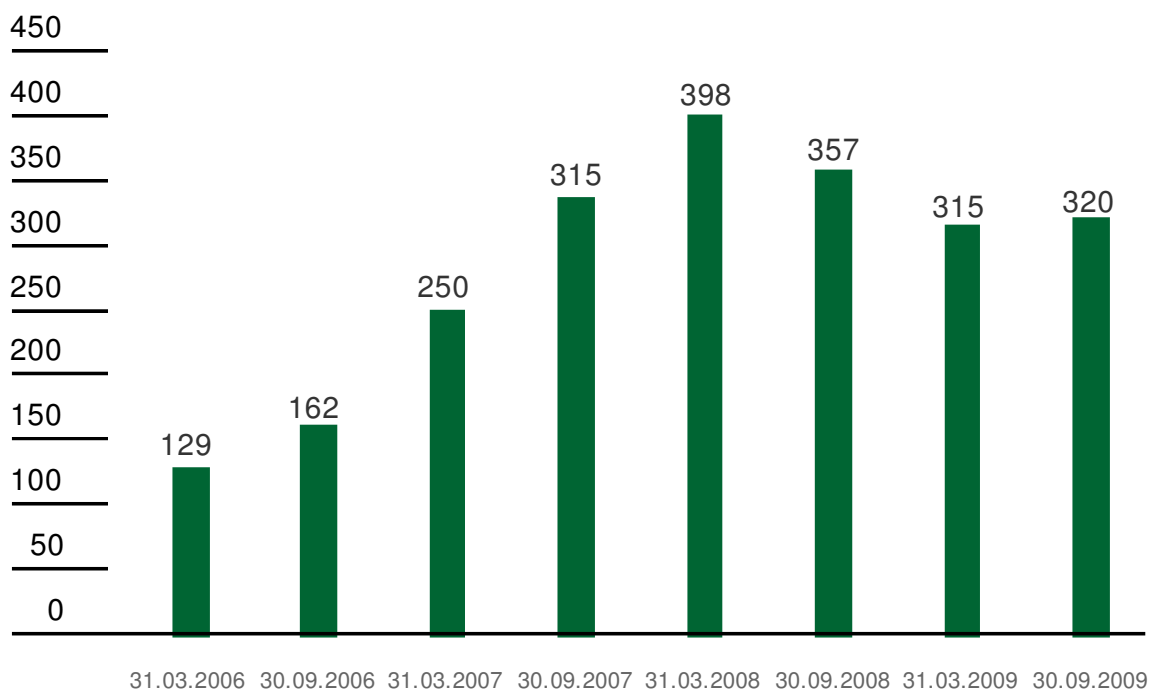
L'échéancier des baux se présente comme suit :



2.7.2 Description du portefeuille

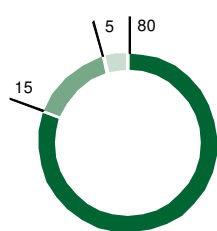
Au 30 septembre 2009, le patrimoine de la société est composé de huit immeubles de bureaux d'une surface utile totale de 77 111 m², situés dans le quartier ouest des affaires de Paris (Neuilly-sur-Seine, Gennevilliers, Suresnes, Nanterre), ainsi qu'à Lyon et Marseille. Le taux d'occupation physique est de 98,9%

Evolution du patrimoine sur 4 ans :

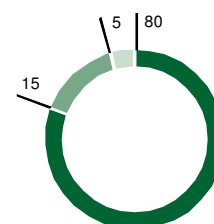


Sur un an, la valeur du patrimoine a diminué de presque 21%.

Répartition géographique par valeur d'expertise :



En M€	30.09.2009	31.03.2009
Paris	255,3	253,1
Lyon	48,6	47,0
Marseille	15,8	14,5
Total	319,8	314,5



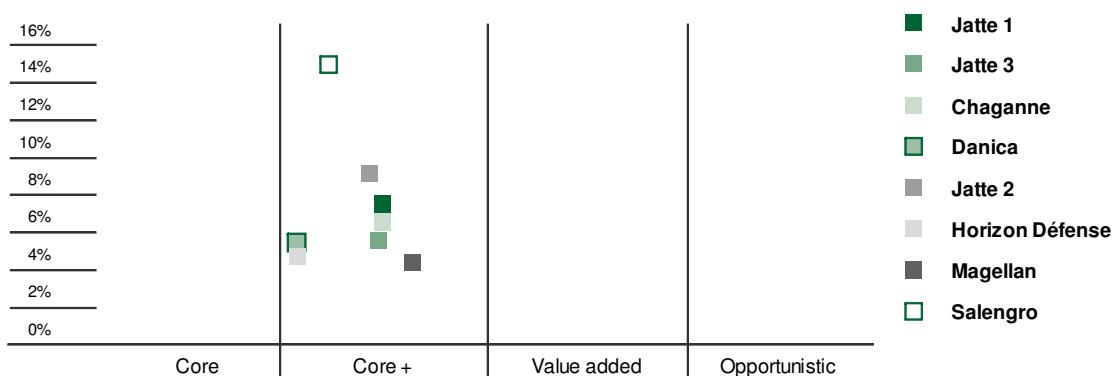
2.7.3 Rendement des immeubles

a) Rendement opérationnel

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

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

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01.04.09 x (1 - niveau d'endettement groupe constaté au 31.03.09 (soit 30,3%))



