

Züblin Immobilière France
Rapport Financier Annuel

2007 / 2008

Sommaire

3	Déclaration du responsable du document
4	Rapport de Gestion
59	Comptes consolidés
94	Comptes annuels
129	Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés
132	Rapport Général des commissaires aux comptes sur les comptes annuels
135	Information relative aux honoraires des Commissaires aux comptes

Déclaration du responsable du document

Responsable du Rapport financier annuel

Pierre Essig, Directeur Général.

Attestation du responsable du rapport Financier annuel

« J'atteste, à ma connaissance, que les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport de gestion figurant en page 4 présente un tableau fidèle de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société Züblin Immobilière France S.A. et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elles sont confrontées. »

Rapport de Gestion

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 2007 AU 31 MARS 2008

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

- l'activité de la société au cours de l'exercice de douze mois qui s'est clôturé le 31 mars 2008 ;
- 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 31 mars 2008, 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),
- 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.

La société Züblin Immobilière Paris Ouest 1 est issue de la fusion intervenue le 21 juillet 2006 entre les sociétés EurCE Immobilière France SAS devenue Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS et la SCI NBPL Investissements.

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 DE L'EXERCICE ET ACTIVITE DU GROUPE

2.1 Acquisitions et cessions

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2008, Züblin Immobilière France a réalisé une opération de cession et trois acquisitions reflétant sa volonté d'accroître son patrimoine tout en diversifiant sa base locative et l'exposition géographique de son portefeuille.

2.1.1 Cession de l'immeuble « Les collines de Saint Cloud »

Le 12 juillet 2007, Züblin Immobilière Paris Ouest a réalisé la vente de ses lots de copropriété dans l'immeuble « Collines de Saint-Cloud » pour un prix de cession brut de 13,4 M€. La plus value constatée dans les comptes consolidés du Groupe s'élève à 3,7 M€.

Il s'agit de la première opération d'arbitrage réalisée par le Groupe.

2.1.2 Acquisition de l'immeuble « Le Magellan » à Nanterre

Le 5 octobre 2007, Züblin Immobilière France a fait l'acquisition d'un immeuble de bureaux à Nanterre, siège social de la société Faurecia, pour un montant de 87,8 M€ (droits inclus).

Cet immeuble, d'une surface utile d'environ 11 162 m² et de 296 places de parking, est entièrement loué jusqu'en 2010 à la société Faurecia.

Cet immeuble correspond parfaitement aux critères d'investissement de Züblin Immobilière France : une localisation stratégique près du quartier de la Défense, un immeuble récent de grande qualité (construit en 2001) et des cash-flows sécurisés par la signature d'un grand locataire.

2.1.3 Acquisition de l'immeuble « Le Danica » à Lyon

Le 11 janvier 2008, Züblin Immobilière France a fait l'acquisition d'un immeuble de bureaux situé au 17-23 avenue Georges Pompidou à Lyon, dans le 3^{ème} arrondissement, à proximité immédiate de la gare de la Part Dieu, pour un montant de 52,8 M€ (droits inclus).

Cet immeuble, dénommé Le Danica, construit en 1993, est composé de 3 bâtiments d'une très belle architecture et en excellent état. Il dispose d'une surface utile d'environ 15 492 m², et de 411 places de parking. Le Danica est multi locataires (une vingtaine).

Cette première opération dans l'agglomération lyonnaise répond en tous points à la stratégie d'investissement de Züblin Immobilière France : un immeuble de référence, bénéficiant d'une localisation stratégique dans le quartier des affaires de Lyon Part-Dieu et disposant d'un potentiel de réversion locatif de presque 10%. Par ailleurs, grâce à cette acquisition, le Groupe diversifie significativement sa base de locataires, tout en conservant des signatures de premier rang.

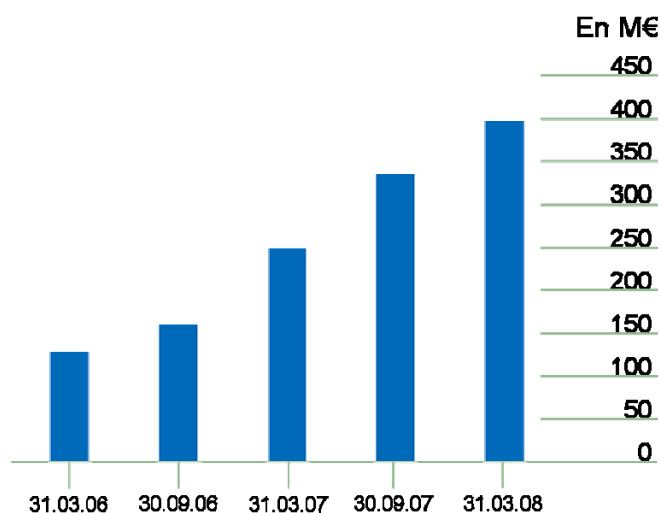
2.1.4 Acquisition d'un immeuble à Marseille

Suite à la promesse d'acquisition signée le 4 mai 2007, Züblin Immobilière France a finalisé le 30 janvier 2008 l'acquisition de l'immeuble de bureaux d'une surface de 5 835 m², situé à Marseille, dans le périmètre Euroméditerranée au 36-40 rue Roger Salengro.

L'immeuble, livré le 17 décembre 2007, est entièrement loué aux services informatiques de la ville de Marseille. Le coût d'acquisition s'établit à 13,9 M€. Le bail, d'une durée de 9 ans, est

assorti d'une option d'achat annuelle par la ville de Marseille à un prix prédéfini. Le loyer, ainsi que le prix de l'option d'achat sont indexés sur l'ICC.

2.1.5 Evolution du patrimoine sur les deux dernières années



Grâce à notamment la mise en œuvre de sa stratégie de développement menée depuis mars 2006, la valeur du patrimoine du Groupe s'est accrue de plus de 300%. Les acquisitions réalisées selon des critères précis ont permis de diversifier la base locative ainsi que l'exposition géographique renforçant ainsi la stabilité du portefeuille du groupe.

La description synthétique du portefeuille du Groupe au 31 mars 2008 est présentée ci-après au paragraphe 2.8 et dans un tableau en annexe.

2.2 Travaux de maintenance et de rénovation

Au cours de l'exercice, 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 0,4 M€ de travaux d'entretien et de rénovation, notamment sur les immeubles Jatte1, Jatte 2 et Gennevilliers (centrale de traitement d'air, climatisation, 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€. Par ailleurs, des audits techniques sont en cours de réalisation sur l'immeuble Jatte 3 afin d'établir une stratégie de rénovation des éléments techniques et du bâtiment au cours de l'exercice 2008/2009 et suivants.

Aucune restructuration lourde n'a été engagée durant l'exercice.

2.3 Gestion locative

2.3.1 nouveaux baux et résiliation

Au cours de l'exercice deux nouveaux baux ont été conclus. Par ailleurs, trois baux ont été résiliés.

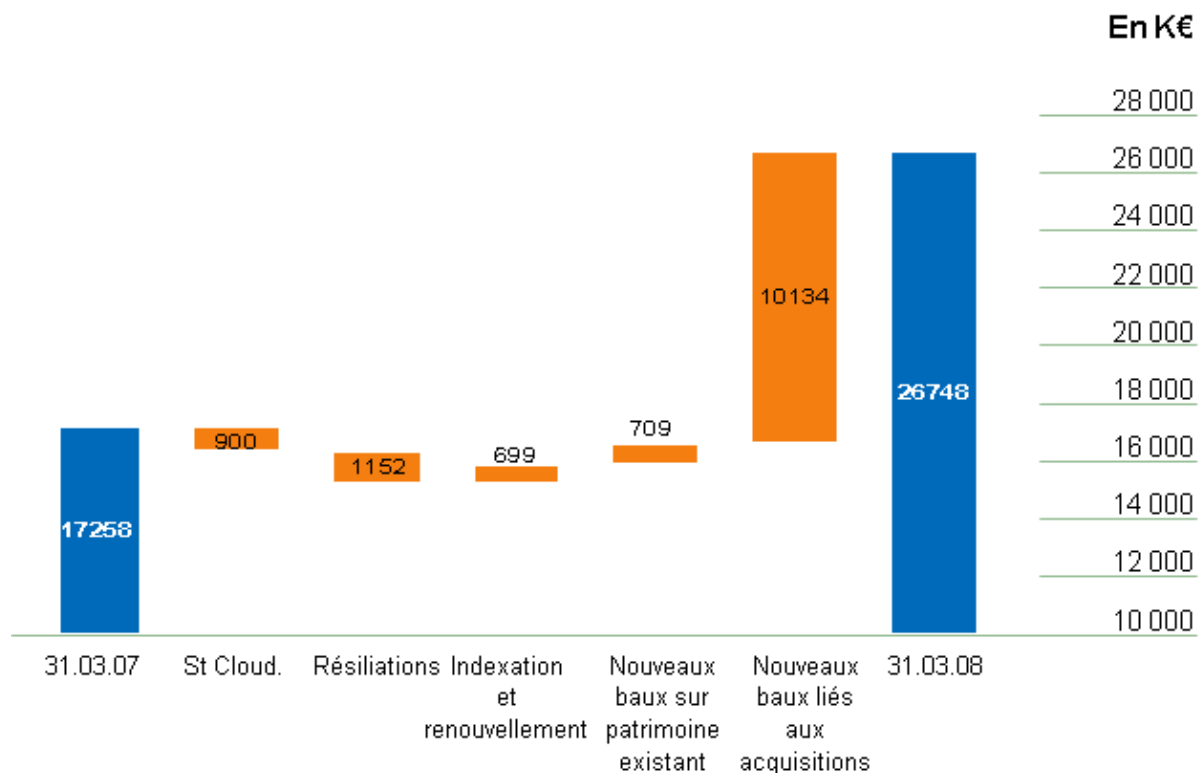
Egalement, en janvier 2008, Züblin Immobilière France a renouvelé deux baux avec YSL Beauté. Le premier bail concerne l'immeuble « Jatte 2 », entièrement loué à YSL Beauté sur une base de 9 ans. Le loyer annualisé est fixé à 2,8 M€* (388 €/m² bureau). Un deuxième bail de 9 ans a été signé pour un étage de 520 m² sur l'immeuble « Jatte 3 », pour un loyer annualisé de 0,25 M€* (380 €/m² bureau). Pour les deux baux, YSL Beauté a la faculté de quitter à tout moment les locaux durant les 6 premières années, sous réserve d'un préavis de 9 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

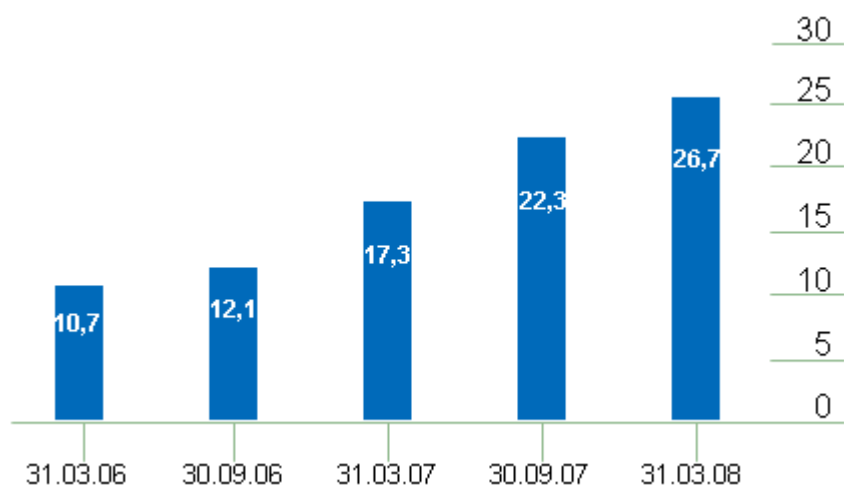
2.3.2 évolution des loyers annualisés

Les loyers annualisés ont progressé de plus de 50% durant l'exercice 2007/2008 et atteignent 26,7 M€ au 31 mars 2008 (17,3 M€ au 31 mars 2007).

Le graphique ci-dessous présente les différentes composantes des loyers annualisés

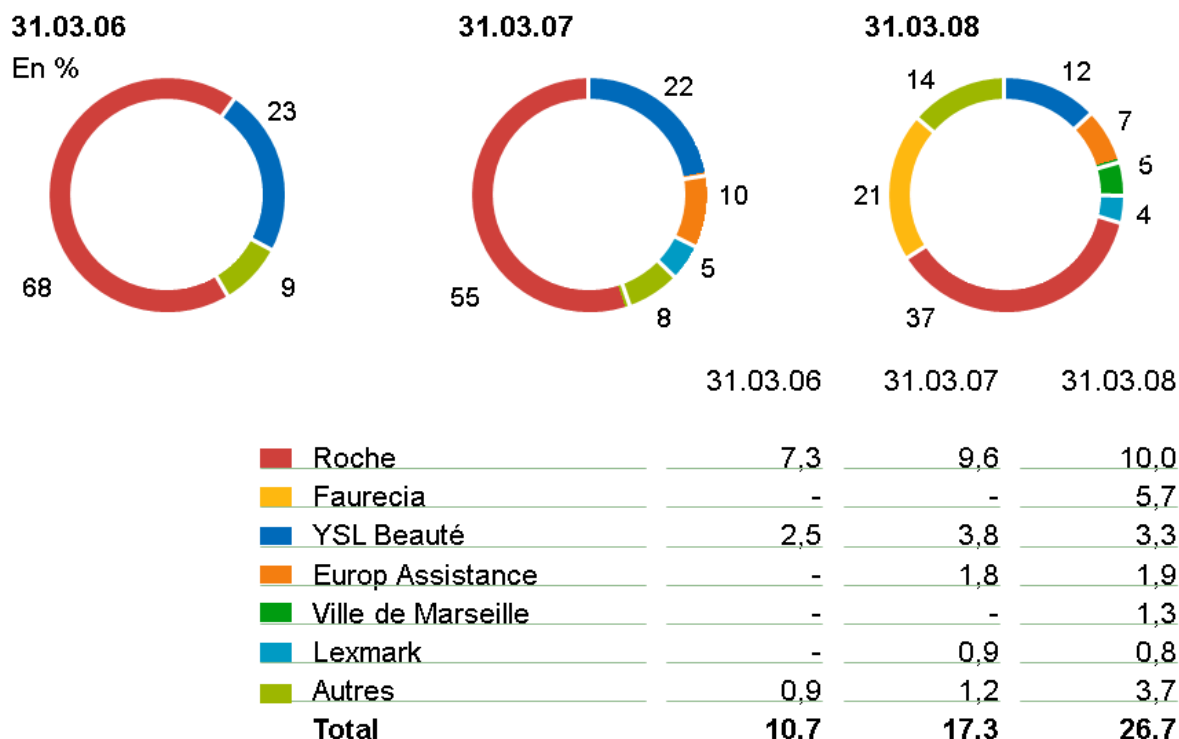


Durant les deux derniers exercices, les loyers annualisés du Groupe ont connu une croissance constante, notamment du fait des acquisitions réalisées mais également en raisons d'indexations annuelles favorables. Ils sont ainsi passés de 10,7 M€ à 26,7M€ soit une progression d'environ 150%.



Dans le même temps les revenus locatifs se sont diversifiés et les loyers perçus des Laboratoires Roche qui représentaient 68% du loyer annualisé il y a deux ans constituent 37% des dits loyers au 31 mars 2008.

Evolution de la répartition des revenus locatifs :



2.4 Opérations de Capital

2.4.1 *Transfert du contrat de liquidités*

En date du 23 avril 2007, la société Züblin Immobilière France a transféré à SG Securities (Paris) le contrat de liquidité confié jusqu'alors à la banque Natixis, contrat conclu pour une durée de un an renouvelable par tacite reconduction.

Ce contrat de liquidité s'inscrit dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par les assemblées générales ordinaires de Züblin Immobilière France du 15 février 2006 et du 18 juin 2007.

Pour la mise en œuvre de ce contrat, les moyens suivants ont été affectés au compte de liquidité : 4 171 actions Züblin immobilière France et 437 059,79 €. Entre le 1^{er} avril 2007 et le 31 mars 2008, au titre du contrat de liquidité, Züblin immobilière France a procédé à l'achat de 39 160 actions et la vente de 27 168 actions, soit 4,1% du volume global des transactions de la période. A la date du 31 mars 2008, les moyens suivants figuraient au compte de liquidité : 15 546 actions et 302 104,08 €.

Par ailleurs, Züblin Immobilière France a acheté entre le 30 mai 2007 et le 6 juin 2007 3 300 titres à un prix moyen pondéré de 16,99€. Elle a attribué 3 297 actions le 13 juin 2007 à un prix de 17,00€ à Madame Caroline Dheilly et Monsieur Pierre Essig en paiement partiel de leurs rémunérations variables au titre de l'exercice 2006/2007.

2.4.2 *Versement d'un dividende de 0,70 € par action*

Le 20 juin 2007, conformément à la décision de l'assemblée générale ordinaire du 18 juin 2007, Züblin Immobilière France a procédé au versement d'un dividende de 0,70 € par action au titre de l'exercice clos le 31 mars 2007, soit une distribution globale de 3 668 913,50 € prélevée en totalité sur le poste « prime d'émission ».

2.4.3 *Augmentation du capital.*

Le 25 juin 2007, Züblin immobilière France a procédé à une augmentation de son capital par attribution gratuite de 5 241 305 bons de souscription d'action (BSA) permettant de souscrire 3 930 978 actions nouvelles (4 BSA donnaient le droit de souscrire 3 actions nouvelles au nominal de 6 € au prix de 14 € par action).

La totalité des 3 930 978 actions susceptibles d'être émises sur exercice des BSA ayant été souscrites, le capital social a été augmenté le 16 juillet 2007 de 23 585 868 € par la création et l'émission de 3 930 978 actions nouvelles de 6 € de nominal.

Les frais d'émissions relatifs à cette augmentation de capital ont été imputés en totalité sur la prime d'émission pour un montant de 1 469 320 €.

Au 31 mars 2008, le capital social de la société Züblin Immobilière France s'élève à 55 033 698 €* et les primes liées au capital social à 58 658 645 €*.

* y compris actions propres

2.4.4 *Obligations remboursables en actions (ORA)*

En date du 3 août 2007, 2 500 obligations remboursables en actions (ORA) d'une valeur nominale de 14 200 € ont été émises pour une durée de 10 ans. Chaque obligation est remboursable en 1 000 actions nouvelles de la société Züblin Immobilière France de 6 € de valeur nominale.

Cette émission a été réservée à Chambertin Sarl ; filiale de Forum European Realty Income III GP, qui a donc souscrit l'intégralité des obligations remboursables, soit 35 500 000 €.

Chaque ORA porte intérêt et donne droit au plus élevé des deux montants suivants :

- 2 % de la valeur nominale ; ou
- le dernier dividende par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (1 000 au 31 mars 2008).

Le montant d'intérêt est payable annuellement le 7 août de chaque année, avec un premier versement le 7 août 2008, et un dernier versement le 7 août 2017.

l'ORA émise est présentée dans les comptes consolidés pour son montant net des frais d'émission, soit 35 082 K€, ventilé entre une composante dette de 5 524 K€ (hors intérêts courus) et une composante capitaux propres de 29 558 K€.

2.4.5 Attribution de bons de souscription d'actions au management

Le 27 septembre 2007, 100 000 bons de souscription d'actions ont été souscrits par M. Pierre ESSIG, Directeur Général de la société. Chaque bon donne droit de souscrire une action nouvelle d'une valeur nominale unitaire de 6 € au prix de 20 € et pourra être exercé à compter du 1^{er} avril 2010 et jusqu'au 31 mars 2011 au plus tard.

La société AA Fineval, expert tiers indépendant estimait la valeur de marché des bons à la date de souscription entre 0,07 € et 0,54 €. Les bons ayant été souscrits au prix de 0,70 € par bon, aucun avantage particulier n'a été accordé au souscripteur.

2.5 Gestion financière

En relation avec les acquisitions des immeubles Magellan et Danica, deux emprunts hypothécaires ont été contractés pour des montants respectifs de 55 M€ et 29 M€. Ces deux emprunts ont une durée de 7 ans.

L'acquisition de Marseille a été entièrement financée par fonds propres.

Par ailleurs, Züblin Immobilière France a remboursé l'intégralité de la tranche « equity » du prêt contracté lors de l'acquisition de l'immeuble Jatte 3 (19 M€).

En date du 28 juin 2007, la SCI Züblin Verdun Flourens a remboursé par anticipation le solde restant dû (8,4 M€) de l'emprunt hypothécaire qui lui avait été consenti par la banque HSBC et contracté un nouvel emprunt hypothécaire d'une durée de 7 ans pour un montant de 10 M€.

En date du 4 juillet 2007, Züblin immobilière Paris Ouest a fusionné et prorogé pour une durée de 7 ans les emprunts hypothécaires contractés le 4 juillet 2002 par les sociétés NBPL et EurCE. Le montant de l'emprunt s'élève à 75,8 M€.

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

Züblin Immobilière France a souscrit en octobre 2007, des contrats de swaps de taux d'intérêts à départ différé en avril et juillet 2008 en anticipation de son programme d'investissement. Compte tenu des incertitudes liées aux marchés financiers et immobiliers durant le premier trimestre 2008, la société a estimé que la réalisation à court terme de ce programme n'était pas certaine et en conséquence a procédé à la résiliation de quatre contrats de swaps pour une charge totale de 1 484 K€.

Par ailleurs, la société a tiré partie des conditions de marché de taux d'intérêts plus favorables en janvier 2008 pour remplacer un de ses contrats de couverture par un contrat identique à un taux inférieur. Le montant de la soulte payée pour cette opération est de 355 K€.

2.6 Autres faits significatifs

2.6.1 Recrutement d'un directeur administratif et financier

Le 14 janvier 2008, Monsieur Eric Berlizon a rejoint Züblin Immobilière France en tant que directeur administratif et financier, avec le statut de cadre dirigeant.

Monsieur Berlizon est diplômé de l'Ecole supérieure de commerce de Reims. Il était auparavant directeur de mission au sein de l'équipe Financial Institution and Real Estate du département Transaction Services de KPMG Audit. Durant ses 11 années chez KPMG, il a exercé des fonctions d'audit et de conseil au service de sociétés immobilières et d'institutions financières au sein des bureaux de Paris et New York. Dans ce cadre, Il a été en charge de l'audit de comptes de sociétés d'investissements immobilières cotées, il a participé à des études sur l'impact des évolutions réglementaires et comptables sur l'information financière des sociétés foncières et a mené des due diligences financières dans le cadre d'opérations d'acquisition effectuées par des sociétés immobilières.

2.7 Situation patrimoniale et locative au 31 mars 2008

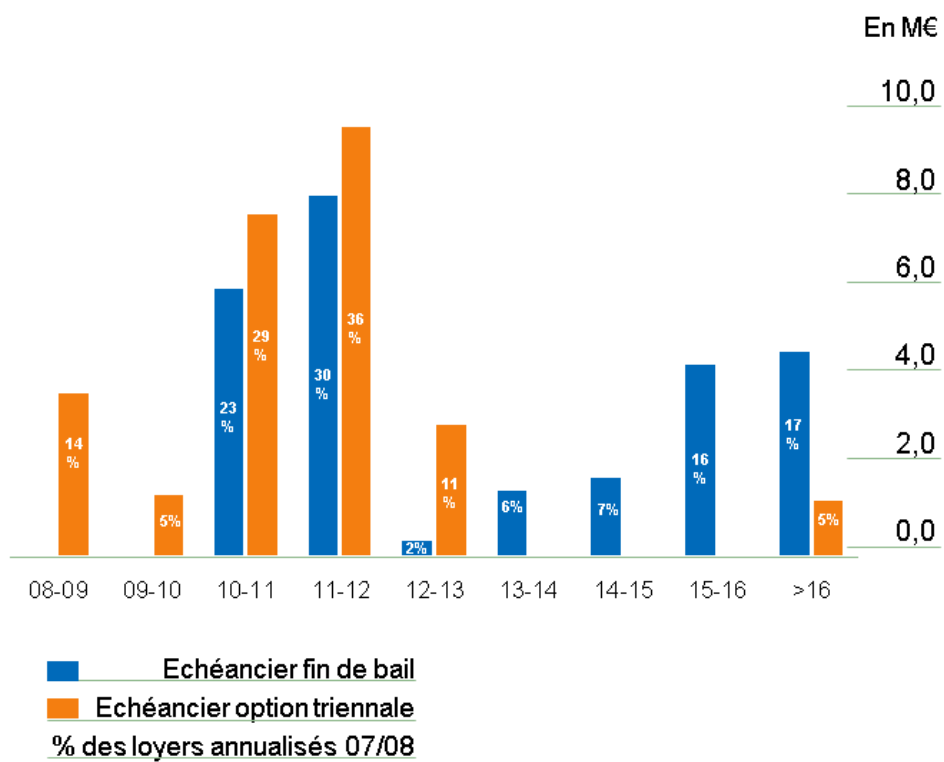
Voir également tableau détaillé en annexe.

2.7.1 Description de l'état locatif

Au 31 mars 2008, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine s'élève à 1,8 % (aucune vacance au 31 mars 2007).

Le total des loyers annualisés est de 26,7 M€, soit un rendement locatif de 6,7% sur la base de la valeur droits inclus du portefeuille. Jones Lang Lasalle évalue la valeur locative du patrimoine à 24,4 M€. L'écart provient essentiellement des loyers perçus sur les immeubles Jatte 1 et Magellan dont les baux ont été conclus en haut de cycle en 2001/2002 et qui ont été régulièrement indexés depuis.

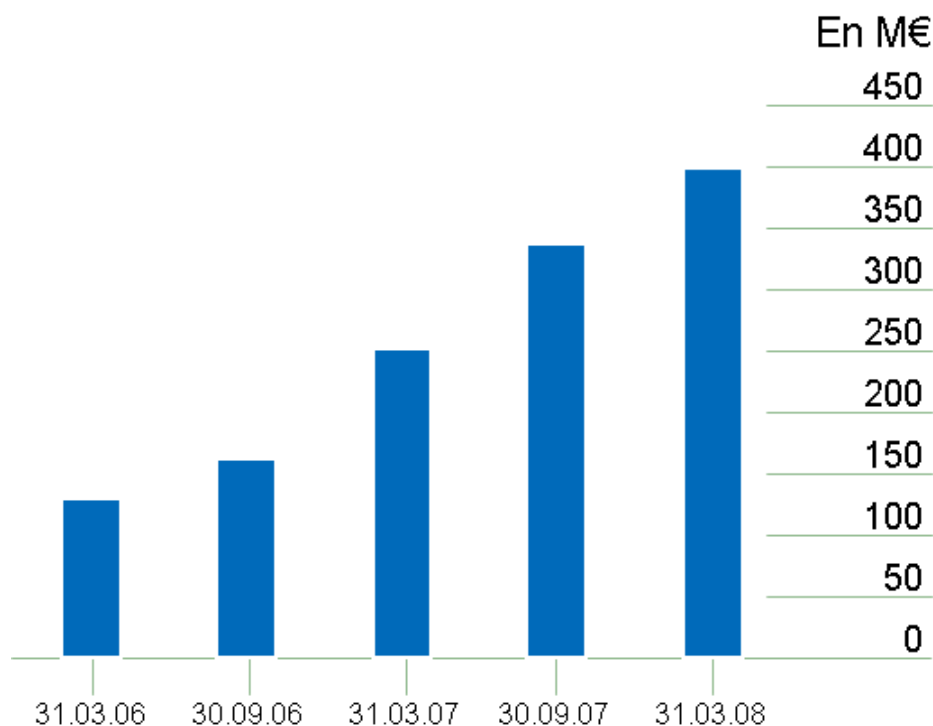
L'échéancier des baux se présente comme suit :



2.7.2 Description du portefeuille

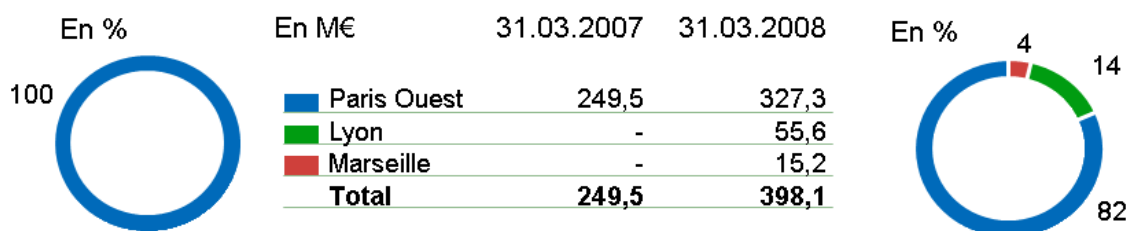
Au 31 mars 2008, le patrimoine de la société est composé de huit immeubles de bureaux d'une surface utile totale de 77 111 m², situés dans le quartier ouest des affaires de Paris (Neuilly-sur-Seine, Gennevilliers, Suresnes, Nanterre), ainsi qu'à Lyon et Marseille. Le taux d'occupation est de 98,3%

Evolution du patrimoine sur 3 ans :



Sur un an, la valeur du patrimoine a progressé de presque 60%. A périmètre constant, la valeur d'expertise est en hausse de 2%.

Répartition géographique par valeur d'expertise :



Répartition par typologie d'actif du patrimoine : 100% bureaux

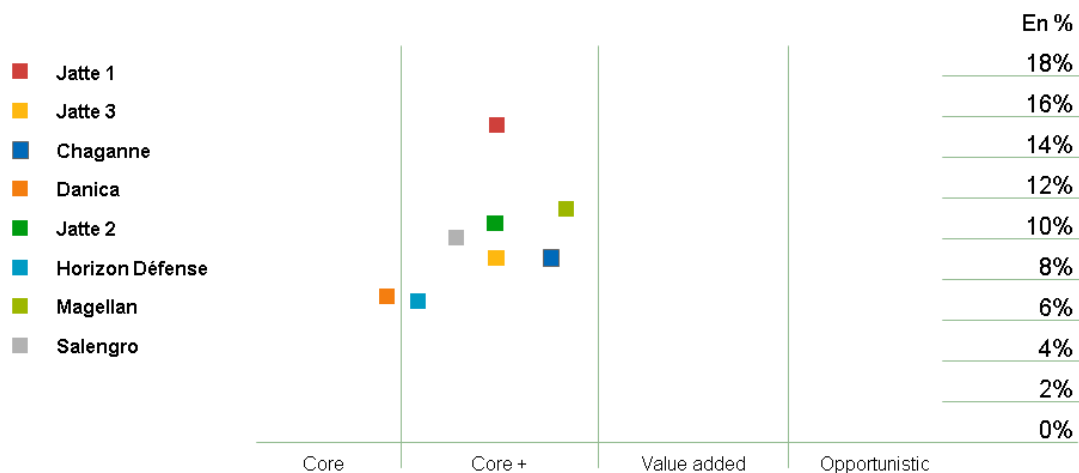
2.7.3 Rendement des immeubles

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 01/04/07 ou valeur d'acquisition après impact de l'entrée en comptabilité en valeur hors droits - capital restant dû de l'emprunt affecté à l'immeuble



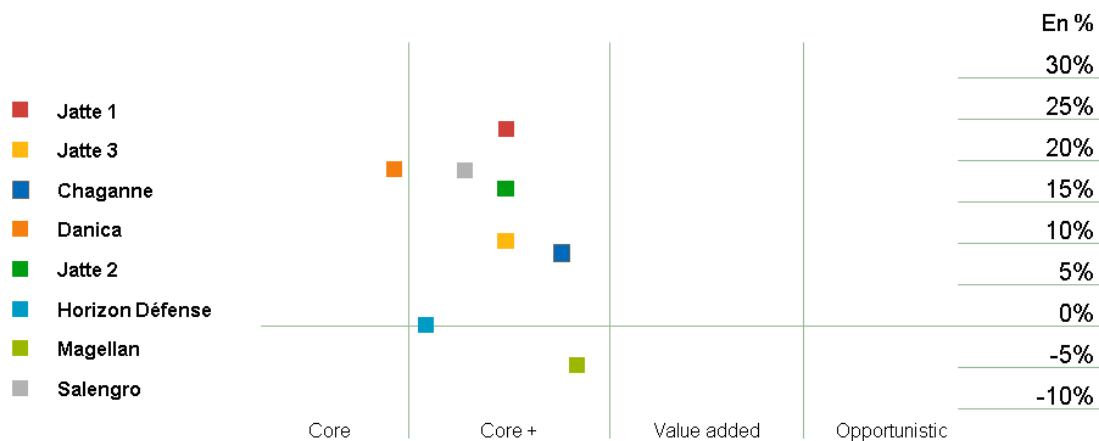
b) Rendement global

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 01/04/07 ou valeur d'acquisition après impact de l'entrée en comptabilité en valeur hors droits - capital restant dû de l'emprunt affecté à l'immeuble



Synthèse du patrimoine : Cf. tableau en annexe

3. COMPTES CONSOLIDES

3.1 Bilan consolidé

Actif		
en K€	31/03/2008	31/03/2007
ACTIFS NON COURANTS		
Actifs corporels	237	283
Immeubles de placement	374 737	234 934
Ecart d'acquisition		-
Autres actifs non courants	382	272
Dérivés à la juste valeur	3 424	4 341
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT	378 780	239 830
ACTIFS COURANTS		
Créances clients	8 964	4 496
Autres créances	4 010	1 164
Charges constatées d'avance	440	416
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22 784	10 982
TOTAL DE L'ACTIF COURANT	36 198	17 058
TOTAL ACTIF	414 978	256 888

Passif		
en K€	31/03/2008	31/03/2007
CAPITAUX PROPRES		
Capital	54 940	31 427
Primes d'émission	58 632	32 317
Obligations remboursables en actions	29 558	
Réserves consolidées	6 633	-3 036
Couverture de flux de trésorerie future	3 046	4 125
Résultat consolidé - part du Groupe	5 897	9 667
CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE	158 706	74 500
INTERETS MINORITAIRES	0	0
TOTAL CAPITAUX PROPRES	158 706	74 500
PASSIFS NON COURANTS		
Dettes bancaires	226 178	64 438
Autres dettes financières	6 375	2 159
Instruments financiers	378	76
Impôts différés passifs	0	0
Dettes d'impôts - exit tax	4 197	8 182
TOTAL DU PASSIF NON COURANT	237 128	74 855
PASSIFS COURANTS		
Part courante des emprunts et dettes financières		
	2 834	96 588
Dettes bancaires	1 055	96 547
Autres dettes financières	1 779	41
Dettes fournisseurs et autres dettes	16 310	10 945
Dettes fournisseurs	711	449
Dettes fiscales et sociales	2 112	1 306
Dettes d'impôt exigible	4 419	4 374
Autres dettes	2 461	1 325
Produits constatés d'avance	6 607	3 491
TOTAL DU PASSIF COURANT	19 144	107 533
TOTAL PASSIF	414 978	256 888

3.2 Compte de résultat

Compte de résultat		
en K€	31/03/2008	31/03/2007
Revenus locatifs	20 910	12 283
Charges du foncier	-185	-152
Charges locatives non récupérées		
Charges sur immeubles	-307	-306
Loyers nets	20 418	11 825
Frais de structure	-1 501	-1 672
Frais de personnel	-1 158	-684
Frais de fonctionnement	-2 659	-2 356
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	7 813	19 126
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-4 865	-5 362
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice	-8 258	-5 284
Incidence des investissements	-360	-197
Solde net des ajustements de valeur	-5 670	8 283
Produit de cession des immeubles placement	13 075	
VNC des immeubles cédés	-9 415	
Résultat de cession des immeubles de placement	3 660	0
Résultat opérationnel net	15 749	17 752
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	1 905	1 726
Intérêts et charges assimilées	-11 757	-5 621
Coût de l'endettement financier net	-9 852	-3 895
Résultat net avant impôt	5 897	13 857
Impôts sur les bénéfices		-18 375
Impôts différés		38 364
Ajustement écart d'acquisition		-24 178
Résultat net de l'ensemble consolidé	5 897	9 668
Dont part du Groupe	5 897	9 668
Dont part des minoritaires	0	0

3.3 Normes et principes comptables

Les comptes consolidés semestriels résumés ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34 « Norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne relative à l'information financière intermédiaire ».

Les principes et méthodes comptables appliqués au 31 mars 2008 sont sans changement par rapport à ceux appliqués pour l'établissement des comptes au 31 mars 2007, à l'exception des données concernées par la norme IFRS 7 relative aux instruments financiers, et dont l'application est obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2007. La norme IFRS 7 requiert que les notes annexes puissent permettre aux utilisateurs des états financiers d'évaluer le caractère significatif des instruments financiers du Groupe, ainsi que la nature et l'étendue des risques liés à ces instruments financiers. Les nouvelles informations à présenter sont incluses dans les états financiers.

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).

L'obligation remboursable en action (ORA) émise par Züblin Immobilière France est un instrument composite constitué :

- d'une composante « dette », correspondant à la valeur actualisée des flux de trésorerie que la société à l'obligation de verser aux porteurs de l'ORA (taux d'actualisation retenu : taux emprunt obligataire – 10 ans- soit 4.60 %)
- d'une composante capitaux propres correspondant à l'obligation de livrer un nombre fixe d'actions en remboursement de l'obligation remboursable en actions (ORA).

Conformément à IAS 32, les frais d'émission ont été répartis entre les deux composantes de manière proportionnelle.

3.4 Commentaires

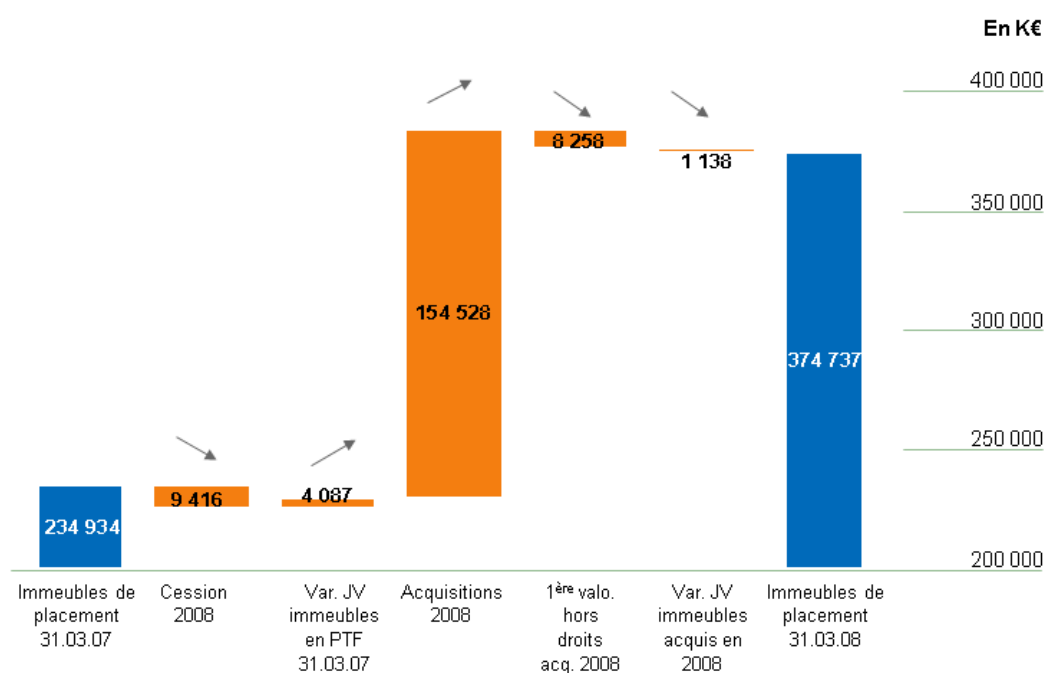
Les comptes consolidés présentés couvrent la période du 1er avril 2007 au 31 mars 2008.

3.4.1 Bilan

a) Immeubles de placement

La valeur des immeubles de placement dans les comptes consolidés au 31 mars 2008 est de 374 737 K€ contre 234 934 K€ au 31 mars 2007. Ce montant correspond à la juste valeur des immeubles. Elle est établie à partir de l'expertise indépendante effectuée par Jones Lang Lasalle diminuée des frais et droits de mutation estimés à environ 6,2% de la valeur d'expertise. Elle a cru de 60% entre les deux dates principalement du fait des acquisitions des immeubles Magellan à Nanterre, Danica à Lyon et Salengro à Marseille. A périmètre comparable (Jatte 1, Jatte 2, Jatte 3, Gennevilliers et Suresnes) la croissance est de 2%.

Le graphique ci-dessous décompose par nature les variations du portefeuille des immeubles de placement entre le 31 mars 2007 et le 31 mars 2008 :



b) Instruments financiers

Cf. partie ressources financières

c) Créances clients

Au 31 mars 2008 le montant de 8 964 K€ concerne essentiellement la facturation des loyers et accessoires du 2ème trimestre 2008 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance.

d) ORA

Voir commentaires paragraphe 3.1

La composante dette est amortissable sur la durée de vie de l'ORA soit 10 ans. Le montant annuel d'amortissement du capital est déterminé comme étant la différence entre les intérêts calculés sur la période au taux d'intérêt effectif de 4,84% et le montant du coupon 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.

Compte tenu de son prix d'émission de 14,2 € par titre, l'ORA n'a pas eu d'effet dilutif sur l'ANR par actions.

e) Dettes bancaires et financières

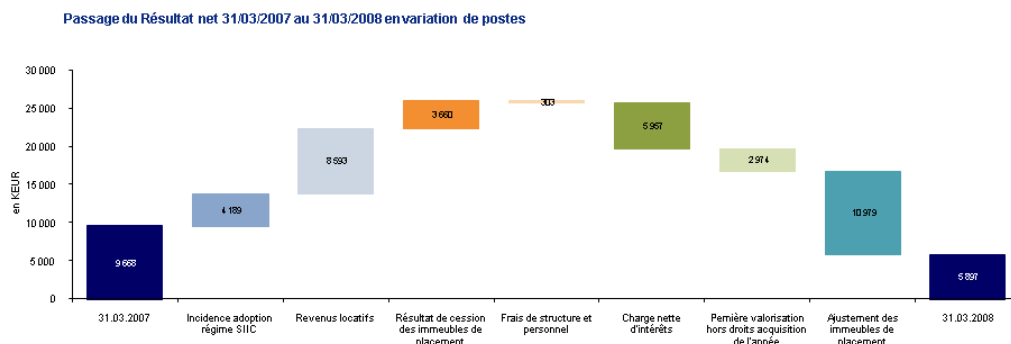
Cf. partie ressources financières

f) Dette d'impôt

Au 31 mars 2008, la dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 8 616 K€ et représente la dette d'« exit tax » actualisée au taux d'endettement moyen du Groupe au 31 mars 2008. Cette dette, d'un montant facial de 9 187 K€, fait l'objet d'un paiement différé sur 4 ans (dont deux échéances déjà passées au 31 mars 2008), la charge d'actualisation (571 K€) impacte la rubrique « intérêts et charges assimilées » du compte de résultat.

3.4.2 Compte de résultat

Le résultat consolidé au 31 mars 2008 s'établit à 5 897 K€ contre 9 669 K€ au 31 mars 2007 en diminution de 39%. Le graphique ci-dessous présente les variations par postes du compte de résultat entre les exercices 2006/07 et 2007/08 :



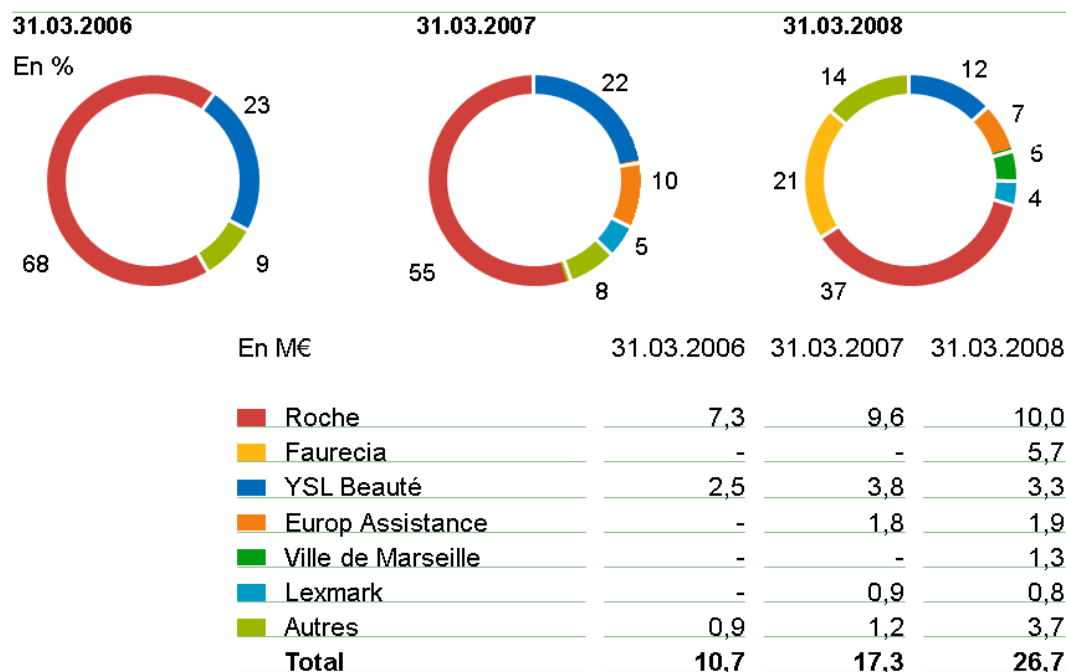
Le graphique ci-dessous compare par nature de charges et de produits les résultats au 31 mars 2007 et au 31 mars 2008 :



a) Revenus locatifs

Au total, du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008, le Groupe a perçu 20 910 K€ de revenus locatifs soit 70% de plus que lors du précédent exercice. Cette croissance s'explique principalement par l'impact des acquisitions réalisées par le Groupe durant les 15 derniers mois. A périmètre comparable (soient les immeubles Jatte 1 et Jatte 2), les revenus locatifs perçus du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008 s'élèvent à 10 675 K€, en augmentation de 6% par rapport à l'exercice précédent.

La ventilation par locataire des revenus locatifs de l'exercice est la suivante :



b) Frais de fonctionnement

Les frais de fonctionnement du Groupe pour l'exercice se sont élevés à 2 659 K€ contre 2 356 K€ pour l'exercice précédent, soit une augmentation de 13% qui résulte en grande partie de l'augmentation des frais de personnel qui incluent les jetons de présence versés aux administrateurs ; les dépenses de transport et déplacement les honoraires de cabinet de recrutement et les coûts de personnel intérimaire qui passent de 684 K€ à 1 158 K€.