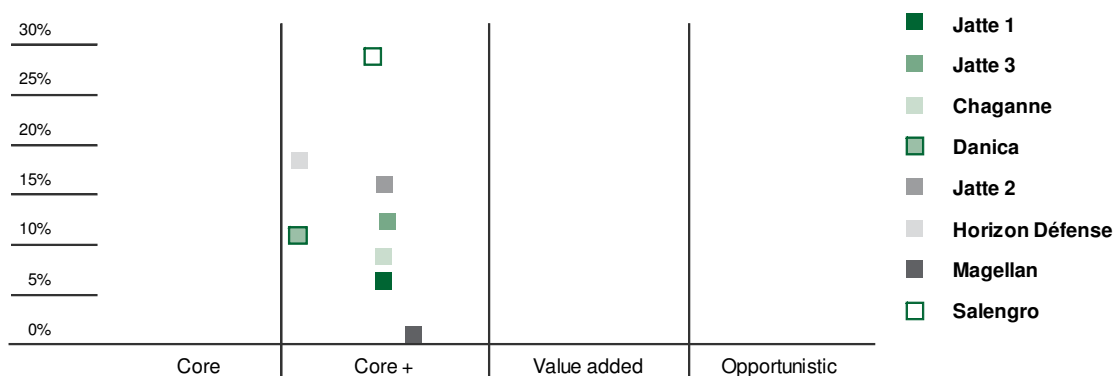
b) Rendement global

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

Le rendement en capital est égal à :

$(+/- \text{ variation de valeur hors droits} - \text{ travaux immobilisés}) / (\text{fonds propres alloués}^*)$

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01/04/09 x (1 - niveau d'endettement groupe constaté au 31.03.09 (soit 30,3%))



Synthèse du patrimoine : Cf. tableau en annexe

3. COMPTES CONSOLIDES

3.1 Bilan consolidé

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - ACTIF				
			Variation 30.09.09 vs 31.03.09	
<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2009	31.03.2009	(en K€)	(en %)
Actifs corporels	159	182	-23	-12%
Immeubles de placement	301 600	296 280	5 320	2%
Autres actifs non courants	241	165	77	46%
Dérivés à la juste valeur	0	0		
ACTIFS NON COURANTS	302 001	296 627	5 374	2%
Créances clients	6 599	8 687	-2 089	-24%
Autres créances	3 683	2 488	1 194	48%
Charges constatées d'avance	392	690	-298	-43%
Trésorerie et équivalents de trésorerie	25 073	20 768	4 306	21%
ACTIFS COURANTS	35 747	32 633	3 114	10%
TOTAL ACTIF	337 748	329 260	8 488	3%

ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE - PASSIF				
			Variation 30.09.09 vs 31.03.09	
<i>(en milliers d'euros)</i>	30.09.2009	31.03.2009	(en K€)	(en %)
Capital	54 898	54 799	99	0%
Primes d'émission	48 681	51 445	-2 763	-5%
Obligations remboursables en actions	29 558	29 558	0	0%
Réserves consolidées	-57 047	11 255	-68 302	-607%
Couverture de flux de trésorerie futurs	-13 811	-13 651	-160	1%
Résultat consolidé	9 138	-68 264	77 401	-113%
CAPITAUX PROPRES GROUPE	71 416	65 142	6 274	10%
Intérêts minoritaires	0	0		
CAPITAUX PROPRES	71 416	65 142	6 274	10%
Provisions pour risques	215	266	-51	-19%
Dettes bancaires	226 536	226 380	157	0%
Autres dettes financières	5 949	5 824	125	2%
Instruments financiers	13 811	13 651	160	1%
PASSIFS NON COURANTS	246 512	246 121	391	0%
Part courante des dettes bancaires	455	980	-525	-54%
Part courante des autres dettes financières	1 471	2 164	-693	-32%
Avances et acomptes	34	0	34	
Dettes fournisseurs	702	830	-129	-16%
Dettes fiscales et sociales	2 352	2 126	225	11%
Dettes d'impôt exigibles	4 594	4 418	176	4%
Autres dettes	3 632	1 460	2 172	149%
Produits constatés d'avance	6 581	6 018	564	9%
PASSIFS COURANTS	19 820	17 996	1 824	10%
TOTAL DU PASSIF	337 748	329 260	8 487	3%

3.2 Compte de résultat

	30.09.2009	30.09.2008	Variation 30.09.09 vs 30.09.08	
<i>(en milliers d'euros)</i>			(en K€)	(en %)
Revenus locatifs	12 245	13 348	-1 103	-8%
Charges du foncier	-87	-134	47	-35%
Charges locatives non récupérées	-35	-60	25	-42%
Charges sur immeubles	-142	-103	-39	38%
Loyers nets	11 982	13 051	-1 069	-8%
Frais de structure	-650	-894	244	-27%
Frais de personnel	-315	-486	171	-35%
Frais de fonctionnement	-965	-1 380	415	-30%
Produit de cession des immeubles de placement	0	0	0	
VNC des immeubles cédés	0	0	0	
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	6 005	612	5 393	881%
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-2 275	-39 691	37 416	-94%
Ajustement à la hausse du portefeuille titre et des éléments monétaires	1	64	-63	-98%
Solde net des ajustements de valeur	3 732	-39 015	42 747	-110%
Résultat opérationnel net	14 749	-27 344	42 093	-154%
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	29	387	-358	-92%
Intérêts et charges assimilées	-5 641	-5 651	10	0%
Coût de l'endettement financier net	-5 611	-5 264	-347	7%
Résultat avant impôt	9 138	-32 608	41 746	-128%
Impôts sur les bénéfices				
Impôts différés				
Ajustement de l'écart d'acquisition				
Résultat net de l'ensemble consolidé	9 138	-32 608	41 746	-128%
Dont part du Groupe	9 138	-32 608	41 746	-128%
Dont part des minoritaires	0	0		

3.3 Normes et principes comptables

Les états financiers consolidés au 30 septembre 2009 ont été préparés en conformité selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne et applicable à cette date.

Les principes et méthodes comptables appliqués au 30 septembre 2009 sont sans changement significatif par rapport à ceux appliqués pour l'établissement des comptes au 31 mars 2009 à l'exception de la mise en œuvre de l'amendement d'IAS 1 : présentation des états financiers (révisée). Le Groupe a choisi de présenter un tableau du résultat global commençant par le résultat total issu du compte de résultat et comprenant les autres éléments de produits et de charges comptabilisés directement en capitaux propres, en l'occurrence les variations de juste valeur des instruments de couverture de la dette à taux variable..

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

3.4 Commentaires

Les comptes consolidés présentés couvrent la période du 1er avril 2009 au 30 septembre 2009.

3.4.1 Bilan

a) Immeubles de placement

La valeur des immeubles de placement dans les comptes consolidés au 30 septembre 2009 est de 301 600 K€ contre 296 280 K€ au 31 mars 2009. Ce montant correspond à la juste valeur des immeubles. Elle est établie à partir de l'expertise indépendante effectuée par BNP Paribas Real Estate diminuée des frais et droits de mutation estimés à environ 6,2% de la valeur nette vendeur pour un immeuble dont la mutation serait soumise au régime des droits d'enregistrements ou 1,8% pour une mutation dépendant du régime TVA. Elle a augmenté de 2% entre les deux dates (Voir commentaires 2.1).

L'évaluation de l'immeuble Jatte 1 au 30 septembre 2009 repose sur une hypothèse de rénovation de l'immeuble. Cette hypothèse est déclinée en deux scénarios estimés comme ayant chacun une chance égale de réalisation :

- soit la signature concomitante d'un nouveau bail avec les laboratoires Roche ;
- soit le départ des laboratoires Roche à l'échéance de leur bail en juillet 2011.

b) Instruments financiers

c) Créances clients

Au 30 septembre 2009 le montant de 6 599 K€ concerne essentiellement la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2009 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance.

d) ORA

La composante dette est amortissable sur la durée de vie de l'ORA soit 10 ans. Le montant annuel d'amortissement du capital est déterminé comme étant la différence entre les intérêts calculés sur la période au taux d'intérêt effectif de 4,81% et le montant du coupon versé annuellement au porteur de l'ORA. Il convient de noter qu'à la conversion de l'ORA, l'incidence sur le niveau des capitaux propres du Groupe de la présentation en deux composantes distinctes disparaît.

e) Dettes bancaires et financières

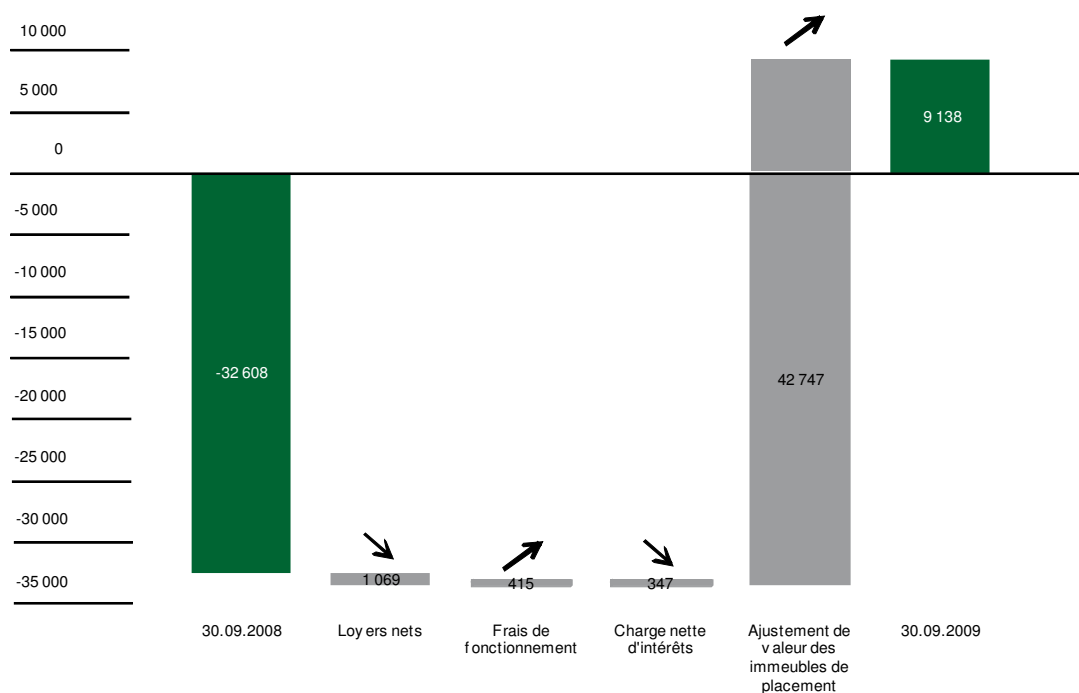
Cf. partie ressources financières

f) Dette d'impôt

Au 30 septembre 2009, la dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 4 594 K€ et représente la dernière annuité de dette d'« exit tax » qui sera entièrement purgée en décembre 2009.