Les frais de structure quant à eux ont diminué de 10% entre l'exercice 2006/2007 et 2007/2008 et se montent à 1 501 K€. Le graphique ci-dessous présente leur décomposition (en K€):



c) Produit de cession des immeubles de placement

Voir paragraphe 2.1.1 cession collines de St Cloud

d) Solde net des ajustements de valeurs

Voir commentaire 3.2.1.a)

e) Première valorisation hors droits acquisition de l'année

Les frais et droits directement liés aux acquisitions de l'exercice sont systématiquement passés en charge de l'exercice compte tenu du principe comptable L'incidence de la valorisation des acquisitions de l'exercice à la juste valeur soit hors droits s'élève à (€ 8 258).

f) Produits et charges financières

Les produits financiers s'élèvent à 1 905 K€ au 31 mars 2008 contre 1 726 K€ au 31 mars 2007. Contrairement à l'exercice précédent où ils étaient essentiellement constitués d'un gain financier lié à l'actualisation de l'exit tax (1 341 K€), ils se composent pour cet exercice de produits de trésorerie (1 720 K€) et d'un gain réalisé sur la cession d'un cap de taux (140 K€).

Les charges financières étaient de 5 621 K€ au 31 mars 2007. Elles sont de 11 757 K€ au 31 mars 2008. Elles correspondent pour l'essentiel aux intérêts versés au titre des prêts hypothécaires contractés par le Groupe (5 620 K€ au 31 mars 2007, et 9 231 K€ au 31 mars 2008). Le solde est constitué par des charges d'actualisation, la charge d'intérêts courus sur l'ORA et une charge exceptionnelle liée à la résiliation anticipée d'instruments de couverture pour un montant de 1 839 K€ (cf. 2.5 Gestion Financière).

Voir également section 11 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.

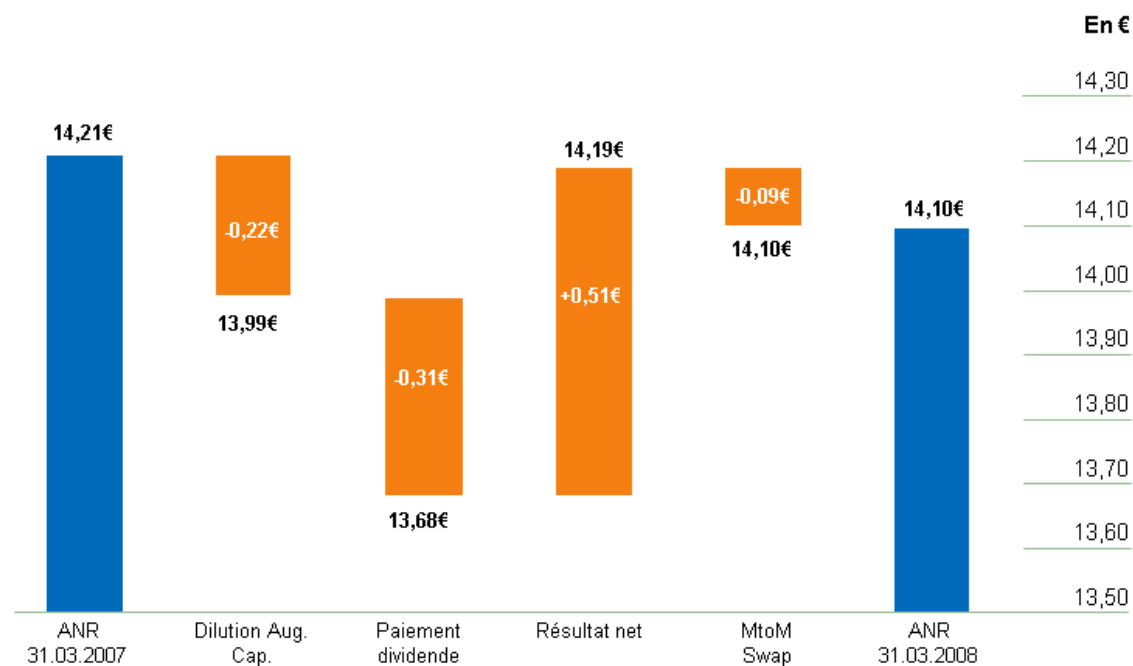
Pour apprécier l'actif net réévalué de « remplacement », c'est-à-dire le montant des capitaux nécessaires à la poursuite de l'exploitation du Groupe dans des conditions économiques et financières identiques, il convient de substituer la valeur de marché « droits inclus » des immeubles à la valeur « hors droit » retenue pour l'appréciation de leur juste valeur dans les comptes consolidés du Groupe. Cette valeur « droits inclus » est estimée par le cabinet Jones Lang Lasalle à 397 970 K€ au 31 mars 2008, soit un écart de 23 233 K€ par rapport à la valeur « hors droit » 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 31 mars 2008 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	158 705 986 €	158 705 986 €
- dont composante ORA	- 29 557 843 €	5 524 683 €
Actif net Réévalué de liquidation	129 148 143 €	164 230 669 €
Ajustement de valeur du patrimoine (droits)	23 233 000 €	23 233 000 €
Actif net réévalué de remplacement	152 381 143 €	187 463 669 €
Nombre d'actions (hors actions propres)	9 156 734	11 656 734
Actif net réévalué de liquidation par action	14,10 €	14,09 €
Actif net réévalué de remplacement par action	16,64 €	16,08 €

Le graphique ci-dessous décompose par nature les variations de l'ANR par action entre le 31 mars 2007 et le 31 mars 2008.



3.6 Cash Flow d'exploitation

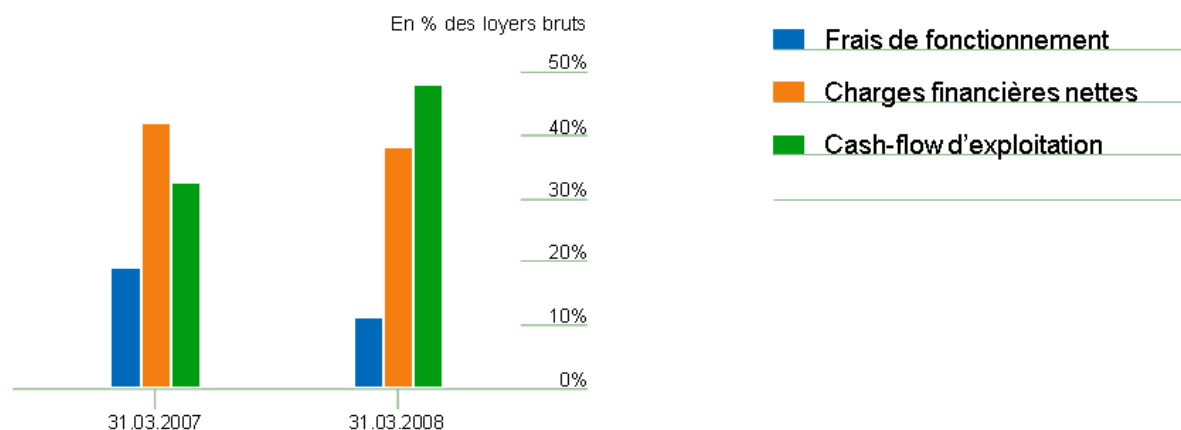
Le Groupe définit son cash flow d'exploitation comme étant son résultat avant impôts retraité de la variation de la valeur des actifs, de l'incidence des cessions d'immeubles, et de celle de l'actualisation de l'exit tax et des dépôts de garantie des locataires et des éléments financiers non récurrents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

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 31 mars 2008.

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

	Non dilué	Dilué
Résultat net avant impôts	5 897 371 €	5 897 371 €
Ajustement de variation de valeur des immeubles	5 309 000 €	5 309 000 €
Ajustement de la plus value de cession de St Cloud	- 3 660 007 €	- 3 660 007 €
Ajustement des effets d'actualisation des dépôts et exit tax	643 030 €	643 030 €
Ajustement des charges financières non récurrentes	1 484 000 €	1 484 000 €
Cash flow d'exploitation	9 673 394 €	9 673 394 €
Nombre d'actions moyen pondéré (hors actions propres)	8 016 750	9 696 667
Cash flow d'exploitation par action	1,21 €	1,00 €

Compte tenu des niveaux de cash flow d'exploitation déterminés ci-dessus, le Groupe présente les indicateurs de rentabilité suivants au 31 mars 2008 :



4. COMPTES SOCIAUX DE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Le résultat social au 31 mars 2008 de Züblin Immobilière France est une perte de 17 097 K€.

Les produits d'exploitation s'élèvent à 9 669 K€, dont 8 924 K€ de loyers.

Les charges d'exploitation sont de 22 654 K€. Elles incluent notamment les salaires et charges sociales pour 987 K€, des amortissements pour 3 906 K€ et des dotations aux dépréciations sur immobilisations de 14 782 K€ correspondant principalement à l'utilisation de valeurs hors droits pour apprécier la valeur vénale des immeubles qui est comparée à une valeur nette comptable comprenant les frais d'acquisition.

Les produits financiers s'élèvent à 4 384 K€, dont 3 080 K€ de dividendes reçus de Züblin Immobilière Paris Ouest et 1 187 K€ d'intérêts créditeurs.

Les charges financières sont de 8 496 K€ dont 5 354 K€ d'intérêts sur emprunts, 1 275 K€ de provision pour dépréciation des titres Züblin Immobilière Verdun Flourens et 1 839 K€ de charges exceptionnelles de résiliation par anticipation d'instruments de couverture de taux d'intérêts.

Le total des actifs de la société au 31 mars 2008 est de 282 234 K€, dont 223 987 K€ d'immobilisations dans des immeubles de placement, 39 704 K€ de participations et créances rattachées et 7 853 K€ de disponibilités.

Les capitaux propres de la société au 31 mars 2008 sont de 94 331 K€ et les dettes de 187 903 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 Événements importants survenus depuis le 31 mars 2008

Aucun événement significatif n'est survenu depuis le 31 mars 2008.

5.2 Perspectives d'avenir

La poursuite de la politique d'investissement doit nécessairement prendre en compte le contexte économique et financier moins favorable. L'achèvement du plan d'investissement visant à atteindre un patrimoine de 500 M€ à la mi-2009 est subordonné à la capacité de Züblin Immobilière France de trouver les ressources financières complémentaires adéquates. Il sera poursuivi dans le cadre d'une stratégie plus opportuniste et dans le respect du critère de relation du cash flow d'exploitation.

La dette bancaire de Züblin immobilière France ayant une maturité de plus de cinq ans et étant intégralement couverte contre les fluctuations de taux d'intérêts, à périmètre et conditions de location équivalents, le cash flow d'exploitation par action devrait croître d'au moins 10% sur l'exercice 2008/2009, grâce à la contribution en année pleine des acquisitions réalisées durant l'exercice 2007/2008.

Disposant désormais d'un niveau de cash flow d'exploitation satisfaisant assis sur une base locative diversifiée, Züblin Immobilière France peut envisager la mise en œuvre de travaux de rénovation ou de restructuration afin d'accroître la valeur des actifs. De tels travaux qui seraient effectués en intégrant une approche environnementale permettraient d'améliorer les conditions d'exploitation des immeubles et le niveau des prestations proposées aux locataires.

6. ACTIVITES DU GROUPE EN MATIERE DE RECHERCHE ET DE DEVELOPPEMENT

Le Groupe n'a engagé aucun programme de recherche ni de développement au cours de l'exercice écoulé.

Prises de participation et de contrôle, sociétés contrôlées

Aucune prise de participation ou de contrôle n'a été réalisée au cours de l'exercice clos au 31 mars 2008.

7. FILIALES ET PARTICIPATIONS

A - RENSEIGNEMENTS DETAILLES CONCERNANT LES FILIALES ET PARTICIPATIONS	Capital	Capitaux Propres	Quote-part du capital détenue en pourcentage	Résultat du dernier exercice clos	Chiffre d'affaires du dernier exercice clos	Dividendes encaissés par la société au cours de l'exercice
<p>1 - Filiales (plus de 50% du capital détenu)</p> <p>SAS</p> <p>ZUBLIN IMMOBILIERE PARIS OUEST I</p> <p>52 rue de la Victoire</p> <p>75009 Paris 09</p> <p>SCI VERDUN FLOURENS</p> <p>52 rue de la Victoire</p> <p>75009 Paris 09</p> <p>2 - Participations (de 10 à 50% du capital détenu)</p>	<p>8 212 189</p> <p>500 000</p>	<p>36 317 718</p> <p>194 720</p>	<p>100</p> <p>99,8</p>	<p>9 905 638</p> <p>-110 886</p>	<p>11 363 853</p> <p>664 708</p>	<p>-</p> <p>-</p>
<p>B - RENSEIGNEMENTS GLOBAUX SUR LES AUTRES FILIALES ET PARTICIPATIONS</p> <p>1 - Filiales non reprises en A :</p> <p>a) françaises</p> <p>b) étrangères</p> <p>2 - Participations non reprises en A :</p> <p>a) françaises</p> <p>b) étrangères</p>						

Pour la SCI VERDUN FLOURENS, les renseignements mentionnés ci-dessus sont ceux de l'arrêté des comptes en date du 31/12/2007.

8. DISTRIBUTION DE DIVIDENDES

Züblin Immobilière France a opté en 2006 pour le régime des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC).

Au titre de cette option la société s'est engagée à tenir les obligations suivantes en termes de distribution de dividendes :

- Obligation de distribution minimale de 85% des résultats réalisés dans le cadre de la location d'immeubles ;
- Obligation de distribution de 100% des dividendes reçus des filiales ayant opté pour le régime SIIC ;
- Obligation de distribution minimale de 50% des plus values de cessions réalisées dans un délai de deux ans.

Compte tenu de son résultat statutaire déficitaire au 31 mars 2008 (cf. section 4), Züblin Immobilière France n'a aucune obligation de distribution au titre du régime SIIC pour l'exercice clos au 31 mars 2008.

Züblin Immobilière France a pour objectif d'assurer une croissance régulière du bénéfice par action cohérente avec l'évolution de son cash flow d'exploitation par action. Une distribution de dividendes d'un montant de €0,80 par actions sera proposée à l'assemblée générale du 23 juin 2008.

Par ailleurs, Züblin Immobilière Paris Ouest présentant un bénéfice statutaire de €9 905 638 au 31 mars 2008, elle présente les obligations de distribution suivantes à sa maison mère :

en K€		Taux de distribution	Obligation de distribution
Résultat locatif	4 942	85%	4 200
Plus value cession	4 964	50%	2 482
Dividendes des filiales ayant opté pour le régime SIIC	-	100%	-
Total	9 906		6 682

9. RESSOURCES HUMAINES

9.1 Emploi

Le Groupe emploie trois personnes à la date du 31 mars 2008 : un directeur administratif et financier recruté le 14 janvier 2008, un directeur des acquisitions et de la gestion d'actifs recruté le 1er septembre 2006 et un office manager recruté le 1er mai 2006.

Les salariés du Groupe sont rattachés à la convention collective nationale de l'immobilier.

9.2 Politique de rémunération

Les salariés du Groupe perçoivent une rémunération fixe payée en douze ou treize mensualités (selon leur niveau hiérarchique et les dispositions de la convention collective nationale de l'immobilier). Cette rémunération fait l'objet d'une revue annuelle.

En complément de leur rémunération fixe, les salariés du Groupe peuvent percevoir une rémunération variable fonction d'objectifs personnels et fonction des résultats du Groupe.

9.3 Organigramme fonctionnel simplifié

Compte tenu du très faible nombre de salariés, le Groupe n'a pas jugé utile à ce stade de définir un organigramme.

9.4 Conséquences sociales et environnementales de l'activité du Groupe

Le Groupe attache une grande importance au bien être et à l'équilibre de ses employés et à son comportement au sein des communautés sociales avec lesquelles il est en interaction. Cette attitude responsable sur le plan social, économique et environnemental est au centre de ses valeurs.

9.4.1 Conséquences environnementales de l'activité du Groupe

Le Groupe est conscient que le secteur immobilier compte pour environ 50% de la demande globale en énergie dans le monde. Son secteur économique fait partie de ceux qui ont le plus d'impact sur l'environnement.

Le Groupe s'emploie à agir comme acteur responsable et en conséquence se préoccupe particulièrement des conséquences environnementales de son activité.

Le Groupe est également conscient que la valeur de ses actifs peut être affectée si la dimension environnementale n'est pas suffisamment prise en compte dans ses décisions d'investissement ou de gestion d'actifs. En effet, tant les investisseurs financiers, que les locataires existants ou potentiels, attachent de plus en plus d'importance aux facteurs environnementaux et énergétiques dans leur processus de décision. Les immeubles qui ne répondent pas aux nouvelles normes ou demandes du marché en termes environnementaux courent le risque d'être décotés et le coût de leur rénovation augmentera de plus en plus au fil des ans.

C'est pourquoi le souci des conséquences environnementales de l'activité du Groupe n'est pas seulement une affaire de responsabilité morale, il est un élément clé de son système de suivi des risques financiers et au final de sa capacité à créer de la valeur pour ses actionnaires.

9.4.2 Actions envisagées pour les actifs déjà en portefeuille

Tout le groupe Züblin Immobilien a initié un programme d'analyse environnementale (EAS : Environmental Analysis System) qui va couvrir l'ensemble des immeubles détenus. Ce programme va nous permettre de recueillir les informations pertinentes pour tous nos immeubles. Une fois la collecte de ces informations terminées, nous serons en mesure de comparer notre portefeuille et les actifs qui le composent aux référentiels existants.

En parallèle, nous avons décidé d'établir au sein du groupe Züblin Immobilien une « veille environnementale » à laquelle nous souhaitons associer nos administrateurs de biens afin de collecter régulièrement de nouvelles informations et évaluer des actions d'amélioration.

Il y a beaucoup de domaines d'intervention pour une société foncière en matière d'amélioration de l'environnement. Ce serait cependant naïf de penser que nous pouvons tout faire en même temps et avec la même dynamique. Aussi, le groupe Züblin Immobilien a déterminé les champs d'interventions où il pouvait avoir une action influente rapidement. Pour ceux-ci, il développe un plan d'actions interne et un niveau de priorité.

Le tableau ci-après détaille ces champs d'intervention et les indicateurs qui permettront d'évaluer l'effet des actions entreprises.

Notre capacité à mettre en œuvre les changements induits par le plan d'action dépend de nombreux facteurs externes propres à chacune des localisations et chacun des immeubles. Aussi, il est impossible de se fixer un objectif global pour l'ensemble du portefeuille. Cependant

nous allons suivre continuellement nos progrès dans les champs d'intervention que nous nous sommes fixés, tant vis-à-vis de la situation actuelle que des référentiels externes et nous en rendrons compte à nos actionnaires au même titre que nos autres indicateurs de performance.

	Objectif	Indicateur clé	Unité de mesure
Création de valeur			
	Diagnostic environnemental du portefeuille	Classement des actifs	Classement individuel
	Optimisation du standard environnemental des immeubles	Amélioration de la valeur des immeubles	EUR
Energie et protection du climat			
	Réduction de la consommation d'énergie	Performance énergétique	KWh/m ² /an
	Recours aux énergies renouvelables	% d'énergie renouvelable dans la consommation globale	%
	Réduction des émissions de gaz à effet de serre	Emissions de CO ² par immeuble	Tonnes de CO ² /m ² /an
Eau			
	Réduction de la consommation d'eau	Consommation d'eau par immeuble	M ³ /m ² /an
Déchets			
	Augmentation de la part des déchets recyclables	Quantité de déchets recyclés	Kg/m ² /an

9.4.3 *Actions envisagées pour les acquisitions futures*

Pour chaque acquisition envisagée, Züblin Immobilière France utilise une grille de scoring qui lui permet d'apprécier la pertinence de l'acquisition envisagée par rapport à ses critères d'investissement. Les champs d'intervention définis ainsi que l'EAS vont être intégrés dans la grille de scoring et le processus de décision en matière d'acquisition.

Le Groupe voit le mouvement général vers un monde plus « durable » comme une opportunité de montrer sa capacité d'agir comme acteur responsable tant socialement, économiquement que sur un plan environnemental, tout en créant de la valeur pour ses actionnaires. Les facteurs environnementaux vont être intégrés dans ses systèmes d'analyse et processus de décision et, le cas échéant, il entreprendra les changements et les améliorations qui présentent des avantages écologiques et financiers.

L'ensemble des mesures nécessaires au respect de la réglementation, notamment en termes de détection et de traitement des problématiques d'amiante est mis en œuvre par le Groupe.

10. **ASSURANCE – COUVERTURE DES RISQUES**

Le Groupe, afin de préserver son patrimoine et de limiter de manière significative l'incidence que pourrait avoir un sinistre, a mis en œuvre un programme de couverture des risques garantissant les dommages aux biens, les éventuelles pertes de loyers et la responsabilité du propriétaire de l'immeuble.

Les polices d'assurance multirisques immeubles sont contractées auprès de grandes compagnies d'assurance. Elles garantissent tous les immeubles du Groupe.

Tout nouvel immeuble intégrant le patrimoine de l'une des sociétés du Groupe, bénéficie des garanties instituées par ce programme de couverture des risques.

Les polices multirisques immeubles souscrites garantissent ainsi le patrimoine du groupe contre les principaux dommages aux biens, y compris en présence d'actes de vandalisme, d'attentats, d'émeutes, de mouvements populaires, de terrorisme, de sabotage et d'effondrement.

En outre, dans le cadre de ce programme, les polices multirisques immeubles souscrites par les sociétés du groupe comprennent la couverture de la responsabilité civile du propriétaire d'immeuble et garantissent le groupe contre les éventuels recours des voisins, de tiers et des locataires.

Le montant des primes d'assurances sur une base annuelle est de 129 K€ pour l'année 2008 (81 K€ en 2007).

11. **RESSOURCES FINANCIERES**

11.1 **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 entre 60 et 70% 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.

11.2 Encours des dettes bancaires au 31 mars 208

Au 31 mars 2008, l'encours brut des emprunts bancaires s'élève à 228 millions d'euros, soit un ratio LTV de 57% de la valeur de marché, droits inclus, du patrimoine. Le Groupe a souhaité en effet réduire le recours à l'endettement pour ses dernières acquisitions afin de ramener son ratio LTV dans la borne basse de son objectif long terme, tant que les conditions d'accès aux marchés financiers resteront difficiles.

Comme le montre le tableau ci-dessous, le Groupe n'a aucun besoin de refinancement dans les 5 prochaines années.

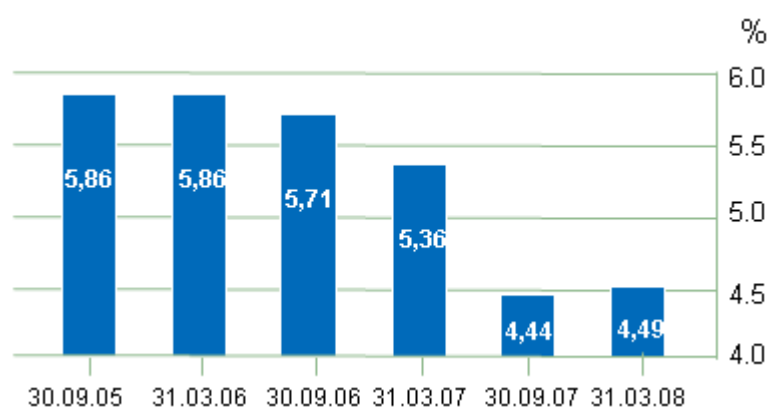
Synthèse des emprunts bancaires au 31 mars 2008 :

Etablissement prêteur	Encours	Echéances	Taux ¹ (en %)	Echéance			Objet
				< 1 an	De 1 à 5 ans	> 5 ans	
Aareal	75,8	04.07.2014	3,925			75,8	Financement Jatte 1, Jatte 2
Aareal	18	01.08.2016	5,045			18,0	Financement Gennevilliers
Natixis	40	31.12.2013	4,552			40,0	Financement Jatte 3
Natixis	55	04.10.2014	4,710			55,0	Financement Magellan
Aareal	10	30.06.2014	4,598			10,0	Financement Suresnes
Natixis	29	10.01.2015	5,122			29,0	Financement Danica
Total	227,8	-	-	0	0	227,8	-

¹ Taux après couverture

11.3 Evolution du taux moyen d'endettement

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



11.4 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 Immobilières 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

Au 31 mars 2008, le ratio LTV de Züblin Immobilière Paris Ouest est de 56,6% et son ratio DSCR est de 310%. Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses actifs baissait de 20%. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 63%.