3.4.2 Compte de résultat

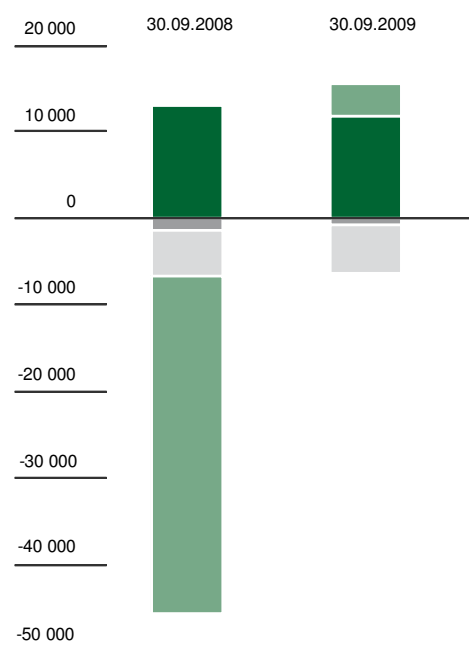
Le résultat consolidé au 30 septembre 2009 est un bénéfice de 9 138 K€ contre une perte de (32 608) K€ au 30 septembre 2008. Le graphique ci-dessous présente les variations par postes du compte de résultat entre les premiers semestres des exercices 2008/09 et 2009/10 :



Le graphique ci-dessous compare par nature de charges et de produits les résultats au 30 septembre 2008 et au 30 septembre 2009 :

■

- Ajustement des immeubles de placement
- Loyers nets
- Frais de fonctionnement
- Coût de l'endettement financier net



a) Revenus locatifs

Au total, du 1^{er} avril 2009 au 30 septembre 2009, le Groupe a perçu 12 245 K€ de revenus locatifs soit 8% de moins que lors du premier semestre de l'exercice précédent. Cette diminution s'explique principalement par l'impact des baisses de loyer consenties sur les immeubles Magellan et Jatte 1 au cours du deuxième semestre de l'exercice 2008/2009.

b) Frais de fonctionnement

Les frais de fonctionnement du Groupe pour le semestre se sont élevés à 965 K€ contre 1 380 K€ pour le premier semestre de l'exercice précédent, soit une diminution de 30% qui résulte de:

-La diminution des charges de personnel passées de 486 K€ à 315 K€ notamment du fait de la diminution des jetons de présence et l'évolution de l'organisation du Groupe .

-La diminution des frais de structure passés de 894 K€ à 650 K€ notamment du fait de l'attention particulière portée par le Groupe en termes de contrôle des coûts dans le cadre de la stratégie de préservation de la trésorerie.

c) Solde net des ajustements de valeurs

Voir commentaires 2.1 et 2.2

d) Produits et charges financières

Les produits financiers s'élèvent à 29 K€ au 30 septembre 2009 contre 387 K€ au 30 septembre 2008. Ils se composent uniquement de produits de trésorerie en diminution d'une période à l'autre principalement en raison de la baisse des taux d'intérêts.

Les charges financières étaient de 5 651 K€ au 30 septembre 2008. Elles sont de 5 641 K€ au 31 mars 2009. Elles correspondent pour l'essentiel aux intérêts versés au titre des prêts hypothécaires contractés par le Groupe (5 306 K€ au 30 septembre 2008, et 5 348 K€ au 30 septembre 2009). Le solde est constitué par des charges d'actualisation et la charge d'intérêts courus sur l'ORA.

Voir également section 6 ressources financières

3.5 Actif Net Réévalué

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

Pour apprécier l'actif net réévalué de « remplacement », c'est-à-dire le montant des capitaux nécessaires à la poursuite de l'exploitation du Groupe dans des conditions économiques et financières identiques, il convient de substituer la valeur de marché « droits inclus » des immeubles à la valeur « hors droits » retenue pour l'appréciation de leur juste valeur dans les comptes consolidés du Groupe. Cette valeur « droits inclus » est estimée par la société BNP Paribas Real Estate à 319 754 K€ au 30 septembre 2009, soit un écart de 18 154 K€ par rapport à la valeur « hors droits » enregistrée dans les comptes.