Au 31 mars 2008, le ratio LTV de Züblin Immobilière France est de 49,1% et son ratio DSCR est de 222%. Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses actifs baissait de 23%. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 33%.

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.

11.5 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 31 mars 2008, dans le cadre de sa politique de gestion des taux, le Groupe a ainsi souscrit 12 contrats de swap dont la juste valeur s'élève à 3 046 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.

12. RISQUES

12.1 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.

12.1.1 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.

12.1.2 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 31 mars 2008), 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.

12.1.3 *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

La société est actuellement dépendante de certains locataires et principalement des laboratoires Roche, locataire des immeubles Jatte 1 et Jatte 3, de Faurecia, locataire de l'immeuble Magellan, dont les baux arrivent à échéance respectivement en juillet 2011 et juin 2010. YSL Beauté est également locataire de l'immeuble Jatte 2 et Jatte 3 et peut mettre fin à ses baux 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 19 M€ (72% 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 à la date du présent document représente 57% 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 2009, 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 68,2% du capital de Züblin Immobilière France.

A compter du 1er juillet 2007, les dividendes distribués au profit d'actionnaires, autres que les personnes physiques, détenant directement ou indirectement au moins 10% du capital d'une SIIC sont soumis à un prélèvement de 20% dû par la SIIC lorsque les bénéficiaires ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés ou à un impôt équivalent sur ces dividendes perçus (est réputé équivalent un impôt dont le montant est au moins égal à un tiers de l'impôt sur les sociétés qui aurait été dû en France dans les conditions de droit commun).

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 ;
- En cas de non-imposition des dividendes perçus par un actionnaire, personne morale, détenant plus de 10% du capital de Züblin Immobilière France, prélèvement sous forme d'impôt de 20% du montant desdits dividendes.

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.

12.2 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.

12.2.1 *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	Sensibilité de la juste valeur des swaps de taux (effet d'une variation de 100 bps sur les capitaux propres) : +100 bps +13,9M€ -100 bps - 8,0M€
Accès aux marchés financiers	Recherche de sources de financement alternatives, adaptation de la stratégie.	
Risque de crédit	<p>Contreparties bancaires de premier rang disposant d'excellente notation de crédit.</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 de l'exercice clos au 31 mars 2008 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

12.2.2 *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 53% 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	<p>Le risque concerne plus particulièrement les immeubles Jatte 1 et Magellan, loués respectivement à Roche et Faurecia et dont les baux arrivent à échéance en juillet 2011 et juin 2010.</p> <p>Le non renouvellement de ces baux entraînerait une baisse temporaire des loyers de 13,8 M€ (52% des loyers annualisés).</p> <p>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 2,7 M€ (10% des loyers annualisés).</p>

12.2.3 *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 sectorielle	Le Groupe souhaite à terme diversifier ses investissements dans les commerces et la logistique	
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	En mars 2006, Roche représentaient 68% des loyers et YSL Beauté 23%.
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 5 ans. Le Groupe a revu à la baisse ses objectifs de LTV à court terme (<60%)
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.	Il est proposé aux actionnaires de modifier les statuts afin de ne pas pénaliser le Groupe en cas d'insuffisance d'imposition des dividendes perçus par un actionnaire détenant plus de 10% du capital. Le Groupe effectue ses meilleurs efforts afin d'inciter Züblin Immobilien AG à se

		mettre en conformité avec les exigences de SIIC4
Importance des relations avec Züblin Immobilien AG	Le Groupe suit les meilleures pratiques en matière de gouvernance et de transparence	
Risque de change	Le chiffre d'affaires du Groupe est exclusivement en euros. Le montant des frais payés en francs suisse est peu important	

13. PARTICIPATION DES SALARIES AU CAPITAL

Au 31 mars 2008,

Monsieur Pierre Essig, administrateur et directeur général détient 10 583 actions de la société, et

Madame Caroline Dheilly, directeur des acquisitions et de la gestion d'actifs détient 750 actions de la société.

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

Le conseil d'administration du 11 mai 2007 a autorisé la société à racheter 3 297 de ses propres actions pour les attribuer à M. Pierre Essig et Madame Caroline Dheilly (respectivement 2 547 actions et 750 actions) dans le cadre d'un paiement en titres de la société d'une partie de leurs rémunérations variables.

Tableau récapitulatif des délégations en matière d'augmentation de capital

Conformément à l'article L. 225-100, 4ème alinéa du code de commerce tel que modifié par l'ordonnance du 24 juin 2004, le conseil d'administration doit rendre compte, dans son rapport de gestion, des délégations en cours de validité qui lui ont été accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'augmentation de capital, par application des articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2 du Code de commerce.

Le tableau récapitulant les délégations en cours de validité qui ont été consenties au conseil d'administration en matière d'augmentation de capital ainsi que leur utilisation au cours de l'exercice clos le 31 mars 2007 figurent à la fin du présent rapport.

15. CONVENTIONS VISEES A L'ARTICLE L. 225-38 DU CODE DE COMMERCE

Les commissaires aux comptes, dans leur rapport spécial, relatent les conventions conclues en application de l'article L. 225-38 et suivants du code de commerce qui sont intervenues au cours de l'exercice écoulé.

Aucune nouvelle convention n'a été autorisée au cours de l'exercice 2007/2008

Les conventions et engagements autorisés au cours d'exercices antérieurs et qui se sont poursuivis durant l'exercice 2007/2008 sont les suivants :

- Une mission d'assistance au management pour les relations avec les investisseurs qui a été confiée le 6 février 2007 à Monsieur Andrew Walker. Cette convention n'a pas donné lieu à des prestations rémunérées ;
- Une mission d'assistance au management en matière d'investissement qui a été confiée le 6 février 2007 à Monsieur Xavier Didelot. Celui-ci a perçu 2 000 € au titre de cette mission d'assistance ;
- Un contrat de prestation de services en date du 18 janvier 2006, avec Züblin Immobilien Management AG aux termes duquel cette dernière exerce notamment des missions de conseil en stratégie et des missions d'assistance dans la mise en œuvre des programmes d'investissement. La rémunération trimestrielle versée à Züblin Immobilien Management AG au titre de ce contrat est de 0.025 % de la valeur des actifs immobiliers. Les honoraires facturés au titre de l'exercice 2007/2008 s'élèvent à 248 K€ ;
- Un contrat de mandat social en date du 10 février 2006, conclut avec M. Pierre Essig aux termes duquel ce dernier exercera les fonctions de Directeur général de la société conformément aux articles L.225-51-1 et suivants du code de commerce.

Le Directeur général ne perçoit aucun jeton de présence.

Le conseil d'administration du 31 janvier 2006 a fixé la rémunération fixe annuelle du Directeur général de la société, à la somme de 195 000 € brut, payable en 12 mensualités de 16 250 € brut.

Le Directeur général de la société pourra percevoir une rémunération variable annuelle brute égale au plus à 100 % de sa rémunération annuelle fixe brute sur la base de la réalisation d'objectifs et ou de résultats déterminés annuellement, après consultation du comité des nominations et des rémunérations. Dans sa séance du 1er avril 2008, le conseil d'administration de la société a décidé d'octroyer une rémunération variable au Directeur général de la société d'un montant de 185 000 € brut.

En sus et à titre exceptionnel, le conseil d'administration a décidé de lui octroyer une prime de 45 000 € brut après avoir constaté que celui-ci avait assumé depuis son entrée en fonction et jusqu'en janvier 2008 les tâches normalement dévolues au Directeur financier. Cette rémunération variable et cette prime ont été entièrement payées en espèces en mai 2008.

Au total, les rémunérations fixes et variables perçues par le Directeur général au titre de l'exercice 2007/2008 se sont élevées à 425 000 € brut.

Le conseil d'administration du 31 janvier 2006 a en outre accordé à M. Pierre Essig une indemnité de départ calculée comme suit :

- En cas (i) de changement de contrôle de Züblin Immobilière France avant le 15 février 2009 et (ii) de révocation ou de non renouvellement de son mandat de directeur général (sauf faute grave) dans les neuf mois qui suivent un tel changement de contrôle, le montant

de cette indemnité contractuelle de révocation ou de non-renouvellement sera égal à vingt-quatre mois de la rémunération mensuelle fixe brute de M. Pierre Essig (calculée sur la base de la rémunération mensuelle moyenne perçue au cours des douze mois précédant la révocation ou le non-renouvellement, et ce excluant tout bonus ou tout autre élément de rémunération) ;

– En cas de révocation ou de non-renouvellement de son mandat de directeur général (hors cas prévu au paragraphe ci-dessus), le montant de l'indemnité contractuelle de révocation ou de non-renouvellement sera égal à 12 mois de la rémunération mensuelle fixe brute de M. Pierre Essig (calculée sur la base de la rémunération mensuelle moyenne perçue au cours des 12 mois précédant la révocation ou le non-renouvellement, en ce excluant tout bonus ou tout autre élément de rémunération).

16. PRESENTATION DES COMPTES ANNUELS

Les règles de présentation et les méthodes d'évaluation retenues pour l'établissement des documents comptables sont conformes à la réglementation en vigueur et celles-ci n'ont pas été modifiées par rapport à l'exercice antérieur, si ce n'est par application de nouvelles dispositions légales ou réglementaires.

17. RESULTATS - AFFECTATION DES RESULTATS

Les comptes de Züblin Immobilière France à la clôture de l'exercice font apparaître une perte d'un montant de 17 101 974,00 €. Il est proposé à l'assemblée générale des actionnaires d'affecter cette perte sur le compte report à nouveau dont le montant s'élèverait après imputation de la perte à -19 543 427,00 €.

Il est proposé à l'assemblée générale des actionnaires de distribuer un dividende de 0,80 € par action par prélèvement sur le poste « prime d'émission ». Le prélèvement serait de 7 337 826,40 € et le poste « prime d'émission » s'élèverait après prélèvement à 51 390 818,60 €.

La distribution de dividende des trois exercices précédents ressort comme suit :

	2005	2006	2007
Nombres d'actions	37 500	3 975 850	5 241 305
Dividende par action (en euro par action)	N/A	0,5	0,7
Distribution globale en euros	N/A	1 987 925	3 668 914

Par ailleurs, Züblin Immobilière France n'a engagé aucune dépense ou charge non déductible fiscalement au cours de l'exercice écoulé.

18. MODALITES D'EXERCICE DE LA DIRECTION GENERALE

Le conseil d'administration, dans sa séance en date du 16 janvier 2006 a choisi le mode d'exercice de la direction générale, conformément à l'article L. 225-51-1 du code de commerce. Il a ainsi décidé que celle-ci serait exercée par Monsieur Pierre ESSIG à compter du 15 février 2006 qui assume depuis cette date les fonctions de directeur général de Züblin Immobilière France.

19. **SITUATION DES MANDATS DES ADMINISTRATEURS ET DES COMMISSAIRES AUX COMPTES**

Aucun mandat d'administrateur ou de commissaire aux comptes ne viendra à expiration à l'issue de l'assemblée générale du 23 juin 2008.

20. **INFORMATIONS CONCERNANT LES MANDATAIRES SOCIAUX**

Conformément à l'article L. 225-102-1 du code de commerce, le présent Rapport rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés à chaque mandataire social durant l'exercice écoulé, tant par la société elle-même que par les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-16 du code de commerce. Il doit également comprendre la liste des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun des mandataires sociaux durant l'exercice. Ces informations sont contenues dans le tableau ci-après.

INFORMATIONS CONCERNANT LES MANDATAIRES SOCIAUX

(tableau établi en application de l'article L. 225-102-1 du code du commerce)

Mandataires sociaux :	Rémunérations et avantages versés par la société		Rémunérations et avantages versés par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du code du commerce		Mandats sociaux exercés dans toutes sociétés (françaises ou étrangères)	
	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Nom de la société :	Mandat et/ou fonctions exercés :
Pierre ROSSIER	34 000 € versés	Néant	Néant	Néant		
Président du conseil d'administration					Züblin Immobilien Holding AG, Zürich (Immobilier)	Vice-Président
					Rossier, Mari & Associates SA, Zurich, (Consulting)	Administrateur délégué
					Titan Executive Search SA, Zurich, (Consulting)	Administrateur
					WEKA Verlag AG, Zürich, (Edition)	Administrateur
				Uno-A-Erre Italia SpA, Arezzo (Joallerie)	Administrateur	

Mandataires sociaux :	Rémunérations et avantages versés par la société		Rémunérations et avantages versés par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du code du commerce		Mandats sociaux exercés dans toutes sociétés (françaises ou étrangères)	
	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Nom de la société :	Mandat et/ou fonctions exercés :
Pierre ESSIG	425 000€** afférents dont 195 000€ payés	Néant	Néant	Néant		
Administrateur et directeur général					Egirem Conseil et Associés, Paris, (Consulting)	Président
Bruno SCHEFER	Néant	Néant	Néant	Néant		
Administrateur					Züblin Immobilien Holding AG, Zürich (Immobilier)	Directeur Général
					Cosanum AG, Zurich, (Santé)	Administrateur
					GCK Lions AG, Zurich (Secteur associatif)	Administrateur
					GCK Lions Eishockey AG, Zurich (Secteur associatif)	Administrateur
					Bayerische Gewerbebau AG, München (Immobilier)	Administrateur

Mandataires sociaux :	Rémunérations et avantages versés par la société		Rémunérations et avantages versés par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du code du commerce		Mandats sociaux exercés dans toutes sociétés (françaises ou étrangères)	
	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Nom de la société :	Mandat et/ou fonctions exercés :
Andrew N. WALKER	18 500€* versés	Néant	Néant	Néant		
Administrateur					Züblin Immobilien Holding AG, Zürich (Immobilier)	Président
					Forum Partners Investment Management, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Forum Asian Realty Investment Management, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Forum European Realty Investment Management II, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Forum European Realty Income II GP Limited (Immobilier)	Administrateur
					Wiltshire Realty Investments, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Db a Melrose Investments, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur

Mandataires sociaux :	Rémunérations et avantages versés par la société		Rémunérations et avantages versés par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du code du commerce		Mandats sociaux exercés dans toutes sociétés (françaises ou étrangères)	
	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Nom de la société :	Mandat et/ou fonctions exercés :
					Pearl River Investments, LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Forum European Realty Investment Management LLC, Delaware (Immobilier)	Administrateur
					Forum European Realty Income GP Limited (Immobilier)	Administrateur
					Forum European Realty Income II Sarl (Immobilier)	Administrateur
					Verde I Sarl (Immobilier)	Administrateur
					Noir I Sarl (Immobilier)	Administrateur
					Bruin I Sarl (Immobilier)	Administrateur
Xavier DIDELOT	24 000€* versés	Néant	Néant	Néant		
Administrateur						

Mandataires sociaux :	Rémunérations et avantages versés par la société		Rémunérations et avantages versés par les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du code du commerce		Mandats sociaux exercés dans toutes sociétés (françaises ou étrangères)	
	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Montant de la rémunération brute :	Montant des avantages en nature :	Nom de la société :	Mandat et/ou fonctions exercés :
William NAHUM	18 500€* versés	Néant	Néant	Néant		
Administrateur					Centre de Documentation des Experts Comptables et Commissaires aux Comptes (Edition) Société Ingenico (Service)	Président Censeur

* : Jetons de présence nets

** : Rémunération brute

21. STRUCTURE DU CAPITAL

Au 31 mars 2008, le capital social était fixé à la somme de 55 033 698 euros. Il est divisé en 9 172 283 actions de six euros de valeur nominale chacune, intégralement libérées, réparties comme suit :

Base non diluée	31/03/2008	
	Nombre de titres	%
Groupe Züblin	6 253 702	68,18%
Administrateurs et dirigeants	20 586	0,22%
Autocontrôle	15 549	0,17%
Public	2 882 446	31,43%
Total	9 172 283	100,00%

Aucun droit de vote double n'a été attribué aux actionnaires de Züblin Immobilière France.

Entre le 1er avril 2007 et le 31 mars 2008, 805 564 titres de Züblin Immobilière France ont été échangés, soit un volume journalier moyen de 3 184 titres.

Les cours de l'action ont été, au plus bas de 11,33 € le 18 septembre 2007 et au plus haut de 16,87 € le 23 mai 2007 pour clôturer l'exercice à 12,22 €.

Au 31 mars 2008, la capitalisation boursière était de 112,1 M€, soit 9 172 283 actions au cours de 12,22 €.

22. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS

Les actions sont librement négociables, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires. Les actions inscrites en compte se transmettent librement par virement de compte à compte. Les inscriptions en compte, virements et cessions s'opèrent dans les conditions prévues par la loi et les règlements en vigueur. Les actions non libérées des versements exigibles ne sont pas admises au transfert.

Outre les seuils prévus par les lois et règlements applicables, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir, directement ou indirectement au travers d'une ou plusieurs sociétés qu'elle contrôle majoritairement, un pourcentage de participation supérieur ou égal à 2% du capital social et/ou des droits de vote est tenue d'informer la société de la détention de chaque fraction de 2% du capital et/ou des droits de vote jusqu'à 33% dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuils, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à son siège social, en précisant le nombre total d'actions ou de titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital ainsi que du nombre de droits de vote qu'elle détient, directement mais aussi, du nombre d'actions ou de droits de vote assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par cette personne en vertu de l'article L. 233-9 du Code de commerce.

En cas de non respect de cette obligation d'information, un ou plusieurs actionnaires, détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à cinq pour cent (5%), pourront demander que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée soient privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. La demande est consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être délégués par l'actionnaire défaillant.

23. REGLES DE NOMINATION ET DE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs sont nommés et remplacés conformément à la loi. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire. Le président est nommé par le conseil d'administration et peut être révoqué à tout moment par ce dernier.

24. MODIFICATIONS STATUTAIRES

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, étant toutefois précisé que celle-ci ne peut augmenter les engagements des actionnaires, sauf accord unanime.

25. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration dispose des pouvoirs et exerce sa mission dans les conditions fixées par l'article L. 225-35 du code de commerce et par les statuts de Züblin Immobilière France.

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

TABLEAU DES RESULTATS DE LA SOCIETE

	31/03/2004	31/03/2005	31/03/2006	31/03/2007	31/03/2008
Capital en fin d'exercice					
Capital social appelé, versé	18.500 €	18.500 €	22.775.100 €	31.447.830 €	55.033.698 €
Capital social appelé, non versé	18.500 €	18.500 €			
Nombre d'actions ordinaires	37.000	37.000	3.795.850	5.241.305	9.172.283
Opération et résultat					
Chiffre d'affaires (H.T.)				1.428.822 €	9.668.841 €
Résultat avant impôt, participation et dotations aux amortissements et provisions	(672) €	(257) €	2.236.221 €	(1.654.814) €	2.888.971 €
Impôts sur les bénéfices					
Participation des salariés					
Résultat après impôts, participation et dotations aux amortissements et provisions	(672) €	(257) €	2.236.105 €	(2.576.945) €	(17.101.974) €
Résultat distribué			1.987.925 €	0 €	0 €
Résultat par action					
Résultat avant impôts, participation et dotations aux amortissements et provisions			0,59 €	(0,49) €	
Résultat après impôts, participation et dotations aux amortissements et provisions			0,59 €	(0,49) €	
Dividende attribué			0,50 €	0,70 € ¹	0,80 € ²

¹ Dividende prélevé sur la prime d'émission

² Le dividende sera prélevé sur la prime d'émission sous réserve de l'approbation par l'Assemblée générale du 23 juin 2008

	31/03/2004	31/03/2005	31/03/2006	31/03/2007	31/03/2008
Personnel					
Effectif moyen des salariés ³			0,12	2,5	3,5
Montant de la masse salariale			26.813 €	498.761 €	725.815 €
Montant des sommes versées en charges sociales			9.529 €	184.935 €	261.360 €

³ Y compris le Directeur général

TABLEAU RECAPITULANT LES DELEGATIONS EN COURS DE VALIDITE CONSENTIES AU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN MATIERE D'AUGMENTATION DE CAPITAL ET LEUR UTILISATION AU COURS DE L'EXERCICE ECOULE CLOS LE 31 MARS 2008

Nature de l'autorisation	Date de l'autorisation	Montant maximal autorisé	Date d'échéance de l'autorisation	Montants utilisés	Montants restant à utiliser
1. Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions de la Société	AGM 18 juin 2007	Nombre d'actions que la Société peut racheter :10% du capital social. Prix unitaire maximal d'achat des actions sur le marché : 30 €	18 décembre 2008	0,17%	9,83%
2. Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou valeurs mobilières donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances, avec maintien du droit préférentiel de souscription	AGM 18 juin 2007	45.000.000 €*	18 août 2009	23.585.868	21.414.132*
3. Augmentation du capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription et appel public à l'épargne	AGM 18 juin 2007	21.000.000 €*	18 août 2009		
4. Emission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social en fixant le prix d'émission et ce dans la limite de 10% du capital social	AGM 18 juin 2007	10% du capital social par année d'exercice*	18 août 2009		
5. Augmentation de capital par émission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social, en vue de rémunérer des apports de titres en cas d'offre publique initiée par la Société	AGM 18 juin 2007	20.000.000 €*	18 août 2009		
6. Augmentation de capital par émission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social, en vue de rémunérer des apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social	AGM 18 juin 2007	10% du capital social*	18 août 2009		
7. Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, de fusion ou d'apport ou de toutes autres sommes dont la capitalisation serait admise	AGM 18 juin 2007	40.000.000 €	18 août 2009		
8. Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation du capital social de la Société avec ou sans droit préférentiel de souscription	AGM 18 juin 2007	15% de l'émission initiale*	18 août 2009		
9. Augmentation du capital social de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par émission d'actions réservées aux salariés	AGM 18 juin 2007	3.000.000 €*	18 août 2009		
10. Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre	AGM 18 juin 2007	2% du capital social*	18 août 2009		

*Le montant nominal maximum (hors prime d'émission) des augmentations de capital par voie d'émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec ou sans droit préférentiel de souscription qui pourraient être décidées en vertu des délégations de compétence au conseil d'administration ne pourra être supérieur à 60 millions d'euros (EUR 60.000.000) majoré du montant nominal de l'augmentation de capital résultant de l'émission d'actions à réaliser éventuellement pour préserver conformément à la loi les droits des titulaires de ces titres

Züblin Immobilière France

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

Comptes consolidés au 31 mars 2008

Bilan consolidé

Actif				
en K€	Notes	31/03/2008	31/03/2007	31/03/2006
ACTIFS NON COURANTS				
Actifs corporels		237	283	4
Immeubles de placement	1	374 737	234 934	121 670
Ecart d'acquisition			-	24 179
Autres actifs non courants	2	382	272	47
Dérivés à la juste valeur	3	3 424	4 341	2 201
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT		378 780	239 830	148 101
ACTIFS COURANTS				
Créances clients	4	8 964	4 496	3 385
Autres créances	5	4 010	1 164	958
Charges constatées d'avance	6	440	416	221
Trésorerie et équivalents de trésorerie	7	22 784	10 982	16 150
TOTAL DE L'ACTIF COURANT		36 198	17 058	20 714
TOTAL ACTIF		414 978	256 888	168 815

Passif				
en K€	Notes	31/03/2008	31/03/2007	31/03/2006
CAPITAUX PROPRES				
Capital		54 940	31 427	22 775
Primes d'émission		58 632	32 317	20 416
Obligations remboursables en actions	8	29 558		
Réserves consolidées		6 633	-3 036	-4 746
Couverture de flux de trésorerie future		3 046	4 125	2 201
Résultat consolidé - part du Groupe		5 897	9 667	3 100
CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE		158 706	74 500	43 746
INTERETS MINORITAIRES		0	0	1
TOTAL CAPITAUX PROPRES		158 706	74 500	43 747
PASSIFS NON COURANTS				
Dettes bancaires	9	226 178	64 438	76 124
Autres dettes financières	8 / 10	6 375	2 159	755
Instruments financiers	3	378	76	
Impôts différés passifs		0	0	38 964
Dettes d'impôts - exit tax	12	4 197	8 182	
TOTAL DU PASSIF NON COURANT		237 128	74 855	115 843
PASSIFS COURANTS				
Part courante des emprunts et dettes financières				
		2 834	96 588	2 815
Dettes bancaires	9	1 055	96 547	2 815
Autres dettes financières	10	1 779	41	
Dettes fournisseurs et autres dettes				
		16 310	10 945	6 410
Dettes fournisseurs		711	449	662
Dettes fiscales et sociales	13	2 112	1 306	709
Dettes d'impôt exigible	12	4 419	4 374	1 516
Autres dettes	11	2 461	1 325	748
Produits constatés d'avance	4	6 607	3 491	2 775
TOTAL DU PASSIF COURANT		19 144	107 533	9 225
TOTAL PASSIF		414 978	256 888	168 815

Compte de résultat (format EPRA)

en K€	Notes	31/03/2008	31/03/2007	31/03/2006
Revenus locatifs	14	20 910	12 283	3 099
Charges du foncier		-185	-152	-35
Charges locatives non récupérées				-38
Charges sur immeubles		-307	-306	-49
Loyers nets		20 418	11 825	2 977
Frais de structure		-1 501	-1 672	-226
Frais de personnel		-1 158	-684	-72
Frais de fonctionnement		-2 659	-2 356	-298
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	1	7 813	19 126	3 544
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	1	-4 865	-5 362	
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice	1	-8 258	-5 284	
Incidence des investissements	1	-360	-197	
Solde net des ajustements de valeur		-5 670	8 283	3 544
Produit de cession des immeubles placement		13 075		
VNC des immeubles cédés	1	-9 415		
Résultat de cession des immeubles de placement		3 660	0	0
Résultat opérationnel net		15 749	17 752	6 223
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	15	1 905	1 726	50
Intérêts et charges assimilées	15	-11 757	-5 621	-1 467
Coût de l'endettement financier net		-9 852	-3 895	-1 417
Résultat net avant impôt		5 897	13 857	4 806
Impôts sur les bénéfices			-18 375	-1 700
Impôts différés			38 364	-6
Ajustement écart d'acquisition			-24 178	
Résultat net de l'ensemble consolidé		5 897	9 668	3 100
Dont part du Groupe		5 897	9 668	3 100
Dont part des minoritaires		0	0	0

	Comptes consolidés 31/03/2008	Comptes Consolidés 31/03/2007	Comptes Consolidés 31/03/2006
Résultat net de l'ensemble consolidé (en K€)	5 897	9 667	3 100
Résultat par action			
Nombre d'actions ordinaires moyen sur la période (actions propres déduites)	8 016 750	4 326 651	680 241
Résultat net pondéré par action (en €)	0,74	2,23	4,56
Nombre d'actions ordinaires à la clôture (actions propres déduites)	9 156 734	5 237 751	3 795 850
Résultat net par action (en €)	0,64	1,85	0,82
Nombre d'actions ordinaires à la clôture	9 172 283	5 241 305	3 795 850
Résultat net par action (en €)	0,64	1,84	0,82
Nombre d'actions moyen (actions potentielles* dilutives comprises) sur la période (actions propres déduites)	9 696 667	4 326 651	680 241
Résultat net dilué et pondéré par action (en €)	0,61	2,23	4,56
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture (actions propres déduites)	11 756 734	5 237 751	3 795 850
Résultat net dilué par action (en €)	0,50	1,85	0,82
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture	11 772 283	5 241 305	3 795 850
Résultat net par action (en €)	0,50	1,84	0,82
* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 31 mars 2008 sont les 2 500 000 actions résultant des ORA et les 100 000 BSA de P. Essig			

Tableau des flux de trésorerie consolidés			
en K€	31/03/2008	31/03/2007	31/03/2006
Flux net de trésorerie généré par l'activité			
Résultat net des sociétés	5 897	9 668	3 100
Variation de juste valeur des immeubles de placement	5 669	-8 283	-3 611
Autres produits et charges	1 115	-888	
Coût de l'endettement financier net	8 679	4 867	1 417
Charge d'impôt	0	4 189	1 706
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt	21 360	9 553	2 612
Impôt versé	-4 548	-6 156	24
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	-1 146	1 089	-335
FLUX NET DE TRESORERIE GENERE PAR L'ACTIVITE	15 666	4 486	2 301
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement			
Acquisitions d'immobilisations	-154 528	-88 768	-29 477
Incidence variation de périmètre		-8 225	
Variation de juste valeur des immeubles cédés	9 415		
Acquisitions autres immobilisations	-368		-72
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT	-145 481	-96 993	-29 549
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement			
Emissions d'emprunts	95 000	76 000	
Emissions obligations remboursables en actions (ORA)	35 500		
Emission Bons de souscriptions d'action (BSA)	70		
Acquisition actions propres	-137	-53	
Frais d'émission d'emprunts	-1 672	-632	
Remboursements d'emprunts	-27 794	-2 150	-452
Dividendes versés	-3 669	-1 988	
Augmentation de capital	23 586	8 673	22 757
Augmentation prime émission	29 979	11 933	20 416
Remboursement des dépôts locataires	-514		
Intérêts financiers nets versés	-8 732	-4 663	-1 204
Incidence des variations de périmètre - Trésorerie		219	1 863
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT	141 617	87 339	43 380
Variation de trésorerie	11 802	-5 168	16 133
Variation du BFR d'exploitation	-1 146	1 089	-335
Trésorerie à la clôture	22 784	10 982	16 150
Trésorerie à l'ouverture	10 982	16 150	17
Variation de trésorerie de la période	11 802	-5 168	16 133

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 31/03/2006	22 775	20 416		-4 746	2 201	3 100	43 746		1 43 747
Augmentation de capital en numéraire	8 673	11 932					20 605		20 605
Imputation des actions propres	-21	-31					-52		-52
Réserves consolidées				1 711	1 923	-1 112	2 522		2 522
Distribution de dividendes						-1 988	-1 988		-1 988
Annulation intérêts minoritaires								-1	-1
Résultat de l'exercice						9 667	9 667		9 667
Capitaux propres au 31/03/2007	31 427	32 317	0	-3 035	4 124	9 667	74 500	0	74 500
Couverture flux de trésorerie				0	-1 078		-1 078		-1 078
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	0	0	0	0	-1 078	0	-1 078	0	-1 078
Résultat net -part du Groupe						5 897	5 897		5 897
Total des produits et charges de l'exercice						5 897	5 897		5 897
Augmentation de capital en numéraire	23 586	31 448					55 034		55 034
Imputation des actions propres	-73	-65					-138		-138
Distribution de dividendes		-3 669					-3 669		-3 669
Imputation de frais d'émission		-1 469	-352				-1 821		-1 821
Réserves consolidées				9 667		-9 667	0		0
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)			29 910	0			29 910		29 910
Bons de souscription actions		70					70		70
Capitaux propres au 31/03/2008	54 940	58 632	29 558	6 633	3 046	5 897	158 706	0	158 706

ANNEXES AUX COMPTES CONSOLIDES

I Présentation du Groupe Züblin Immobilière France

1.1 Informations générales

Züblin Immobilière France S.A., 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 sont spécialisées dans 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 marché réglementé français, précisément sur l'Eurolist (compartiment C) d'Euronext Paris.

Les états financiers consolidés au 31 mars 2008 ont été arrêtés le 19 mai 2008 par le conseil d'administration.

II Faits significatifs de l'exercice

L'exercice clos au 31 mars 2008 a été marqué principalement par les faits suivants :

2.1. Acquisitions & cession

Le 12 juillet 2007, Züblin Immobilière Paris Ouest a réalisé la vente de ses lots de copropriété dans l'immeuble « Collines de Saint-Cloud » pour un prix de cession brut de 13,4 M€

En date du 5 octobre 2007, la société Züblin Immobilière France a acquis le Magellan, un immeuble situé à Nanterre et entièrement loué jusqu'en 2010 à la société Faurecia pour un coût d'acquisition de 87,8 M€ (droits inclus).

En date du 11 janvier 2008, la société Züblin Immobilière France a acquis le Danica, un immeuble de bureaux multi locataires situé à Lyon pour un coût d'acquisition de 52,8M€ (droits inclus).

En date du 30 janvier 2008, la société Züblin Immobilière France a acquis le Salengro un immeuble de bureaux situé à Marseille et entièrement loué aux services informatiques de la ville de Marseille pour un coût d'acquisition de 13,9 M€.

2.2. Gestion locative

Au cours de l'exercice deux nouveaux baux ont été conclus. Par ailleurs, trois baux ont été résiliés.

En janvier 2008, Züblin Immobilière France a renouvelé deux baux avec YSL Beauté. Le premier bail concerne l'immeuble « Jatte 2 », entièrement loué à YSL Beauté sur une base de 9 ans. Le loyer annualisé est fixé à 2,8 M€* (388 €/m² bureau). Un deuxième bail de 9 ans a été signé pour un étage de 520 m² sur l'immeuble « Jatte 3 », pour un loyer annualisé de 0,25 M€* (380 €/m² bureau). Pour les deux baux, YSL Beauté a la faculté

de quitter à tout moment les locaux durant les 6 premières années, sous réserve d'un préavis de 9 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

Le taux de vacance sur l'ensemble du patrimoine au 31 mars 2008 s'élève à 1,8 % (aucune vacance au 31 mars 2007).

2.3. Opérations de Capital

Le 16 juillet 2007, la société a augmenté le capital social de 23 585 868 € par la création et l'émission de 3 930 978 actions nouvelles de 6 € de nominal.

Les frais d'émissions relatifs à cette augmentation de capital ont été imputés en totalité sur la prime d'émission pour un montant de 1 469 320 €

En date du 3 août 2007, 2 500 obligations remboursables en actions (ORA) d'une valeur nominale de 14 200 € ont été émises pour une durée de 10 ans. Chaque obligation est remboursable en 1 000 actions nouvelles de la société Züblin Immobilière France de 6 € de valeur nominale.

Cette émission a été réservée à Chambertin Sarl; filiale de Forum European Realty Income III GP, qui a donc souscrit l'intégralité des obligations remboursables, soit 35 500 000 €.

Chaque ORA porte intérêt et donne droit au plus élevé des deux montants suivants :

- 2 % de la valeur nominale ; ou
- le dernier dividende par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (1 000 au 31 mars 2008).

Le montant d'intérêt est payable annuellement le 7 août de chaque année, avec un premier versement le 7 août 2008, et un dernier versement le 7 août 2017.

2.4. Gestion financière

En relation avec les acquisitions des immeubles Magellan et Danica, deux emprunts hypothécaires ont été contractés pour des montants respectifs de 55 M€ et 29 M€. Ces deux emprunts ont une durée de 7 ans.

L'acquisition de Marseille a été entièrement financée par fonds propres.

Par ailleurs, la société a remboursé l'intégralité de la tranche « equity » du prêt contracté lors de l'acquisition de l'immeuble Jatte 3 (19 M€).

En date du 28 juin 2007, la SCI Züblin Verdun Flourens a remboursé par anticipation le solde restant dû (8,4 M€) de l'emprunt hypothécaire qui lui avait été consenti par la banque HSBC et contracté un nouvel emprunt hypothécaire d'une durée de 7 ans pour un montant de 10 M€.

En date du 4 juillet 2007, la société Züblin immobilière Paris Ouest 1 a fusionné et prorogé pour une durée de 7 ans les emprunts hypothécaires contractés le 4 juillet 2002 par les sociétés NBPL et EurCE. Le montant de l'emprunt s'élève à 75,8 M€.

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

La société Züblin Immobilière France a souscrit en octobre 2007, des contrats de swaps de taux d'intérêts à départ différé en avril et juillet 2008 en anticipation de son programme d'investissement. Compte tenu des incertitudes liées aux marchés financiers et immobiliers durant le premier trimestre 2008, la société a estimé que la réalisation à court terme de ce programme n'était pas certaine et en conséquence a procédé à la résiliation de quatre contrats de swaps pour une charge totale de 1 484 K€.

Par ailleurs, la société a tiré partie des conditions de marché de taux d'intérêts plus favorables en janvier 2008 pour remplacer un de ses contrats de couverture par un contrat identique à un taux inférieur. Le montant de la soulte payée pour cette opération est de 355 K€.

Impact des acquisitions en année pleine

A titre d'information, si la date d'acquisition des trois immeubles acquis au cours de l'exercice 07/08 avait été le 1^{er} avril 2007 les revenus locatifs et les charges d'intérêts en année pleine se seraient élevés respectivement à 26,6 M€ et 11,9 M€, soit un impact sur le résultat net de 10,4 M€.

III Principes et méthodes comptables

3.1. Normes comptables

Les états financiers consolidés au 31 mars 2008 sont présentés en conformité avec les normes comptables internationales IFRS conformément au règlement n° 1606/2002 de la Commission Européenne adoptée le 19 juillet 2002 pour l'ensemble des sociétés cotées

Les comptes consolidés arrêtés au 31 mars 2008 du Groupe ont été préparés selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne et applicable à cette date.

Les principes et méthodes comptables adoptés au 31 mars 2008 sont cohérents avec ceux retenus pour l'exercice précédent, à l'exception des changements présentés ci-dessous :

3.1.1 Application de nouvelles normes, amendements de normes et interprétations en vigueur au sein de l'Union Européenne au 31 mars 2008 et d'application obligatoire à cette date :

Les nouvelles normes, amendements IFRS ainsi que les nouvelles interprétations IFRIC qui sont d'application obligatoire pour l'exercice clos au 31 mars 2008 et qui ont un impact sur les états financiers du Groupe sont :

- La norme IFRS 7 « Informations à fournir sur les Instruments financiers », la norme requiert que les notes annexes permettent aux utilisateurs des états financiers d'évaluer le caractère significatif des instruments financiers du Groupe ainsi que la nature et l'étendue des risques liés à ces instruments financiers. Les nouvelles informations à présenter sont incluses dans les états financiers.
- L'amendement IAS 1 « Présentation des états financiers - Informations sur le capital », requiert que les notes annexes permettent aux utilisateurs des états financiers d'évaluer les objectifs, politiques et procédures de gestion du capital du Groupe. Les nouvelles informations à présenter sont incluses dans les états financiers.

Les nouvelles normes, amendements IFRS ainsi que les nouvelles interprétations IFRIC qui sont d'application obligatoire pour l'exercice clos au 31 mars 2008 et qui n'ont pas d'impact sur les états financiers du Groupe sont :

- L'interprétation IFRIC 8 « Champ d'application d'IFRS 2 » : le Groupe n'a pas conclu de transactions dans lesquelles les biens ou services reçus en contrepartie d'instruments de capitaux propres émis ne sont pas expressément identifiables ;
- L'interprétation IFRIC 9 « Réexamen des dérivés incorporés » : le Groupe n'a pas identifié de transactions impliquant des dérivés incorporés ;
- L'interprétation IFRIC 10 « Information financière intermédiaire et perte de valeur »

3.1.2 Normes, amendements de normes et interprétations d'application optionnelle au 31 mars 2008 :

Le Groupe a choisi de n'appliquer par anticipation aucune norme, aucun amendement ni aucune interprétation dont la date d'application obligatoire est postérieure au 31 mars 2008, à savoir :

- L'interprétation IFRIC 11 « IFRS 2- Actions propres et transactions intra-Groupe » : ce texte n'a pas modifié la comptabilisation des actions gratuites et des stock-options accordés aux membres du personnel.
- La norme IFRS 8 « Segments opérationnels » : publiée par l'IAS le 30 novembre 2006 et applicable à compter du 1^{er} janvier 2009 cette norme a été approuvée par l'Union européenne le 21 novembre 2007. Le principe d'IFRS 8 est d'aligner la présentation de l'information sectorielle sur celle utilisée en interne par le management. Le Groupe étudiera les impacts de la norme IFRS 8 au cours de l'année 2008. Le Groupe continue par conséquent d'appliquer la norme IAS 14 dans les comptes consolidés au 31 mars 2008;
- La norme IAS 23 révisée « Coûts d'emprunt » publiée par l'IASB le 29 mars 2007 et applicable à compter du 1^{er} janvier 2009 : la norme révisée n'a pas encore été approuvée par l'Union européenne. L'application de cette norme révisée par anticipation n'aurait pas d'impact sur les états financiers de l'exercice clos au 31 mars 2008 ;
- La norme IAS 1 révisée « Présentation des états financiers » publiée par l'IASB le 6 septembre 2007 et applicable à compter du 1^{er} janvier 2009 : cette norme révisée n'a pas encore été approuvée par l'Union européenne. La révision d'IAS 1 : a pour but de faciliter l'analyse et la comparaison par les utilisateurs de l'information donnée dans les états financiers. Le Groupe continue par conséquent d'appliquer la norme IAS 1 non révisée dans les comptes consolidés au 31 mars 2008.

Le Groupe, de par son activité immobilière, n'est pas concerné par IFRIC 12 « Accords de concession de services », texte publié en novembre 2006 et d'application obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2008 et non encore approuvé par l'Union européenne.

De même, il n'est pas concerné par l'interprétation IFRIC 13 « Programmes de fidélisation des clients » publié le 28 juin 2007, applicable au 1^{er} juillet 2008 et non encore approuvé par l'Union européenne.

Enfin, le Groupe n'est pas concerné par l'interprétation IFRIC 14 « IAS 19 – Limitation de l'actif au titre de prestations définies, obligations de financement minimum et leur interaction », texte publié le 5 juillet 2007, applicable au 1^{er} janvier 2008 et non encore approuvé par l'Union européenne, compte tenu de l'âge, de l'ancienneté du personnel et des schémas de pensions en vigueur au sein du Groupe.

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

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

3.2. Recours à des jugements et estimations

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

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

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

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

3.3. Périmètre de consolidation

Les sociétés contrôlées par le Groupe, c'est-à-dire sur lesquels le Groupe dispose du pouvoir de diriger les politiques financières et opérationnelles afin d'en obtenir les avantages, sont consolidées selon la méthode de l'intégration globale. Les éléments de résultat, produits et charges de filiales acquises (ou cédées) en cours d'exercice sont enregistrés dans le compte de résultat consolidé à compter de la date d'acquisition (ou jusqu'à la date de cession) qui correspond à la date de prise (perte) de contrôle de la filiale.

Les états financiers des filiales sont préparés sur la même période de référence que ceux de la société mère, sur la base de méthodes comptables homogènes.

3.4. Immeuble de placement (IAS 40)

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

Les immeubles de placement 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 et au 31 mars sur la base d'expertises indépendantes fournissant des évaluations droits inclus, en prenant en compte une décote de 6,2% correspondant aux frais et droits de mutation au 31 mars 2008.

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 31 mars 2008 par la société Jones Lang Lasalle.

La méthodologie principale retenue est celle des « discounted cash – flows ». Celle-ci 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,
- relocation à l'issue des baux au loyer de marché actuel après travaux et vacance,
- valeur terminale correspondant à la capitalisation du dernier flux au taux d'actualisation retenu pour les cash flows.

Les résultats obtenus à partir de la méthode des cash-flows actualisés sont confortés par des analyses complémentaires (transactions comparables, capitalisation des loyers) et par des études réalisées par les principaux acteurs du marché.

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.

3.5. Immobilisations corporelles (IAS 16)

Les immobilisations corporelles sont comptabilisées au coût historique diminué du cumul des amortissements et du cumul des éventuelles pertes de valeur. L'amortissement est calculé selon la méthode linéaire sur la durée d'utilité de l'actif. Les immobilisations corporelles n'intègrent pas les terrains et constructions qui sont comptabilisés, conformément à la méthode préférentielle d'IAS 40 en Immeubles de placement.

Les valeurs comptables des immobilisations corporelles sont revues pour dépréciation en résultat lorsque des événements ou changements dans les circonstances indiquent que la valeur comptable ne pourrait être recouvrée.

Au 31 mars 2008, le Groupe détient :

- du matériel informatique amorti linéairement sur 3 ans ;
- du matériel de bureau amorti linéairement sur 10 ans ;
- des agencements et installations amortis linéairement sur 10 ans.

3.6. Dépréciations d'actifs (IAS 36)

Conformément aux dispositions des normes IAS 16 et 36, les actifs corporels font l'objet de tests de dépréciation lorsque, à la date de clôture, des indices de perte de valeur (relatifs notamment à la valeur de marché de l'actif, à des modifications dans l'utilisation ou l'environnement économique du bien) sont identifiés.

Dans le cas où la valeur recouvrable se trouverait inférieure à la valeur nette comptable, le Groupe pourrait être conduit à comptabiliser en résultat une perte de valeur.

3.7. Instruments financiers (IAS 32/39)

Actifs financiers (hors instruments dérivés)

Les actifs financiers courants correspondant à des valeurs mobilières de placement qui sont présentées au bilan sur la ligne « Trésorerie et équivalents de trésorerie » sont évalués à leur juste valeur à la clôture de chaque exercice (valeur probable de négociation). Les valeurs mobilières de placement sont des placements à court terme soumis à un risque négligeable de changement de valeur et classés dans la catégorie des OPCVM Euromonétaires, ayant une échéance de moins de trois mois à compter de la date d'acquisition. La société ayant opté pour la juste valeur, la variation de juste valeur est comptabilisée en résultat financier sans déduction des

coûts de transaction qui pourraient être encourus lors de leur vente. Le Groupe détient d'autres actifs financiers tels que des créances clients, d'autres créances, et des prêts dont la valeur nominale est considérée comme étant la juste valeur.

Passifs financiers (hors instruments dérivés)

Les passifs financiers du Groupe comprennent des emprunts bancaires portant intérêts, des dépôts et cautionnements reçus des locataires.

Les emprunts et dépôts reçus sont ventilés en passifs courants pour la part devant être remboursée dans les douze mois après la clôture et en passifs non courants pour les échéances dues à plus de douze mois.

Les emprunts produisant intérêts sont initialement enregistrés à leur juste valeur diminuée des coûts de transaction associés et évalués par la suite au coût amorti déterminé selon la méthode du taux d'intérêt effectif. La charge calculée selon cette méthode est constatée en « intérêts et charges assimilées » dans le compte de résultat.

Les dépôts de garantie reçus des locataires et ne portant pas intérêts sont actualisés au taux moyen d'endettement de l'entreprise (estimé à 5,3%) sur la première durée ferme du bail. La charge d'actualisation impacte la rubrique « intérêts et charges assimilées » du compte de résultat.