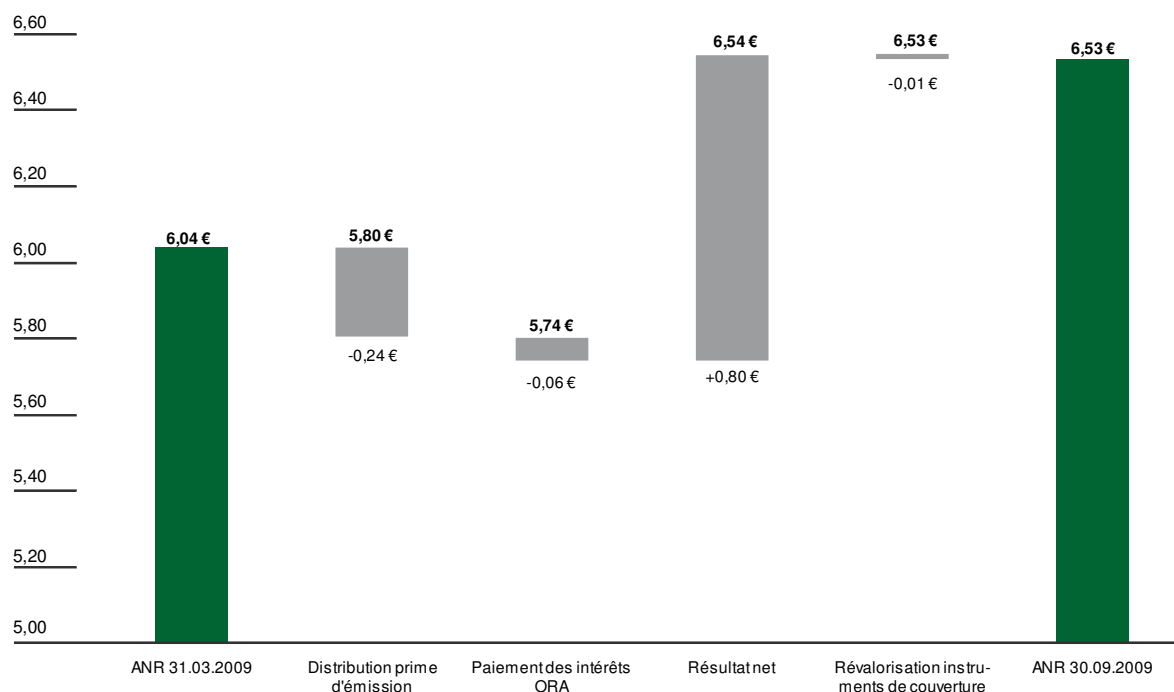
Le calcul de l'actif net réévalué par action est établi sur la base du nombre d'action en circulation (base non diluée) ou potentiel (base diluée) au 30 septembre 2009 hors actions propres.

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

	Non dilué	Dilué
Fonds propres consolidés	71 456 395 €	71 456 395 €
- dont composante ORA	- 29 557 843 €	4 617 947 €
Actif net Réévalué de liquidation	41 898 552 €	76 074 342 €
Ajustement de valeur du patrimoine (droits)	18 154 000 €	18 154 000 €
Actif net réévalué de remplacement	60 052 552 €	94 228 342 €
Nombre d'actions (hors actions propres)	9 149 674	11 649 674 *
Actif net réévalué de liquidation par action	4,58 €	6,53 €
Actif net réévalué de remplacement par action	6,56 €	8,09 €

* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 30 septembre 2009 sont les 2 500 000 actions résultant de la conversion des ORA

Le graphique ci-dessous décompose par nature les variations de l'ANR dilué par action entre le 31 mars 2009 et le 30 septembre 2009.



3.6 Cash Flow d'exploitation

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

Le calcul du cash flow d'exploitation par action est établi sur la base d'un nombre d'action moyen pondéré hors actions propres (en circulation ou potentiel selon le cas) pour l'exercice clos au 30 septembre 2009.

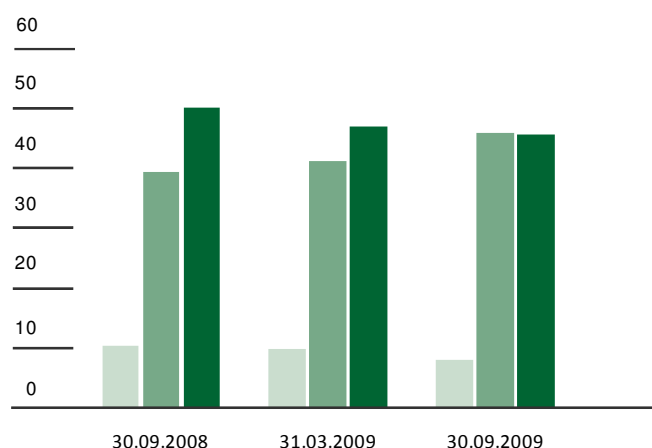
Le tableau ci-dessous détaille les calculs du cash flow d'exploitation une base non-diluée et diluée.

	Non dilué	Dilué
Résultat net avant impôts	9 137 685 €	9 137 685 €
Ajustement de variation de valeur des immeubles	- 3 730 595 €	- 3 730 595 €
Ajustement des effets d'actualisation des dépôts et exit tax	172 009 €	172 009 €
Cash flow d'exploitation	5 579 099 €	5 579 099 €
Nombre d'actions moyen pondéré (hors actions propres)	9 149 674	11 649 674
Cash flow d'exploitation par action	0,61 €	0,48 €

Compte tenu des niveaux de cash flow d'exploitation déterminés ci-dessus, le Groupe présente les indicateurs de rentabilité suivants au 30 septembre 2009 :

Indicateurs de profitabilité (en % des loyers bruts)

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



4. COMPTES SOCIAUX DE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Le résultat social au 30 septembre 2009 de Züblin Immobilière France est un bénéfice de 7 407 K€.

Les produits d'exploitation s'élèvent à 12 281 K€, dont 7 661 K€ de loyers.

Les charges d'exploitation sont de 5 581 K€. Elles incluent notamment les salaires et charges sociales pour 287 K€, des amortissements pour 3 085 K€ et des dotations aux dépréciations sur immobilisations de 593 K€.

Les produits financiers s'élèvent à 5 506 K€, dont 4 266 K€ de dividendes reçus de Züblin Immobilière Paris Ouest et 1 227 K€ de reprises de provision pour dépréciation des titres de la SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens.

Les charges financières sont de 4 880 K€ dont 3 859 K€ d'intérêts sur emprunts, 1 021 K€ de provision pour dépréciation des titres Züblin Immobilière Paris Ouest.

Le total des actifs de la société au 30 septembre 2009 est de 239 201 K€, dont 178 771 K€ d'immobilisations dans des immeubles de placement, 34 979 K€ de participations et créances rattachées et 15 056 K€ de disponibilités.

Les capitaux propres de la société au 30 septembre 2009 sont de 50 670 K€ et les dettes de 188 531 K€ (dont 35 500 K€ d'obligations remboursables en actions et 142 000 K€ de dettes auprès d'établissements de crédits).

5. EVOLUTION ET PERSPECTIVES

5.1 Evénements importants survenus depuis le 30 septembre 2009

Néant.

5.2 Perspectives d'avenir

S'il est encore trop tôt pour annoncer la fin de la crise, l'environnement économique et financier a commencé à se stabiliser durant ce semestre. S'agissant du marché immobilier de l'investissement, on constate depuis le 3ème trimestre 2009 une reprise des transactions sur les biens très bien situés et loués à long terme (baux d'une durée ferme d'au moins 6 années). Egalement, les taux de capitalisation semblent se stabiliser, et les primes de risques sont à des niveaux historiquement très élevés.

Sur le plan du marché locatif, la tendance baissière devrait se poursuivre tout au long de l'année qui vient : d'une part les entreprises impactées par la crise économique poursuivent la rationalisation de leurs organisations et d'autre part plusieurs ensembles immobiliers neufs, dont le développement programmé avant mi-2007 n'a pu être arrêté, vont être bientôt livrés. L'offre de bureaux est excédentaire.

A la complexité de l'environnement économique et financier engendrée par la crise, s'ajoute désormais les objectifs environnementaux fixés par le projet de loi portant engagement national pour l'environnement adopté par le sénat le 9 octobre 2009 (loi « Grenelle 2 »). Ces objectifs ambitieux qui devront être réalisés d'ici quelques années vont accélérer l'obsolescence du parc tertiaire existant. Ils constituent également de nouvelles opportunités de création de valeur par la rénovation « environnementale » d'anciens immeubles de structure architecturale saine et très bien situés. Le positionnement stratégique de Züblin Immobilière France depuis mars 2008 comme acteur actif de l'immobilier de bureaux à haute qualité environnementale localisé dans des zones économiques à fort potentiel, en privilégiant des locataires de grande signature prend toute sa pertinence pour assurer une croissance durable des revenus de la société et de la valeur de son patrimoine.

Pour l'ensemble de l'exercice 2009/2010, Züblin Immobilière France anticipe une poursuite de la tendance observée au premier semestre de recul mécanique du cash-flow d'exploitation par action suite aux baisses de loyers consenties durant l'exercice précédent et à l'augmentation de la vacance qui devrait atteindre 4% d'ici la fin de l'exercice.

Avant le 31 mars 2010, Züblin Immobilière France convoquera ses actionnaires en assemblée générale extraordinaire afin de procéder à la réduction de la valeur nominale des actions composant le capital social. Cette étape est en effet un préalable nécessaire à toute opération future qui permettrait d'accroître la capacité financière de la société.

6. RESSOURCES FINANCIERES

6.1 Principes généraux de la gestion financière

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

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

6.2 Encours des dettes bancaires au 30 septembre 2009

Au 30 septembre 2009, l'encours brut des emprunts bancaires s'élève à 228 millions d'euros, soit, après déduction de la trésorerie et des équivalents trésorerie, un ratio LTV de 67% de la valeur de marché, hors droits, du patrimoine. Le Groupe a réduit le recours à l'endettement pour ses dernières acquisitions effectuées durant l'exercice précédent afin de préserver son ratio LTV, tant que les conditions d'accès aux marchés financiers resteront difficiles et que la crise immobilière perdurera.

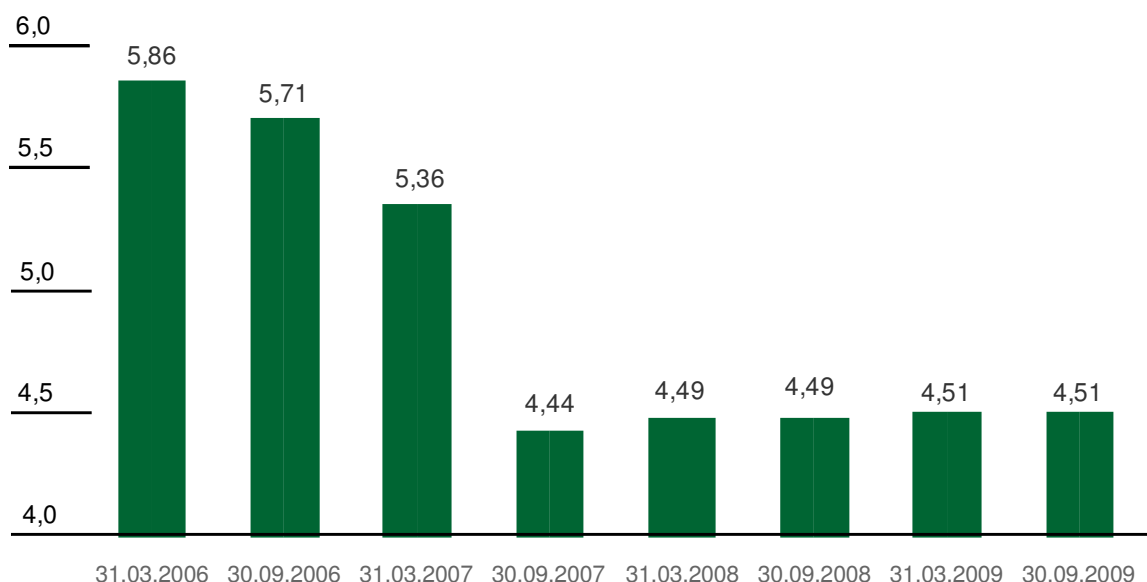
Comme le montre le tableau ci-dessous, le Groupe n'a aucun besoin de refinancement dans les 4 prochaines années.