Obligations remboursables en action

En application de la norme IAS 32 « Présentation des instruments financiers », le Groupe a considéré les ORA émises comme un instrument composite constitué :

- d'une composante « dette », correspondant à la valeur actualisée des coupons minimums que la société à l'obligation de verser aux porteurs de l'ORA (taux d'actualisation retenu : taux emprunt obligataire à 10 ans, soit 4,60 %)
- d'une composante capitaux propres correspondant à l'obligation de livrer un nombre fixe d'actions en remboursement de l'ORA.

Conformément à IAS 32, les frais d'émission ont été répartis entre les deux composantes de manière proportionnelle.

Ainsi, la juste valeur des ORA est présentée séparément au bilan à la date d'émission, en partie au sein des capitaux propres consolidés pour un montant de 29 557,8 milliers d'euros, après déduction de 352,2 milliers d'euros de frais, et en partie en dettes financières pour un total de 5 524,2 milliers d'euros, après déduction de 65,8 milliers d'euros de frais

Instruments financiers dérivés

Le Groupe a mis en place une politique de gestion du risque de taux d'intérêt pour lequel il utilise des instruments financiers dérivés tels que des swaps de taux d'intérêt, des caps ou des collars. Ces instruments financiers dérivés sont initialement comptabilisés à la juste valeur dès que le contrat est négocié et sont ultérieurement évalués à la juste valeur. Les dérivés sont comptabilisés en tant qu'actifs lorsque la juste valeur est positive et en tant que passifs lorsque la juste valeur est négative. La valorisation des instruments dérivés est opérée par des modèles

communément admis (méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs, modèle de Black and Scholes). La juste valeur des swaps de taux d'intérêts est déterminée hors coupons courus.

Le Groupe a opté pour la comptabilisation de couverture de flux futurs prévue par la norme IAS 39. Au commencement d'une relation de couverture, le Groupe désigne de manière formelle et documente la relation de couverture à laquelle le Groupe souhaite appliquer la comptabilité de couverture. Le Groupe s'attend à ce que la couverture soit hautement efficace dans la compensation des variations de juste valeur ou de flux de trésorerie et le vérifie sur toute la durée de la relation par des tests prospectifs et rétrospectifs.

Tous gains et pertes provenant des variations de juste valeur de dérivés qui ne sont pas qualifiés d'instruments de couverture sont comptabilisés directement dans le compte de résultat.

Le profit ou la perte correspondant à la partie efficace de l'instrument de couverture est comptabilisé directement en capitaux propres, alors que la partie inefficace est comptabilisée en résultat.

3.8. Créances

Les créances clients, dont les échéances sont généralement comprises entre 30 et 90 jours, sont reconnues et comptabilisées pour le montant initial de la facture déduction faite des provisions pour dépréciation des montants non recouvrables. Une provision est constituée lorsqu'il existe des éléments objectifs indiquant que le Groupe ne sera pas en mesure de recouvrer ses créances. Les créances irrécouvrables sont constatées en perte lorsqu'elles sont identifiées comme telles.

Les créances clients sont décomptabilisées du bilan lorsque la quasi-totalité des risques et avantages qui leur sont associés sont transférés à un tiers.

3.9. Revenus locatifs

Contrats de location dans les états financiers du Groupe en tant que bailleur

Les « Contrats de location » sont qualifiés de location simple lorsqu'ils ont, en substance, pour effet de ne pas transférer au locataire les risques et avantages inhérents à la propriété du bien loué. Au 31 mars 2008, l'ensemble des baux consentis par le Groupe relève de la qualification des contrats de location simple.

Les biens immobiliers détenus directement ou dans le cadre de contrat de location financement, pour en retirer des loyers ou valoriser le capital sont classés en « Immeubles de placement » au bilan.

Les paliers et les franchises de loyers octroyés sont comptabilisés au moyen d'un étalement qui vient en réduction ou en augmentation des revenus locatifs de l'exercice. La période de référence est la première période ferme du bail.

Les revenus locatifs proviennent de la location des biens immobiliers du Groupe : les montants facturés aux locataires sont comptabilisés sur la période de location concernée. Les revenus locatifs comprennent le cas échéant les droits d'entrée payés en sus des loyers par les locataires lors de la conclusion du bail ; ces droits sont assimilables à des compléments de loyers et sont comptabilisés de manière linéaire sur la durée du contrat sauf lorsqu'ils rémunèrent un autre

service clairement identifié auquel cas ils sont comptabilisés au rythme de réalisation de ce service.

3.10. Engagements de retraite (IAS 19)

En vertu des obligations légales, le Groupe participe à des régimes de retraite obligatoires à travers des régimes à cotisations définies. Dans ce cadre, le Groupe n'a pas d'autre obligation que le paiement de cotisations. Celles-ci sont comptabilisées en charges au cours de l'exercice.

3.11. Impôts

Les sociétés du Groupe qui ont opté pour le régime des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) sont exonérées d'impôt sur le résultat courant et sur les plus-values de cession. Les dettes correspondant au paiement de l'exit tax étalée sur quatre ans sont actualisées. L'impact de cette actualisation est comptabilisé en résultat financier.

3.12. Résultat par action

Le résultat de base par action est calculé en divisant le résultat net de l'exercice attribuable aux actionnaires ordinaires de l'entité mère par le nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation au cours de l'exercice. Pour le calcul du résultat dilué par action, le nombre moyen d'actions en circulation est ajusté pour tenir compte de la conversion de toutes les actions ordinaires potentiellement dilutives, notamment des bons de souscription d'actions et des obligations remboursables en actions. L'effet dilutif est calculé selon la méthode du « rachat d'actions » telle que prévue par l'IAS 33. Suivant cette méthode, les fonds recueillis suite à l'exercice des bons ou des options sont supposés être affectés en priorité au rachat d'actions au prix de marché. Ce prix de marché correspond à la moyenne des cours moyens mensuels de l'action pondérée des volumes échangés.

Le nombre théorique d'actions qui seraient ainsi rachetées au prix de marché vient en diminution du nombre total des actions résultant de l'exercice des droits. Le nombre ainsi calculé vient s'ajouter au nombre moyen d'actions en circulation et constitue le dénominateur.

3.13. Information sectorielle

Le Groupe a retenu comme premier niveau d'information sectorielle la localisation des immeubles, comme suit :

- Paris Ouest ;
- Lyon ;
- Marseille.

Le Groupe a retenu comme deuxième niveau d'information sectorielle la décomposition par type d'activité en retenant la typologie suivante :

- Bureaux ;
- Logistique ;
- Commerce.

Au 31 mars 2008, tous les actifs immobiliers du Groupe sont dans la catégorie Bureaux.

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.

- 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'exposition du Groupe à ce risque résulte principalement de la situation locative des immeubles Jatte 1 et Magellan, loués respectivement à Roche et Faurecia et dont les baux arrivent à échéance en juillet 2011 et juin 2010.

Le non renouvellement de ces baux entraînerait une baisse temporaire (vacance) de 13,8 M€ (52% 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 2,7 M€ (10% 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 de l'exercice clos au 31 mars 2008 ou des exercices précédents. Par conséquent, le management estime que le risque que des partenaires ne soient pas en mesure d'honorer leur obligations contractuelles est mineur mais ne peut être complètement 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 31 mars 2008, l'intégralité des dettes bancaires fait l'objet d'une couverture par des swaps de taux d'intérêts et ceci jusqu'aux différentes maturités, 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 :

EnK€		Augmentation/diminution (en points de base)	Effet sur les capitaux propres	Effet sur le résultat avant impôt
	2007	+100	13 404	-
		(100) -	5 905	-
	2008	+100	13 885	-
		(100) -	8 006	-

- 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 et financières retraités de la composante dette des obligations remboursables en action à la juste valeur des immeubles de placement. 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 bonne notation de crédit tout en fournissant l'effet de levier suffisant 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 31 mars 2008 comme au 31 mars 2007 aucune modification n'a été apportée à cette politique de gestion du capital en termes d'objectifs ou de procédures.

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 2006 et le 31 mars 2008 est la suivante :

Immeubles de placement	en €K	Valeur 31/03/2006	Acquisition (*)	Impact passage valorisation hors droits des acquisitions (***)	Variation de juste valeur	Valeur 31/03/2007	Acquisition (*)	Cession (**)	Impact passage valorisation hors droits des acquisitions (***)	Variation de juste valeur	Valeur 31/03/2008
Jatte 1		82 085			10 194	92 279				3 390	95 669
Jatte 2		31 123			6 353	37 476				848	38 324
Saint Cloud		8 462			954	9 416		- 9 416			-
Le Chaganne		-	28 674	- 1 674	1 625	28 625					28 625
Jatte 3		-	59 785	- 3 285	- 4 428	52 072				188	52 260
Suresnes		-	16 325	- 325	- 934	15 066				- 339	14 727
Sous-total		121 670	104 784	- 5 284	13 764	234 934	-	- 9 416	-	4 087	229 605
Le Magellan		-				-	87 803		- 4 803	- 4 525	78 475
Le Danica		-				-	52 829		- 2 859	2 384	52 354
Le Salengro		-				-	13 896		- 596	1 003	14 303
Sous-total		-				-	154 528	-	- 8 258	- 1 138	145 132
Total immeubles de placement		121 670	104 784	- 5 284	13 764	234 934	154 528	- 9 416	- 8 258	2 949	374 737
Travaux de l'exercice					-197					-360	
Ajustement de la valeur des immeubles de placement					13 567					2 589	

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

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

(***) impact de la comptabilisation des immeubles de placement en valeur hors droits à l'acquisition

Dans le compte de résultat, la mise à la juste valeur tient compte de l'augmentation liée à l'incorporation des travaux d'amélioration de l'exercice (360 K€).

Dans le document de référence relatif à l'exercice clos au 31 mars 2007, la ligne « incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice » n'apparaissait pas. De ce fait, le solde net des ajustements de valeur de 8 283 K€ était ventilé de la manière suivante :

	en K€	Commentaire
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	17 501	Variation de juste valeur des immeubles Jatte 1, Jatte 2 et St-Cloud
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	- 9 021	Variation de juste valeur des immeubles Chaganne, Jatte 3 et Suresnes minorée de l'impact de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice 2006/2007
Travaux de l'exercice	- 197	
	8 283	

Note 2 –Autres actifs non courants

Sont compris dans les autres actifs non courants:

- d'une part le fonds de roulement versé au syndic des Bureaux de la Colline de Saint Cloud s'élevant à 41 K€ (39 K€ au 31 mars 2007), qui sera restitué dès l'établissement de la reddition de charges 2007,
- d'autre part le dépôt de garantie des locaux de Züblin Immobilière France pour 39 K€ (37 K€ au 31 mars 2007),
- et enfin 302 K€ bloqués dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec SG Securities en date du 23 avril 2007 (194 K€ au 31 mars 2007).

Note 3 –Dérivés à la juste valeur

Cf. partie VI Instruments financiers

Note 4 – Créances clients

Au 31 mars 2008, il s'agit essentiellement de la facturation des loyers et accessoires du 2ème trimestre 2008 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 31 mars 2008 ne présente d'antériorité et/ou de risque d'irrecouvrabilité significatifs. De ce fait, aucune créance ne fait l'objet d'une provision à cette date.

en K€	31/03/2008	31/03/2007
Créances clients	8 964	4 496

Note 5 – Autres créances

Elles se décomposent comme suit :

en K€	31/03/2008	31/03/2007
Appel charges syndic	1 086	730
TVA	2 563	404
Intérêts courus sur swaps	216	-
Autres créances	126	11
Impôt sur les bénéfices	19	19
Autres créances, valeur brute	4 010	1 164

La créance de TVA au 31 mars 2008 comprend un montant de 2 607 K€ correspondant à la TVA sur l'acquisition de Marseille en attente de récupération.

Note 6 – Charges constatées d'avance

Les charges constatées d'avance (440 K€ au 31 mars 2008 et 416 K€ au 31 mars 2007) correspondent à des charges d'exploitation (assurances et taxes).

Note 7 – Trésorerie et équivalent de trésorerie

en K€	31/03/2008	31/03/2007
Banque	21 796	9 736
Placement financier à court terme	988	1 246
Trésorerie et équivalent de trésorerie	22 784	10 982

Les placements financiers à court terme correspondent à des OPCVM Euromonétaires

Note 8 – Obligations remboursables en actions

La composante « capitaux propres » au 31 mars 2008 se détaille de la façon suivante :
En €

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

Note 9 – Dettes bancaires

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

En K€ - **Dettes bancaires au 31 mars 2008**

Prêteur	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 31/03/08						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	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	5.18 % 1 Remboursement in fine	75 406	897	76 303	897	75 406		75 406
Aareal Bank	04/08/06	18 000	01/08/16	5.33% 1 Remboursement in fine	17 829	157	17 986	157	17 829		17 829
Natixis	19/03/07	39 000	31/12/13	5.33% 1 Remboursement in fine	38 745		38 745		38 745		38 745
Natixis	31/01/08	1 000	31/12/13	5.75 % 1 Remboursement in fine	987		987		987		987
Natixis	05/10/07	55 000	04/10/14	5.58 % 1 Remboursement in fine.	54 617		54 617		54 617		54 617
Natixis	11/01/08	29 000	10/01/15	4.8 % 1 Remboursement in fine	28 729		28 729		28 729		28 729
Aareal Bank	28/06/07	10 000	28/06/14	5.45% 1 Remboursement in fine	9 865	1	9 866	1	9 865		9 865
Total dettes bancaires					226 178	1 055	227 233	1 055	226 178		226 178

1 Taux d'intérêts effectif hors swap

En K€ - **Dettes bancaires au 31 mars 2007**

Prêteur	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 31/03/07						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Aareal Bank	04/07/02	74 800*	04/07/07	Taux d'intérêt effectif de 6,51 % Amortissement trimestriel	64 984	803	65 787	65 787			
Aareal Bank	04/07/02	11 200*	04/07/07	Taux d'intérêt effectif de 6,49 % Remboursement in fine	11 182	136	11 318	11 318			
Aareal Bank	04/08/06	18 000	01/08/16	Taux d'intérêt effectif de 4.39 % Remboursement in fine	17 812	139	17 951	139	17 812		17 812
Natixis	19/03/07	39 000	31/12/13	Taux d'intérêt effectif de 4.70% Remboursement in fine	38 709	64	38 773	64	38 709		38 709
Natixis	19/03/07	19 000**	31/12/07	Taux d'intérêt effectif de 5.9 % Remboursement in fine	18 864	35	18 899	18 899			
HSBC	28/12/04	8 500***	31/12/13	Amortissement trimestriel	8 256		8 256	340	7 916		7 916
Total dettes bancaires					159 807	1 177	160 984	96 547	64 437		64 437

* : emprunts prorogés regroupés le 5 juillet 2007 et prorogés jusqu'au 4 juillet 2014

** : emprunt remboursé le 11 septembre 2007

*** : emprunt remboursé le 28 juin 2007

Note 10 – Autres dettes financières

En K€ -Autres dettes financières au 31 mars 2008

Nature	Origine	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Solde au 31/03/2008						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	1999 à 2008		baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2 392	0	2 392	1 098	1 294	1 294	-
Dettes auprès de Züblin Immobilien Management AG	31/03/08	62			62	0	62	62			
ORA – composante « dette »	(*)				5 524	177	5 701	619	5 082	1 995	3 087
Total autres dettes financières					7 978	177	8 155	1 779	6 376	3 289	3 087

(*) 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.

En K€ - Autres dettes financières au 31 mars 2007

Nature	Origine	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Solde au 31/03/2007						
					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
Dettes auprès de Züblin Immobilien Management AG	31/03/07	41			41		41	41			
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers			Baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2 159		2 159		2 159	1 142	1 017
Total autres dettes financières					2 200	0	2 200	41	2 159	1 142	1 017

Note 11 – Autres dettes – passifs courants

Les autres dettes s'élèvent à 2 461 K€ au 31 mars 2008 (1 325 K€ au 31 mars 2007). Elles correspondent essentiellement aux appels de charges auprès des locataires.

Les autres dettes au 31 mars 2007 comprennent des intérêts courus sur swaps de taux d'intérêts d'un montant de 12 K€.

Note 12 – Dette d'impôt

Au 31 mars 2008, la dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 8 616 K€ et représente la dette d'« exit tax » actualisée au taux d'endettement moyen du Groupe au 31 mars 2008. Cette dette fait l'objet d'un paiement différé sur quatre ans (dont deux échéances déjà passées au 31 mars 2008), la charge d'actualisation impacte la rubrique « intérêts et charges assimilées » du compte de résultat.

K€	Total 31/03/2008	Non courant	Courant	Total 31/03/2007
Exit tax	9 187	4 593	4 594	13 781
IS secteur taxable				
Acomptes				- 45
Actualisation	- 571	- 397	- 175	- 1 180
Dette d'impôt total	8 616	4 197	4 419	12 556

Note 13 – 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 :

K€	31/03/2008	31/03/2007
Charges à payer	185	259
TVA à décaisser		21
TVA collectée	1 413	742
TVA sur biens et services		0
Dettes provisionnées / congés et primes	446	237
Organismes sociaux et avances aux salariés	68	47
Total	2 112	1 306

Ces dettes sont à échéance moins d'un an.

Notes sur le compte de résultat

Note 14 Revenus locatifs

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

31 mars 2007 : 12,3 M€
31 mars 2008 : 20,9 M€

Les revenus locatifs 07/08

	K€	%
Roche	9 904	47%
YSL Beauté	3 845	18%
Faurecia	2 775	13%
Autres	4 386	21%
Total	20 910	100%

Note 15 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	Charges d'intérêts au 31 mars 2008	Charges d'intérêts au 31 mars 2007	Charges d'intérêts au 31 mars 2006
Aareal Bank	04/07/2014	Taux d'intérêt effectif de 5,18 % 75,8 MEUR - Remboursement in fine	2 256	0	0
Aareal Bank	04/07/2007	<i>Emprunt remboursé le 4/07/2007</i> 11,2 MEUR - Remboursement in fine	178	701	207
Aareal Bank	04/07/2007	<i>Emprunt remboursé le 4/07/2007</i> 74,8 MEUR - Remboursement in fine	1 043	4 190	1 253
Aareal Bank	01/08/2016	Taux d'intérêt effectif de 5,33 % 18 MEUR - Remboursement in fine	938	531	0
Natixis	31/12/2013	Taux d'intérêt effectif de 5,33 % 39 MEUR - Remboursement in fine	1 834	66	0
Natixis	31/12/2007	<i>Remb. Anticipé le 31/08/07</i> 19 Mt - Remboursement in fine	560	42	0
Aareal Bank	28/06/2014	Taux d'intérêt effectif de 5,46 % 10 MEUR - Remboursement in fine	472	0	0
Natixis	31/12/2013	Taux d'intérêt effectif de 5,75 % 1 MEUR - Remboursement in fine	8	0	0
Natixis	04/10/2014	Taux d'intérêt effectif de 5,58 % 55 MEUR - Remboursement in fine	1 405	0	0
Natixis	10/10/2015	Taux d'intérêt effectif de 4,8 % 29 MEUR - Remboursement in fine	350	0	0
Intérêts sur découverts et autres charges financières			4		-28
Charges liées aux instruments de couverture de taux			0	90	0
Sous-total charges financières liées au refinancement			5 054	5 620	1 428
Obligations Remboursables en Actions	07/08/2017	Charge d'intérêts	177	0	0
Actualisation des dépôts de garantie			79	0	39
Actualisation de l'Exit Tax			608	0	0
SWAP - charges liées aux résiliations par anticipation			1 839	0	0
Sous-total autres charges financières			2 703	0	39
Total charges financières			11 757	5 620	2 895

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

	31/03/2008	31/03/2007	31/03/2006
Produits de cession de valeurs mobilières de placement		9	23
Produits actualisation (*)	45	1 341	
Intérêts financiers	1 720	376	27
Produits liés aux Instruments de couvertures de taux	140		
Total des produits financiers	1 905	1 726	50

(*) 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€	Catégorie en application d'IAS 39	Valeur comptable		Juste valeur		Ecart	
		2008	2007	2008	2007	2008	2007
Actifs financiers							
Banque	cash	21 796	9 736	21 796	9 736	-	-
Placement financier court terme	option juste valeur par résultat	988	1 246	988	1 246	-	-
Autres actifs non courants	prêts et créances	382	272	382	272	-	-
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	3 424	4 341	3 424	4 341	-	-
Créances clients et autres créances	prêts et créances	12 974	5 660	12 974	5 660	-	-
Passifs financiers							
Dettes bancaires	passif au coût amorti	227 233	160 985	227 233	160 985	-	-
Composante Dette de l'ORA	passif au coût amorti	5 701	0	5 701	0	-	-
Autres dettes financières	passif au coût amorti	2 453	2 200	2 453	2 200	-	-
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	378	76	378	76	-	-
Dettes fournisseurs et autres dettes	passif au coût amorti	13 900	15 636	13 900	15 636	-	-

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 31 mars 2008 :

Relation de couverture de flux de trésorerie				
Bénéficiaire	Échéance	Montant en K€	Taux échangé	Valorisation en K€ au 31 mars 2008
Zublin Immobilière Paris Ouest 1 SAS	05/07/2012	75 700	3,225%	2 590
Zublin Immobilière France SA	01/08/2016	18 000	4,195%	-13
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,815%	302
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,788%	333
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	20 000	4,050%	69
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	35
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%	35
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	10 000	3,998%	50
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	20 000	4,333%	-265
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	5 000	4,333%	-66
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	4 000	4,255%	-34
Zublin Immobilière France SA	30/09/2014	15 000	4,085%	11
Total				3 046

La valorisation des swaps de taux d'intérêts au 31 mars 2008 est présentée hors intérêts courus.