Synthèse des emprunts bancaires au 30 septembre 2009 :

Etablissement prêteur	Encours (en M€)	Échéances	Taux 1 (en %)	Échéance			Objet
				<1 an	De 1 à 5 ans	>5 ans	
Aareal	75,8	04.07.2014	3,925		75,8	0	Financement Jatte1 & Jatte2
Aareal	18	01.08.2016	5,045			18	Financement Gennevilliers
Natixis	40	31.12.2013	4,552		40	0	Financement Jatte3
Natixis	55	04.10.2014	4,760			55	Financement Magellan
Aareal	10	28.06.2014	4,598		10	0	Financement Suresnes
Natixis	29	10.01.2015	5,122			29	Financement Danica
Total	227,8				125,8	102	

6.3 Evolution du taux moyen d'endettement

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



6.4 Engagements pris et garanties consenties

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée

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

Au 30 septembre 2009, le ratio LTV de Züblin Immobilière Paris Ouest prévu aux termes des contrats d'emprunts est de 69,4% et son ratio DSCR est de 260%. Si le ratio LTV maximum autorisé est atteint, le contrat d'emprunt prévoit une période d'observation de 6 mois à l'échéance de laquelle si le ratio LTV n'est pas inférieur au ratio LTV maximum autorisé, le remboursement partiel de l'emprunt est prévu pour ajuster le ratio LTV. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 56%.

Au 30 septembre 2009, le ratio LTV de Züblin Immobilière France prévu aux termes des contrats d'emprunts est de 58,2% (i.e. l'endettement bancaire net de trésorerie de Züblin Immobilière France et l'ANR de ses filiales) et son ratio DSCR est de 204%. Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses actifs baissait de 11,4%. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 26%.

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

6.5 Instruments financiers dérivés

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

Au 30 septembre 2009, dans le cadre de sa politique de gestion des taux, le Groupe a ainsi souscrit 12 contrats de swap dont la juste valeur est négative de (13 811 K€).

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

7. RISQUES

7.1 Description des principaux facteurs de risques

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

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

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

a) Evolution de la conjoncture économique

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

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

- risque de baisse des valeurs locatives ;
- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- risque d'insolvabilité des locataires ;

- risque d'augmentation du taux de vacance ;

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

b) Evolution du niveau des taux d'intérêts

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

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

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

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

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

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

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

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

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

d) Solvabilité des locataires et des contreparties financières

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

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

- Baisse des revenus locatifs ;
- Perte de revenus financiers (contrepartie financière) ;

- Exposition accrue au risque de fluctuation des taux d'intérêts (contrepartie financière) ;

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

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

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

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

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

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

7.1.2 Risques liés au secteur d'activité du Groupe

a) Absence de liquidités des actifs

Les actifs immobiliers de bureaux étant peu liquides, le Groupe pourrait, en cas de dégradation de la conjoncture économique, ne pas être en mesure de céder rapidement et dans des conditions satisfaisantes une partie de ses actifs immobiliers. Tant que le Groupe possède un nombre limité d'actifs (huit à la date du 30 septembre 2009), toute cession d'actifs aurait un impact significatif sur son activité.

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

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

Zones d'Impact : liquidité.

b) Vieillesse des immeubles

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

Principales conséquences pour le Groupe du vieillissement des immeubles :

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

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

c) Réglementation applicable en matière de baux commerciaux

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Stratégie d'acquisition

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

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

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

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

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

b) Concentration sectorielle

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

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration sectorielle :

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

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

c) Concentration géographique

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

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration géographique :

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

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

d) Dépendance à l'égard de certains locataires

Le Groupe est actuellement dépendant de certains locataires et principalement des laboratoires Roche, locataire des immeubles Jatte 1 et Jatte 3, dont le bail de l'immeuble Jatte 1 arrive à échéance en juillet 2011. YSL Beauté est locataire de l'immeuble Jatte 2 et peut mettre fin à son bail à tout moment avec un préavis de 9 mois. Le non renouvellement de ces baux associé au départ d'YSL Beauté entraînerait une baisse temporaire des revenus locatifs de 10,9 M€ (44% des loyers annualisés).

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

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

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

e) Niveau d'endettement

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

Principales conséquences pour le Groupe du niveau d'endettement :

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

Zones d'Impact : Liquidité.

f) Respect des engagements pris aux termes des emprunts bancaires

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

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

- Exigibilité immédiate des prêts concernés ;

Zones d'Impact : Liquidité.

g) Option pour le régime SIIC

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

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

Le non-respect de l'obligation de conservation pendant cinq ans des actifs que Züblin Immobilière France et Züblin Immobilière Paris Ouest ont acquis ou pourraient acquérir sous le régime de l'article 210 E du Code général des impôts serait sanctionné par l'application d'une pénalité de 25% de la valeur d'acquisition de l'actif pour lequel l'engagement de conservation n'a pas été respecté. Cette disposition s'appliquerait également en cas de perte du régime SIIC.