Le tableau suivant présente l'échéancier des passifs financiers du Groupe au 31 mars 2008, sur la base des engagements de flux de trésorerie contractuels non actualisés :

En K€ - échu	Montant nominal au 31/03/2008	< 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	10 239	0	40 956	0	21 050	227 788
ORA	5 524	710		2 840		3 550	
Dépôts et cautionnements	2 630		1 035		1 595		
Dettes fournisseurs et autres dettes	14 534		9 940		4 594		

VI INFORMATION SECTORIELLE

Compte de résultat sectoriel (format EPRA)

	Paris Ouest	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
Revenus locatifs	20 004	220	686	0	20 910
Charges du foncier	-185				-185
Charges locatives non récupérées					0
Charges sur immeubles	-253	-16	-37		-307
Loyers nets	19 566	204	649	0	20 418
Frais de structure				-1 501	-1 501
Frais de personnel				-1 158	-1 158
Frais de fonctionnement	0	0	0	-2 659	-2 659
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	4 426	1 003	2 384		7 813
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-4 865				-4 865
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice	-4 803	-596	-2 859		-8 258
Incidence des investissements	-360				-360
Solde net des ajustements de valeur	-5 602	407	-475		-5 670
Produit de cession des immeubles placement (net)	13 075				13 075
VNC des immeubles cédés	-9 415				-9 415
Résultat de cession des immeubles de placement	3 660	0	0	0	3 660
Résultat opérationnel net	17 624	611	174	-2 659	15 749
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	52	20	28	1 805	1 905
Intérêts et charges assimilées	-9 568	0	-350	-1 839	-11 757
Coût de l'endettement financier net	-9 516	20	-322	-34	-9 852
Résultat net avant impôt	8 108	631	-148	-2 693	5 897
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Ajustement écart d'acquisition					
Résultat net de l'ensemble consolidé	8 108	631	-148	-2 693	5 897
Dont part du Groupe					5 897
Dont part des minoritaires					0

Actif sectoriel :

	Paris Ouest	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
ACTIFS NON COURANTS					
Actifs corporels				237	237
Immeubles de placement	308 080	14 303	52 354		374 737
Autres actifs non courant	41			341	382
Dérivés à la juste valeur	3 424				3 424
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT	311 545	14 303	52 354	578	378 780
ACTIFS COURANTS					
Créances	8 789	428	1 238	2 959	13 414
Créances clients	7 500	424	1 040		8 964
Autres créances	913	0	176	2 921	4 010
Charges constatées d'avance	376	4	22	38	440
Trésorerie et équivalents de trésorerie				22 784	22 784
TOTAL DE L'ACTIF COURANT	8 789	428	1 238	25 743	36 198
TOTAL ACTIF	320 334	14 731	53 592	26 321	414 978

Passif sectoriel :

	Paris Ouest	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
PASSIFS NON COURANTS					
Dettes bancaires	197 449		28 729		226 178
Autres dettes financières	1 090		203	5 082	6 375
Instruments financiers	13		365		378
Impôts différés passifs					0
Dettes d'impôts - exit tax	4 197				4 197
TOTAL DU PASSIF NON COURANT	202 749	0	29 297	5 082	237 128
PASSIFS COURANTS					
Part courante des emprunts et dettes financières	1 893	0	260	681	2 834
Dettes bancaires	1 055				1 055
Autres dettes financières	838		260	681	1 779
Dettes fournisseurs et autres dettes	11 555	385	1 302	3 068	16 310
Avances et acomptes					
Dettes fournisseurs	250	0	0	461	711
Dettes fiscales et sociales				2 112	2 112
Dettes d'impôt exigible	4 419				4 419
Autres dettes	1 409	58	499	495	2 461
Produits constatés d'avance	5 477	327	803	0	6 607
TOTAL DU PASSIF COURANT	13 448	385	1 562	3 749	19 144
TOTAL PASSIF (Hors Capitaux Propres)	216 197	385	30 859	8 831	256 272

VII 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.

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.

Lors de la signature du bail avec Europ Assistance France, 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 880 K€.

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€.

Lors de l'emménagement dans ses nouveaux locaux au 52 rue de la Victoire - 75009 Paris, Züblin Immobilière France a conclu un bail commercial avec le propriétaire de l'immeuble, le fonds d'investissement immobilier DIFA. Aux termes de ce bail, la société est engagée à payer 110 750 € de loyer annuel pendant 3 ans à compter du 1^{er} juin 2006. De plus, en cas d'exercice de son option de résiliation du bail au 1^{er} juin 2009, la société devra verser à DIFA une indemnité de 24 750 €. Au total, à la date du 31 mars 2008, cet engagement s'élève à 153 958 €.

Les acquisitions des immeubles de l'exercice ont été effectuées sous les dispositions prévues à l'article 210 E du code général des impôts qui permettent 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
Marseille –Le Salengro	29/01/2013

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 31 mars 2008, ces engagements se présentent de la façon suivante :

Années	Selon fin de bail		Selon prochaine option de sortie	
	Engagements locatifs K€	% du total	Engagements locatifs K€	% du total
2008/2009	26 741	20%	26 185	32%
2009/2010	26 737	20%	22 386	28%
2010/2011	24 073	18%	18 611	23%
2011/2012	14 632	11%	6 896	8%
2012/2013	12 417	9%	2 439	3%
2013/2014	11 896	9%	1 293	2%
2014/2015	9 490	7%	1 293	2%
2015/2016	6 471	5%	1 293	2%
2016/2017	3 420	3%	966	1%
2017/2018	-		-	
	135 876	100%	81 362	100%

VIII INFORMATIONS SUR LES PARTIES LIEES

8.1 Transaction avec les sociétés liées

Un contrat de prestation de services a été conclu par Züblin Immobilière France avec la société Züblin Immobilien Management AG en date du 18 janvier 2006. Ce contrat prévoit une rémunération trimestrielle égale à 0.025 % de la valeur vénale des actifs immobiliers. Les honoraires facturés au titre de l'exercice s'élèvent à 248 K€, compte tenu d'une valeur nette comptable cumulée des actifs immobiliers du Groupe de 249 M€ au 30 septembre 2007, date des derniers comptes publiés.

8.2 Transaction avec les autres parties liées

Rémunération du directeur général :

Le conseil d'administration du 31 janvier 2006 a fixé la rémunération fixe annuelle du Directeur général de la Société, à la somme de 195 000 € brut sur 12 mois. De même le Directeur général de la société pourra percevoir une rémunération variable annuelle brute égale au plus à 100 % de sa rémunération annuelle fixe brute sur la base de la réalisation d'objectifs et ou de résultats déterminés annuellement.

Au titre de la période du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008, le directeur général a perçu une rémunération fixe cumulée brute de 195 000 €

Dans sa séance du 1er avril 2008, le conseil d'administration de la société a décidé d'octroyer une rémunération variable au Directeur général de la société d'un montant de 185 000 €

En sus, à titre exceptionnel, le conseil d'administration a décidé d'octroyer une prime de 45 000 € à Monsieur Pierre Essig après avoir constaté que celui-ci avait assumé depuis son entrée en fonction et jusqu'en janvier 2008 les tâches normalement dévolues au Directeur financier.

Cette rémunération variable et cette prime ont été entièrement payées en espèces en mai 2008.

Souscription de BSA par Monsieur Pierre Essig

En date du 27 septembre 2007, Monsieur Pierre Essig a souscrit 100 000 BSA dans le cadre du programme d'attribution de BSA au management approuvée par l'Assemblée générale extraordinaire réunie le 18 juin 2007 au prix de 0,70€ par BSA.

Pour les options sur actions, s'il n'existe pas d'options cotées assorties de caractéristiques et conditions similaires, la juste valeur des options attribuées doit être estimée en appliquant un modèle d'évaluation des options.

L'évaluation du bon de souscription a été réalisée par le cabinet AA Fineval en date du 31 mai 2007 (évaluation disponible sur le site internet de Züblin Immobilière France).

Sur la base d'un cours de bourse compris entre 15 € et 17 €, et d'une volatilité évoluant entre 16 et 20 %, la valeur centrale de ce bon de souscription ressort à 0,64 € avant décote d'illiquidité.

Au 27 septembre 2007, la juste valeur des bons a été vérifiée en utilisant un modèle Black & Scholes et une formule d'évaluation théorique supposant une cotation continue du titre avec des possibilités d'arbitrage et de vente à découvert de l'action, mais également une parfaite liquidité de l'instrument optionnel.

Sur la base d'un cours de bourse compris entre 12 € et 14 €, et d'une volatilité évoluant entre 7% et 20 %, la valeur du bon est comprise entre 0,07 € et 0,54 € avant décote d'illiquidité.

Les bons de souscription ayant été souscrits par M. Pierre Essig le 27 septembre 2007 au prix de 0,70€ par bon, aucun avantage particulier n'a donc été accordé au souscripteur.

Rémunération des administrateurs :

L'Assemblée générale mixte des actionnaires du 18 juin 2007 a fixé le montant des jetons de présence à répartir librement entre les membres du conseil d'administration à la somme maximale de 150 000 € brut au titre de l'exercice clos au 31 mars 2008.

Cette enveloppe a été répartie de la façon suivante, conformément aux propositions du conseil d'administration tenu en date du 11 mai 2007 :

- 3 500 € par présence au conseil pour le Président du conseil ;
- 2 000 € par présence au conseil pour Messieurs Didelot, Nahum et Walker ;
- 1 000 € par présence au comité d'audit ou au comité des nominations et des rémunérations pour chacun de leurs Présidents (respectivement Monsieur Nahum et Monsieur Didelot) ;
- 500 € par présence au comité d'audit ou au comité des nominations et des rémunérations pour chacun de leurs membres à l'exception de Monsieur Schefer.

Au titre de la période du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008, le montant des jetons de présence comptabilisé en charge s'est élevé à 115 386 € (montant incluant les charges sociales afférentes aux jetons de présence versés au Président).

Par ailleurs, au titre de la mission d'assistance à la Direction dans l'étude de certains investissements confiée par le conseil d'administration en date du 6 février 2007, une rémunération d'un montant de 2 000 € a été versée à Monsieur Didelot.

IX 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. Au 31 mars 2008, les charges relatives aux cotisations se montent à 261 K€.

Evolution du capital

	Capital social en K€	Nombre d'actions
Capital social au 31/03/2006	22 775	3 795 850
Augmentation de capital en numéraire	1 080	180 000
Capital social au 05/04/2006	23 855	3 975 850
Augmentation de capital (exercice de bons)	5	881
Capital social au 09/06/2006	23 860	3 976 731
Augmentation de capital (exercice de bons)	6	929
Capital social au 10/11/2006	23 866	3 977 660
Augmentation de capital (exercice de bons)	5 196	865 994
Capital social au 27/11/2006	29 062	4 843 654
Augmentation de capital (exercice de bons)	2 386	397 651
Capital social au 31/03/2007	31 448	5 241 305
Augmentation de capital (exercice de bons)	23 586	3 930 978
Capital social au 31/03/2008	55 034	9 172 283

Répartition du capital

La répartition du capital au 31 mars 2008 se présente comme suit :

Base non diluée	31/03/2008		31/03/2007		31/03/2006	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Groupe Züblin	6 253 702	68,18%	3 573 545	68,18%	2 595 844	68,39%
Administrateurs et dirigeants (*)	20 586	0,22%	6 000	0,11%	6	0,00%
Autocontrôle	15 549	0,17%	3 554	0,07%	-	0,00%
Public (**)	2 882 446	31,43%	1 658 206	31,64%	1 200 000	31,61%
Total	9 172 283	100,00%	5 241 305	100,00%	3 795 850	100,00%
Base diluée	31/03/2008		31/03/2007		31/03/2006	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Total	11 772 283	100,00%	5 241 305	100,00%	3 795 850	100,00%

(*) Monsieur Pierre Rossier, Président de la société et administrateur, détient au 31 mars 2008 5 000 actions Züblin Immobilière France, et
Monsieur Pierre Essig, Directeur général de la société et administrateur, détient au 31 mars 2008 10 583 actions Züblin Immobilière France, et
Monsieur Bruno Schefer, administrateur de la société, détient au 31 mars 2008, 5 000 actions Züblin Immobilière France, et
Le solde restant correspondant à 3 actions est détenu par trois 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 Immobilier, aucun autre actionnaire a déclaré détenir plus de 5% du capital et/ou des droits de vote au 31 mars 2008.

Événements postérieurs à la clôture

Néant

SA ZUBLIN IMMOBILIERE FRANCE

52 rue de la Victoire

75009 PARIS

Comptes annuels

Exercice clos le : 31 Mars 2008

BILAN ACTIF

	31/03/2008			31/03/2007
	Brut	Amort. dépréciat.	Net	Net
ACTIF IMMOBILISE				
Immobilisations incorporelles				
Concessions, brvts, licences, logiciels, drts & val. similaires	534	534		90
Immobilisations corporelles				
Terrains	87 928 662		87 928 662	37 260 721
Constructions	155 058 728	19 527 587	135 531 141	50 306 512
Autres immobilisations corporelles	319 709	82 906	236 803	282 927
Immobilisations corporelles en cours	290 412		290 412	
Immobilisations financières				
Participations	40 978 589	1 274 532	39 704 057	36 302 376
Créances rattachées à des participations				5 993 740
Autres titres immobilisés	189 972		189 972	52 955
Autres immobilisations financières	340 890		340 890	231 261
	285 107 495	20 885 559	264 221 936	130 430 582
ACTIF CIRCULANT				
Créances				
Clients et comptes rattachés	5 087 456		5 087 456	670 058
Autres créances	3 512 534		3 512 534	250 312
Valeurs mobilières de placement				
Actions propres	51		51	
Autres titres	947 367		947 367	1 246 222
Disponibilités	7 852 462		7 852 462	7 985 592
Charges constatées d'avance	221 442		221 442	166 862
	17 621 312		17 621 312	10 319 045
Charges à répartir sur plusieurs exercices	390 339		390 339	
TOTAL GENERAL	303 119 145	20 885 559	282 233 586	140 749 627

BILAN PASSIF

	31/03/2008	31/03/2007
	Net	Net
CAPITAUX PROPRES		
Capital (dont versé : 55 033 698)	55 033 698	31 447 830
Primes d'émission, de fusion, d'apport	58 728 645	32 349 055
Réserve légale	111 759	111 759
Report à nouveau	-2 441 453	135 492
Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	-17 101 974	-2 576 945
	94 330 675	61 467 191
DETTES (1)		
Autres emprunts obligataires	35 500 000	
Emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit	142 000 000	76 000 000
Emprunts et dettes financières	2 375 917	1 572 110
Fournisseurs et comptes rattachés	599 155	334 270
Dettes fiscales et sociales	1 418 530	383 412
Autres dettes	2 119 872	451 718
Produits constatés d'avance (1)	3 889 438	540 925
	187 902 911	79 282 437
TOTAL GENERAL	282 233 586	140 749 627
(1) Dont à plus d'un an (a)	179 188 238	57 040 503
(1) Dont à moins d'un an (a)	8 714 673	22 241 934

(a) A l'exception des avances et acomptes reçus sur commandes en cours

COMPTE DE RESULTAT

	31/03/2008			31/03/2007
	France	Exportation	Total	Total
Produits d'exploitation (1)				
Production vendue (services)	9 668 841		9 668 841	1 428 827
Chiffre d'affaires net	9 668 841		9 668 841	1 428 827
Autres produits			7	862
			9 668 847	1 429 689
Charges d'exploitation (2)				
Autres achats et charges externes (a)			2 362 794	1 944 762
Impôts, taxes et versements assimilés			544 697	112 558
Salaires et traitements			725 815	498 761
Charges sociales			261 360	184 935
- Sur immobilisations : dotations aux amortissements			3 906 338	922 131
- Sur immobilisations : dotations aux dépréciations			14 782 443	
Autres charges			70 951	19 019
			22 654 397	3 682 166
RESULTAT D'EXPLOITATION			-12 985 550	-2 252 477
Produits financiers				
De participations (3)			3 080 000	
Autres intérêts et produits assimilés (3)			1 304 061	388 840
Différences positives de change			76	102
			4 384 137	388 941
Charges financières				
Dotations aux amortissements, dépréciations et provisions			1 302 165	
Intérêts et charges assimilées (4)			7 193 583	620 492
Différences négatives de change				89 835
			8 495 749	710 327
RESULTAT FINANCIER			-4 111 612	-321 386
RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS			-17 097 162	-2 573 863

COMPTE DE RESULTAT (Suite)

	31/03/2008	31/03/2007
	Total	Total
Produits exceptionnels		
Sur opérations de gestion		
Sur opérations en capital	130	
	130	
Charges exceptionnelles		
Sur opérations de gestion		
Sur opérations en capital	4 943	3 082
	4 943	3 082
RESULTAT EXCEPTIONNEL	-4 813	-3 082
Total des produits	14 053 114	1 818 630
Total des charges	31 155 089	4 395 575
BENEFICE OU PERTE	-17 101 974	-2 576 945
(a) Y compris :		
- Redevances de crédit-bail mobilier		
- Redevances de crédit-bail immobilier		
(1) Dont produits afférents à des exercices antérieurs		
(2) Dont charges afférentes à des exercices antérieurs		
(3) Dont produits concernant les entités liées	3 125 921	49 225
(4) Dont intérêts concernant les entités liées		

ANNEXE

SA ZUBLIN IMMOBILIERE FRANCE

52 rue de la Victoire

75009 PARIS

Situation au : 31 Mars 2008

SOMMAIRE DE L'ANNEXE

Documents	Applicable	Non applicable	Non significatif
Règles et méthodes comptables	X		
Faits caractéristiques	X		
Immobilisations - Amortissements - Plus et moins-values (simplifié)		X	
Immobilisations	X		
Amortissements	X		
Provisions (simplifié)		X	
Provisions inscrites au bilan	X		
Etat des créances et dettes (simplifié)		X	
Etat des échéances, créances et dettes	X		
Variation détaillée des stocks et en-cours		X	
Eléments relevant de plusieurs postes du bilan	X		
Variation de la provision spéciale de réévaluation		X	
Variation de la réserve de réévaluation		X	
Frais d'établissement		X	
Frais de recherche appliqués et de développement		X	
Amortissements des frais de recherche et de développement		X	
Fonds commercial		X	
Intérêts immobilisés		X	
Intérêts sur éléments de l'actif circulant		X	
Différences d'évaluation sur éléments fongibles		X	
Avances aux dirigeants		X	
Produits à recevoir	X		
Détail des produits à recevoir	X		
Détail des écritures des produits à recevoir		X	
Charges à payer	X		
Détail des charges à payer	X		
Détail des écritures des charges à payer		X	
Produits et charges constatés d'avance	X		
Détail des produits constatés d'avance	X		
Détail des charges constatées d'avance	X		
Charges à répartir sur plusieurs exercices		X	
Détail des charges à répartir sur plusieurs exercices		X	
Détail des charges exceptionnelles	X		
Détail des produits exceptionnels	X		

SOMMAIRE DE L'ANNEXE

Documents	Applicable	Non applicable	Non significatif
Composition du capital social	X		
Parts bénéficiaires		X	
Obligations convertibles		X	
Ventilation du chiffre d'affaires net		X	
Ventilation de l'impôt sur les bénéfices		X	
Ecarts de conversion sur créances et dettes en monnaie étrangère		X	
Crédit-bail		X	
Engagements financiers	X		
Dettes garanties par des sûretés réelles	X		
Incidence des évaluations fiscales dérogatoires		X	
Accroissement et allègement de la dette future d'impôt		X	
Rémunération globale et par catégorie des dirigeants	X		
Effectif moyen	X		
Identité des sociétés mères consolidant les comptes de la société	X		
Liste des filiales et des participations	X		
Quotes-parts de résultat sur opérations faites en commun		X	
Produits et charges exceptionnels	X		
Transferts de charges		X	
Liste par nature des frais accessoires d'achats		X	
Tableau des résultats des cinq derniers exercices		X	
Produits et charges sur exercices antérieurs		X	
Participation des salariés		X	
Inventaire du portefeuille de valeurs mobilières		X	
Tableaux du portefeuille de TIAP		X	
Détail des emprunts	X		
Détail des Crédits Baux		X	
Entreprises liées	X		
Variation des capitaux propres	X		
Durée d'amortissement des immobilisations	X		

Règles et méthodes comptables

(Décret n° 83-1020 du 29-11-1983 - articles 7, 21, 24 début, 24-1, 24-2 et 24-3)

ANNEXE AU BILAN ET AU COMPTE DE RESULTAT

Au bilan avant répartition de l'exercice clos le 31/03/2008 dont le total est de 282 233 586 Euros et au compte de résultat de l'exercice, présenté sous forme de liste, le résultat s'établit à : -17 101 974 Euros.

L'exercice a une durée de 12 mois, recouvrant la période du 1^{er} avril 2007 au 31 mars 2008.

Les notes ou tableaux ci-après font partie intégrante des comptes annuels.

Ces comptes annuels ont été établis en conformité avec les dispositions du Code de Commerce (article L123-12 à L 123-28) et des règlements du Comité de la Réglementation Comptable (CRC).

Les conventions générales comptables ont été appliquées, dans le respect du principe de prudence, conformément aux hypothèses de bases :

- continuité de l'exploitation,
- permanence des méthodes comptables d'un exercice à l'autre,
- indépendance des exercices,

et conformément aux règles générales d'établissement et de présentation des comptes annuels.

METHODES ET REGLES D'EVALUATION

Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles sont constituées de logiciels informatiques amortis de façon linéaire sur 12 mois.

Immobilisations corporelles

Evaluation

Les immobilisations sont évaluées à leur coût d'acquisition (prix d'achat et frais accessoires). Conformément au règlement du CRC 2002-10 relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs, les immobilisations sont amorties selon la méthode des composants.

La société a fait appel à des experts indépendants afin de déterminer la valeur des différents composants et leur durée de vie résiduelle.

Amortissements

Les composants sont amortis selon le mode linéaire en fonction de leur durée d'utilité.

En application de la répartition par composants des immeubles détenus par la société, les durées d'amortissement sont les suivantes:

Gros Œuvres : 60 ans ;

Etanchéité et couverture : 20 ans ;

Façade : 30 ans ;

Installations techniques : 25 ans ;

Climatisation : 20 ans ;

Agencements : 10 ans ;

Voiries, réseaux divers : 25 ans ;

Valorisation des actifs

A la clôture, la société fait appel à un expert indépendant pour évaluer son patrimoine immobilier. Si la valeur d'expertise hors droits d'un immeuble est inférieure à sa valeur nette comptable, une provision pour dépréciation du montant correspondant est comptabilisée.

Au 31 mars 2008, une provision de 14.782 K€ a été comptabilisée au regard des évaluations réalisées à la clôture par l'expert immobilier indépendant qui a été mandaté.

Les autres immobilisations corporelles n'ont fait l'objet d'aucune décomposition, aucun composant significatif n'ayant été identifié. Ces immobilisations ne sont donc pas concernées et les amortissements pour dépréciation de ces actifs sont calculés suivant le mode linéaire en fonction de la durée d'utilité prévue du bien.

Immobilisations financières

Les immobilisations financières sont composées des éléments suivants :

✓ *Titres de participations*

Les titres de participation sont inscrits au bilan pour leur coût d'acquisition ou leur valeur d'apport y compris les frais accessoires s'il y a lieu. Les frais accessoires sont composés des droits de mutation, des honoraires ou commissions et des frais d'actes liés à l'acquisition. Conformément au règlement CRC 2004-06, la société a choisi d'activer ces frais.

Les titres de participation chez Züblin Immobilière France se décomposent de la façon suivante :

- Züblin Immobilière Paris Ouest 1: 34.154 K€ dont 677 K€ relatifs aux frais d'acquisition.
- SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens: 6.825 K€ dont 325 K€ relatifs aux frais d'acquisition.

A la clôture de l'exercice, la valeur nette comptable des titres est comparée à l'actif net réévalué des plus ou moins values latentes des actifs détenus par la société. Si cette valeur est inférieure à la valeur nette comptable, une dépréciation est alors constituée par voie de provision.

A la clôture de l'exercice, une provision pour dépréciation de 1.274 K€ a été constatée sur les titres de participation de la SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens.

✓ *Actions propres et contrat de liquidité*

La société détient des actions propres à hauteur de 15.549 actions.
En parallèle, une somme d'environ 302 K€ a été bloquée dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec le prestataire SG Securities Paris en date du 23 avril 2007.

✓ *Dépôts de garantie:*

Les dépôts de garantie concernent les locaux de la société et s'élèvent à 39 K€

Créances clients et autres créances d'exploitation

Les créances sont comptabilisées à leur valeur nominale.
Elles font l'objet de dépréciation en fonction du risque de non recouvrement. Ce risque est évalué sur la base d'une analyse au cas par cas.

Valeurs mobilières de placement

Les valeurs mobilières de placement sont enregistrées au bilan pour leur coût d'acquisition.
Une dépréciation est comptabilisée si leur valeur probable de réalisation est inférieure à leur valeur nette comptable.

Au 31 mars 2008, la valeur de marché des VMP s'élève à 1 032 K€, soit une plus value latente de 44 K€.

Emprunts bancaires et obligations remboursables en actions

Les emprunts bancaires et obligations remboursables en actions sont enregistrés pour leur valeur nominale.