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

d'établissement du présent document, Züblin Immobilien Holding AG détient 59,2% du capital de Züblin Immobilière France.

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

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

Zones d'Impact : Résultat, liquidité.

h) Importance des relations avec le groupe Züblin Immobilien AG

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

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

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

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

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

i) Fluctuation des changes

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

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

- Augmentation des charges d'exploitation ;

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

7.2 Gestion des risques, facteurs atténuants

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

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

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

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Conjoncture économique	Adaptation de la stratégie à la conjoncture, investissement dans des zones économiques fortes et diversifiées (Paris, Lyon, Marseille)	
Niveau des taux d'intérêts	Couverture en totalité du risque de taux sur les emprunts	
Accès aux marchés financiers	Recherche de sources de financement alternatives, adaptation de la stratégie.	
Risque de crédit	<p>Contreparties bancaires reconnues.</p> <p>Existence de procédures destinées à s'assurer de la solvabilité des clients du Groupe.</p> <p>Un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.</p>	<p>Les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité.</p> <p>Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours du semestre clos au 30 septembre 2009 ou des exercices précédents</p>
Evolution de la réglementation	Suivi des évolutions de la réglementation notamment en matière environnementale et énergétique	Cf. chapitre 9 du présent rapport

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

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Absence de liquidité des actifs	Investissement dans des marchés immobiliers liquides. Taille des actifs choisie en fonction de la liquidité des marchés sous-jacents	Paris : 10M€ - 100M€ Lyon/Marseille : 10M€ - 50M€
Vieillesse des immeubles	Programme pluriannuel de travaux	Cf paragraphe 2.2 et chapitre 9 du présent rapport
Baux commerciaux	Le Groupe suit attentivement l'échéancier des baux et s'emploie à pérenniser les loyers et le taux d'occupation des immeubles, notamment en développant des relations partenariales avec ses locataires.	Dans la période 2010-2012 entre 36% et 65% des baux arriveront à échéance (selon que l'on retient la date de fin de bail ou celle de la prochaine option triennale de résiliation)
Fluctuation des valeurs et des revenus locatifs	Idem ci-dessus	L'écart entre les loyers annualisés et les valeurs de marché déterminées par l'expert indépendant BNP Paribas Real Estate ressort à 1,9 M€ au 30 septembre 2009. Cependant, une analyse bail par bail conduit le management à estimer que compte tenu de baux expirant ou de faculté de départ donnée au locataire entrant en vigueur au cours de l'année 2010, l'exposition effective du Groupe à ce risque s'élève à s'élève à 1,1 M€ se répartissant principalement en 385 K€ sur l'immeuble Jatte 1, 272 K€ sur l'immeuble Jatte 2 et 279 K€ sur l'immeuble Jatte 3.

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

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Stratégie d'acquisition	Le Groupe a mis en place des critères précis d'appréciation des opportunités d'acquisition et s'entoure d'experts pour effectuer les audits préalables	Outre les critères de localisation, de situation technique, environnementale et locative, les acquisitions doivent avoir un effet relatif immédiat sur le cash flow d'exploitation
Concentration géographique	Le Groupe investit dans des marchés diversifiés et liquides.	Bien que la région parisienne est appelée à rester prépondérante, le Groupe souhaite poursuivre ses investissements à Lyon et Marseille
Dépendance à l'égard de certains locataires	Par sa stratégie d'acquisition, le Groupe cherche à diminuer le risque de dépendance	Cf. paragraphe 2.3.2 du présent rapport
Niveau d'endettement	Le Groupe dispose d'une structure financière qu'il considère adaptée à ses objectifs. Tous les emprunts sont remboursables in fine	Tous les emprunts ont une maturité supérieure à 4 ans.
Engagements pris aux termes des emprunts	Le Groupe suit attentivement les engagements pris aux termes des emprunts. Une analyse de sensibilité est mise à jour régulièrement	Cf. paragraphe 11.4 du présent rapport
Option pour le régime SIIC	Le Groupe s'emploie à respecter les obligations découlant du régime SIIC.	
Importance des relations avec Züblin Immobilien AG	Le Groupe suit les meilleures pratiques en matière de gouvernance et de transparence	Au 30 septembre 2009, Züblin Immobilien Holding AG a déclaré détenir 59,16% du capital et des droits de vote de la Société
Risque de change	Le chiffre d'affaires du Groupe est exclusivement en euros. Le montant des frais payés en francs suisse est peu important	

8. TRANSACTION AVEC LES PARTIES LIEES

Comme il est indiqué dans la partie IX de l'annexe aux comptes consolidés clos au 30 septembre 2009 aucune nouvelle transaction avec les parties liées n'a été réalisée au cours du semestre.

9. PARTICIPATION DES SALARIES AU CAPITAL

Au 30 septembre 2009, Monsieur Pierre Essig, administrateur et directeur général détient 27 584 actions de la Société.

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

Pour la période du 1^{er} avril 2009 au 30 septembre 2009 aucune acquisition d'actions de la Société au bénéfice des salariés n'a été réalisée.

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION



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