Les frais d'émission des emprunts sont maintenus en charges pour leur totalité dans l'exercice où ils sont supportés.

Toutefois, conformément à l'option qui lui est offerte par l'article 361-3 du PCG, la société a opté pour la répartition des frais d'émission de l'emprunt Obligataire Remboursable en Actions. Ces frais d'émission ont été activés au cours de l'exercice pour un montant global de 417 972 € et font l'objet d'un amortissement linéaire sur la durée de cet emprunt, soit 10 ans.

Provisions pour risques et charges

Des provisions pour risques et charges sont constituées pour faire face aux sorties probables de ressources au profit de tiers, sans contrepartie pour la société.
Ces provisions sont constituées en prenant en considération les hypothèses les plus probables à la date d'arrêtés des comptes.

Engagement envers le personnel

En vertu des obligations légales, Züblin Immobilière France participe à des régimes de retraite obligatoires à travers des régimes à cotisations définies. Dans ce cadre, la société n'a pas d'autre obligation que le paiement de cotisations. Celles-ci sont comptabilisées en charges au cours de l'exercice.

Les engagements en matière d'indemnités de départ à la retraite sont non significatifs du fait de la très faible ancienneté du personnel. Au 31 mars 2008, l'effectif compte 4 personnes, contre 3 personnes au 31 mars 2007.

Au cas où Madame Caroline Dheilly serait licenciée avant le 31 mars 2009 du fait d'un changement de contrôle de la société ou de la cessation d'activité de la société et pour autant que ledit licenciement ne soit pas motivé par une faute grave ou lourde, la société s'est engagée à verser à Madame Caroline Dheilly une indemnité brute de départ égale à 24 mois de salaire mensuel brut, calculée sur la base du dernier salaire mensuel fixe brut précédant la notification de son licenciement.

Au cas où Monsieur Eric Berlizon serait licencié avant le 31 mars 2010 du fait d'un changement de contrôle de la société ou de la cessation d'activité de la société et pour autant que ledit licenciement ne soit pas motivé par une faute grave ou lourde, la société s'est engagée à verser à Monsieur Eric Berlizon une indemnité brute de départ égale à 24 mois de salaire mensuel brut, calculée sur la base du dernier salaire mensuel fixe brut précédant la notification de son licenciement.

Rémunération des dirigeants

Le conseil d'administration du 31 janvier 2006 a fixé la rémunération fixe annuelle du Directeur général de Züblin Immobilière France, à la somme de 195 000 € brut sur 12 mois. De même le Directeur général de la société pourra percevoir une rémunération variable annuelle brute égale au plus à 100 % de sa rémunération annuelle fixe brute sur la base de la réalisation d'objectifs et ou de résultats déterminés annuellement.

Au titre de la période du 1er avril 2007 au 31 mars 2008, le Directeur général a perçu une rémunération fixe cumulée brute de 195 000 €.

Dans sa séance du 1er avril 2008, le conseil d'administration de la société a décidé d'octroyer une rémunération variable au Directeur général de la société d'un montant de 185 000 €.

En sus, à titre exceptionnel, le conseil d'administration a décidé d'octroyer une prime de 45 000 € à Monsieur Pierre Essig après avoir constaté que celui-ci avait assumé depuis son entrée en fonction et jusqu'en janvier 2008 les tâches normalement dévolues au directeur financier.

Cette rémunération variable et cette prime ont été entièrement payées en espèces en mai 2008.

Notion de résultat courant et exceptionnel

En application des nouvelles recommandations comptables, les éléments des activités ordinaires mêmes exceptionnels par leur fréquence ou leur montant sont repris dans le résultat courant. Seuls les éléments ne se rapportant pas aux activités ordinaires de l'entreprise sont comptabilisés dans le résultat exceptionnel.

Faits caractéristiques

L'exercice clos au 31 mars 2008 a été marqué principalement par les faits suivants :

1. Acquisitions & cession

En date du 5 octobre 2007, la société Züblin Immobilière France a acquis le Magellan, un immeuble situé à Nanterre et entièrement loué jusqu'en 2010 à la société Faurecia pour un coût d'acquisition de 87,8 M€ (droits inclus).

En date du 11 janvier 2008, la société Züblin Immobilière France a acquis le Danica, un immeuble de bureaux multi locataires situé à Lyon pour un coût d'acquisition de 52,8M€ (droits inclus).

En date du 30 janvier 2008, la société Züblin Immobilière France a acquis le Salengro un immeuble de bureaux situé à Marseille et entièrement loué aux services informatiques de la ville de Marseille pour un coût d'acquisition de 13,9 M€.

2. Gestion locative

Au cours de l'exercice deux nouveaux baux ont été conclus. Par ailleurs, trois baux ont été résiliés. En janvier 2008, Züblin Immobilière France a renouvelé un bail avec YSL Beauté. Un bail de 9 ans a été signé pour un étage de 520 m² sur l'immeuble « Jatte 3 », pour un loyer annualisé de 0,25 M€* (380 €/m² bureau). YSL Beauté a la faculté de quitter à tout moment les locaux durant les 6 premières années, sous réserve d'un préavis de 9 mois.

* *loyer hors charge, hors taxe*

3. Opérations de Capital

Le 16 juillet 2007, la société a augmenté le capital social de 23 585 868 € par la création et l'émission de 3 930 978 actions nouvelles de 6 € de nominal.

Les frais d'émissions relatifs à cette augmentation de capital ont été imputés en totalité sur la prime d'émission pour un montant de 1 469 320 €

En date du 3 août 2007, 2 500 obligations remboursables en actions (ORA) d'une valeur nominale de 14 200 € ont été émises pour une durée de 10 ans. Chaque obligation est remboursable en 1 000 actions nouvelles de la société Züblin Immobilière France de 6 € de valeur nominale.

Cette émission a été réservée à Chambertin Sarl; filiale de Forum European Realty Income III GP, qui a donc souscrit l'intégralité des obligations remboursables, soit 35 500 000 €

Chaque ORA porte intérêt et donne droit au plus élevé des deux montants suivants :

- 2 % de la valeur nominale ; ou
- le dernier dividende par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (1 000 au 31 mars 2008).

Le montant d'intérêt est payable annuellement le 7 août de chaque année, avec un premier versement le 7 août 2008, et un dernier versement le 7 août 2017.

4. Gestion financière

En relation avec les acquisitions des immeubles Magellan et Danica, deux emprunts hypothécaires ont été contractés pour des montants respectifs de 55 M€ et 29 M€. Ces deux emprunts ont une durée de 7 ans.

L'acquisition de Marseille a été entièrement financée par fonds propres.

Par ailleurs, la société a remboursé l'intégralité de la tranche « equity » du prêt contracté lors de l'acquisition de l'immeuble Jatte 3 (19 M€).

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

La société Züblin Immobilière France a souscrit en octobre 2007, des contrats de swaps de taux d'intérêts à départ différé en avril et juillet 2008 en anticipation de son programme d'investissement. Compte tenu des incertitudes liées aux marchés financiers et immobiliers durant le premier trimestre 2008, la société a estimé que la réalisation à court terme de ce programme n'était pas certaine et en conséquence a procédé à la résiliation de quatre contrats de swaps pour une charge totale de 1 484 K€.

Par ailleurs, la société a tiré partie des conditions de marché de taux d'intérêts plus favorables en janvier 2008 pour remplacer un de ses contrats de couverture par un contrat identique à un taux inférieur. Le montant de la soulte payée pour cette opération est de 355 K€.

5. Souscription de BSA par Monsieur Pierre Essig

En date du 27 septembre 2007, M. Pierre Essig a souscrit 100 000 BSA dans le cadre du programme d'attribution de BSA au management approuvée par l'assemblée générale extraordinaire réunie le 18 juin 2007 au prix de 0,70€ par BSA.

Pour les options sur actions, s'il n'existe pas d'options cotées assorties de caractéristiques et conditions similaires, la juste valeur des options attribuées doit être estimée en appliquant un modèle d'évaluation des options.

L'évaluation du bon de souscription a été réalisée par le cabinet AA Fineval en date du 31 mai 2007 (évaluation disponible sur le site internet de Züblin Immobilière France).

Sur la base d'un cours de bourse compris entre 15 € et 17 €, et d'une volatilité évoluant entre 16 et 20 %, la valeur centrale de ce bon de souscription ressort à 0,64 € avant décote d'illiquidité.

Au 27 septembre 2007, la juste valeur des bons a été vérifiée en utilisant un modèle Black & Scholes et une formule d'évaluation théorique supposant une cotation continue du titre avec des possibilités d'arbitrage et de vente à découvert de l'action, mais également une parfaite liquidité de l'instrument optionnel.

Sur la base d'un cours de bourse compris entre 12 € et 14 €, et d'une volatilité évoluant entre 7% et 20 %, la valeur du bon est comprise entre 0,07 € et 0,54 € avant décote d'illiquidité.

Les bons de souscription ayant été souscrits par M. Pierre Essig le 27 septembre 2007 au prix de 0,70€ par bon, aucun avantage particulier n'a donc été accordé au souscripteur.

6. Evénement postérieur à la clôture

Néant

IMMOBILISATIONS

Cadre A	Valeur brute début d'exercice	Augmentations	
		Réévaluations	Acquisitions
Immobilisations incorporelles			
Autres postes d'immobilisations incorporelles	534		
Total II	534	0	0
Immobilisations corporelles			
Terrains	37 260 721		50 667 941
Constructions sur sol propre	51 198 970		103 859 758
Installations générales, agencements et aménagements divers	220 084		
Matériel de bureau et informatique, mobilier	92 188		7 436
Total III	88 771 963	0	154 535 135
Immobilisations corporelles en cours			
Immobilisations corporelles en cours			195 412
Total IV	0	0	195 412
Immobilisations financières			
Autres participations	42 296 116		4 676 349
Autres titres immobilisés	52 955		137 018
Prêts et autres immobilisations financières	231 261		109 628
Total V	42 580 332	0	4 922 995
TOTAL GENERAL (I + II + III + IV+V)	131 352 829	0	159 653 542

Cadre B	Diminutions		Valeur brute fin d'exercice	Réévaluations Valeur d'origine
	Par virement	Par cession		
Immobilisations incorporelles				
Autres postes d'immobilisations incorporelles			534	
Total II	0	0	534	0
Immobilisations corporelles				
Terrains			87 928 662	
Constructions sur sol propre			155 058 728	
Installations générales, agencements et aménagements divers			220 084	
Matériel de bureau et informatique, mobilier			99 624	
Total III	0	0	243 307 098	0
Immobilisations corporelles en cours				
Immobilisations corporelles en cours			290 412	
Total IV	0	0	290 412	0
Immobilisations financières				
Autres participations	5 993 740	137	40 978 589	
Autres titres immobilisés			189 972	
Prêts et autres immobilisations financières			340 890	
Total V	5 993 740	137	41 509 451	0
TOTAL GENERAL (I + II + III + IV+V)	5 993 740	137	285 107 495	0

AMORTISSEMENTS

Cadre A SITUATION ET MOUVEMENTS DE L'EXERCICE				
IMMOBILISATIONS AMORTISSABLES	Valeur en début d'ex.	Augment. Dotations	Diminutions Sorties / Rep.	Valeur en fin d'exercice
Immobilisations incorporelles				
Frais d'établissement et de développement				
Total I				
Autres immobilisations incorporelles	444	90		534
Total II				
Immobilisations corporelles				
Terrains				
Constructions sur sol propre	892 458	3 852 686		4 745 144
Constructions sur sol d'autrui				
Installations géné, agencements et aménagements				
Installations techniques, matériel et outillage				
Installations générales, agencements divers	11 411	22 009		33 420
Matériel de transport				
Matériel de bureau et informatique, mobilier	17 934	31 553		49 487
Emballages récupérables et divers				
Total III	921 803	3 906 248		4 828 051
TOTAL GENERAL (I + II + III)	922 247	3 906 338		4 828 585

Cadre B VENTILATION DES MOUVEMENTS AFFECTANT LA PROVISION POUR AMORT. DEROGATOIR							
Immobilisations amortissables	DOTATIONS			REPRISES			Mouvements nets amort. à fin d'exercice
	Différentiel de durée	Mode dégressif	Amortissement fiscal exceptionnel	Différentiel de durée	Mode dégressif	Amortissement fiscal exceptionnel	
Immo. incorporelles							
Frais d'établiss. Total I							
Aut. immo. incorp. Total II							
Immo. corporelles							
Terrains							
Constructions sur sol propre							
Constructions sur sol d'autrui							
Inst. gen., agenc. amen. const.							
Inst. techn., mat. outill. indus.							
Inst. gen., agenc., amen. divers							
Matériel de transport							
Mat. bureau, infonn., mobilier							
Emballages recup. et divers							
Total III							
TOTAL GENERAL (I+II+III)							

Cadre C MOUVEMENTS DE L'EXERCICE AFFECTANT LES CHARGES REPARTIES SUR PLUSIEURS EXERCICES	Montant net début d'ex.	Augmen -talons	Dotations ex. aux amort.	Montant net en fin d'ex.
Frais d'émission d'emprunt à étaler				
Primes de remboursement des obligations				

PROVISIONS ET DEPRECIATIONS INSCRITES AU BILAN

Euros

	Montants au début de l'exercice	Augmentations : Dotations de l'exercice	Diminutions : Reprises de l'exercice	Montant à la fin de l'exercice
Dépréciations				
Sur immobilisations incorporelles				
Sur immobilisations corporelles		14 782 443		14 782 443
Sur titres de participation		1 274 532		1 274 532
Total I		16 056 975		16 056 975
TOTAL GENERAL		16 056 975		16 056 975

ETAT DES CREANCES ET DES DETTES

Cadre A	ETAT DES CREANCES	Montant brut	A 1 an au plus	A plus d'1 an
De l'actif immobilisé				
Créances rattachées à des participations				
Autres immobilisations financières		340 890	302 104	38 785
De l'actif circulant				
Autres créances clients		5 087 456		
Taxe sur la valeur ajoutée		2 439 351		
Groupe et associés (2)		15		
Débiteurs divers		1 073 168		
Charges constatées d'avance		221 442		
Total		9 162 322	302 104	38 785

(1) Dont prêts accordés en cours d'exercice	
(1) Dont prêts remboursés en cours d'exercice	5 993 740

Cadre B	ETAT DES DETTES	Montant brut	A 1 an au plus	De 1 à 5 ans	A plus de 5 ans
Autres emprunts obligataires (1)		35 500 000			35 500 000
Emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit : (1)					
- à un an maximum à l'origine					
- à plus d'un an à l'origine		142 000 000			142 000 000
Emprunts et dettes financières diverses (1) (2)		2 314 137	625 899	1 688 238	
Fournisseurs et comptes rattachés		599 155	538 223		
Personnel et comptes rattachés		322 496	322 495		
Sécurité sociale et autres organismes sociaux		191 648	191 648		
Taxe sur la valeur ajoutée		800 182	800 182		
Autres impôts, taxes et versements assimilés		104 205	104 205		
Groupe et associés (2)		61 780	61 780		
Autres dettes		2 119 872	2 119 872		
Produits constatés d'avance		3 889 438	3 889 438		
Total		187 902 911	8 653 742	1 688 238	177 500 000

(1) Emprunts souscrits en cours d'exercice	85 000 000
(1) Emprunts remboursés en cours d'exercice	19 000 000

ELEMENTS RELEVANT DE PLUSIEURS POSTES DU BILAN

Euros

(Décret 83-1020 du 29-11-1983 - Articles 10 et 24-15)

Eléments relevant de plusieurs postes du bilan		Montant concernant les entreprises		Montant des dettes ou des créances représentées par des effets de commerce
		Liées	Avec lesquelles la société a un lien de participation	
Immobilisations financières				
Participations		40 978 589		
Créances rattachées à des participations				
Autres titres immobilisés				
	Total Immobilisations	40 978 589		
Créances				
Autres créances				
	Total Créances			
Dettes				
Emprunts et dettes financières divers		61 780		
	Total Dettes	61 780		

Au cours de l'exercice clos au 31 mars 2008, Züblin immobilière France a perçu un montant de 3 125 921 € de produits financiers de ses filiales, se décomposant comme suit :

- 3 080 000 € de dividendes de Züblin immobilière Paris Ouest 1 au titre de l'exercice clos le 31 mars 2007 ;
- 33 958 € de produits d'intérêts relatifs à un prêt intra-groupe à la société Züblin immobilière Paris Ouest 1 (capital et intérêts courus intégralement remboursés en date du 15 juin 2007 par voie d'augmentation de capital par intégration de créance pour un montant total de 4 676 349 €) ;
- 11 963 € de produits d'intérêts relatifs à un prêt intra-groupe à la société Züblin Immobilière Verdun Flourens (capital et intérêts courus intégralement remboursés en date du 29 juin 2007 pour un montant total de 1 412 522 €).

COMPOSITION DU CAPITAL SOCIAL

(Décret 83-1020 du 29/11/1983 – Article 24-12)

	Capital social en K€	Nombre d'actions	Valeur nominale €
Capital social au 31/03/2005	37	37 000	1,00
Augmentation de capital en numéraire	7 888	7 888 100	1,00
Capital social au 15/12/2005	7 925	7 925 100	1,00
Augmentation de capital en nature	7 650	7 650 000	1,00
Capital social au 13/01/2006	15 575	15 575 100	1,00
Regroupement d'actions	15 575	2 595 850	6,00
Capital social au 15/02/2006	15 575	2 595 850	6,00
Augmentation de capital en numéraire	7 200	1 200 000	6,00
Capital social au 31/03/2006	22 775	3 795 850	6,00
Augmentation de capital en numéraire	1 080	180 000	6,00
Augmentation de capital (exercice de 2 543 bons)	5	881	6,00
Augmentation de capital (exercice de 987 bons)	2	329	6,00
Augmentation de capital (exercice de 2 597 982 bons)	5 196	865 994	6,00
Augmentation de capital (exercice de 1 800 bons)	4	600	6,00
Augmentation de capital (exercice de 1 192 953 bons)	2 386	397 651	6,00
Capital social au 31/03/2007	31 448	5 241 305	6,00
Augmentation de capital (exercice de 5 241 305 bons)	23 586	3 930 978	6,00
Capital social au 31/03/2008	55 034	9 172 283	6,00

Aux termes d'une décision du directeur général en date du 16 juillet 2007, agissant dans le cadre des délégations consenties par le conseil d'administration du 18 juin 2007 et de l'assemblée générale mixte du 18 juin 2007, le capital social de la société a été augmenté de 23 585 868 € par émission de 3 930 978 actions nouvelles émises au prix unitaire de 14 € à la suite de l'exercice de 5 241 305 bons de souscription d'actions. Le montant de la prime d'émission s'élève à 31 447 824 €.

Les frais d'émission relatifs à cette augmentation de capital ont été imputés en totalité sur la prime d'émission pour un montant de 1 469 320 €.

VARIATION DES CAPITAUX PROPRES

Montant

Capitaux propres N - 1 après résultat et avant AGO	61 467 191
Distributions	-3 668 914
Capitaux propres à l'ouverture de l'exercice	57 798 277
Capitaux propres à l'ouverture de l'exercice après apports rétroactifs	
Variations du capital social	23 585 868
Variations des primes d'émission, de fusion, d'apport...	26 379 590
Variations des réserves légales, statutaires, contractuelles et autres	0
Variations du report à nouveau	-2 576 945
- Affectation du résultat N-1 en capitaux propres (hors distribution)	6 245 859
Variations en cours d'exercice	53 634 372
Capitaux propres à la clôture de l'exercice avant résultat	
Résultat de l'exercice	-17 101 974
Capitaux propres à la clôture de l'exercice après résultat et avant assemblée annuelle	94 330 675

ACTIONS PROPRES DETENUES

	31/03/2008	31/03/2007
Portefeuille		
Nombres d'actions	15 549	3 554
Cours de clôture	12,220	14,900
Valorisation du portefeuille	190 009	52 955

ENGAGEMENTS FINANCIERS

(Décret 83-1020 du 29-11-1983 - Articles 24-9 et 24-16)

Lors de l'acquisition de ses actifs immobiliers, Züblin Immobilière France a 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 Immobilières 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	Financement Le Chaganne (Gennevilliers)	-	-
Natixis	Financement Jatte 3 (Neuilly sur seine)	75% (1)	-
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, 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.

Lors de la signature du bail avec Europe assistance France, la société 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 880 K€.

Lors de l'emménagement dans ses nouveaux locaux au 52 rue de la Victoire - 75009 Paris, Züblin Immobilière France a conclu un bail commercial avec le propriétaire de l'immeuble, le fonds d'investissement immobilier DIFA. Aux termes de ce bail, la société est engagée à payer 110 750 € de loyer annuel pendant 3 ans à compter du 1^{er} juin 2006. De plus, en cas d'exercice de son option de résiliation du bail au 1^{er} juin 2009, la société devra verser à DIFA une indemnité de 24 750 €. Au total, à la date du 31 mars 2008, cet engagement s'élève à 153 958 €.

Les acquisitions des immeubles de l'exercice ont été effectuées sous les dispositions prévues à l'article 210 E du code général des impôts qui permettent 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
Marseille –Le Salengro	29/01/2013

EFFECTIF AU 31/03/2008

(Decret 83-1020 du 29-11 -1983 - Article 24-22)

	Personnel salarié	Personnel mis disposition de l'entreprise
Cadres	3	
Agents de maitrise et techniciens	1	
Employés		
Ouvriers		
Total	4	

IDENTITE DES SOCIETES MERES
CONSOLIDANT LES COMPTES DE LA SOCIETE

(Décret 83-1020 du 29-11-1983 - Article 24-14)

Dénomination sociales	Forme	Au capital de	Ayant son siège social a
Züblin Immobilien Holding	AG	360 684 721 CHF*	Claridenstrasse 20 Zurich – SWITZERLAND

* Au 31.03.2008

LISTE DES FILIALES ET PARTICIPATIONS

(Décret 83-1020 du 29-11-1983 - Article 24-11)

A - RENSEIGNEMENTS DETAILLES CONCERNANT LES FILIALES ET PARTICIPATIONS	Capital	Capitaux Propres	Quote-part du capital détenue en pourcentage	Résultat du dernier exercice clos	Chiffre d'affaires du dernier exercice clos	Dividendes encaissés par la société au cours de l'exercice
1 - Filiales (plus de 50% du capital détenu)						
SAS ZUBLIN IMMOBILIERE PARIS OUEST I 52 rue de la Victoire 75009 Paris 09	8 212 189	36 317 718	100	9 905 638	11 363 853	-
SCI VERDUN FLOURENS 52 rue de la Victoire 75009 Paris 09	500 000	194 720	99,8	-110 886	664 708	-
2 - Participations (de 10 à 50% du capital détenu)						
B - RENSEIGNEMENTS GLOBAUX SUR LES AUTRES FILIALES ET PARTICIPATIONS						
1 - Filiales non reprises en A :						
a) françaises						
b) étrangères						
2 - Participations non reprises en A :						
a) françaises						
b) étrangères						

Pour la SCI VERDUN FLOURENS, les renseignements mentionnés ci-dessus sont ceux de l'arrêté des comptes en date du 31/12/2007.

DETAIL DES PRODUITS A RECEVOIR

Euros

		31/03/2008	31/03/2007
Créances clients et comptes rattachés			
418100	CLIENTS PROD.NON ENC.FACT	713 263	94 169
	Total	713 263	94 169
Autres créances			
409800	RRR A OBTEN.AVOIR A RECEV	35	35
458800	ASSOCIES INTERETS COURUS	15	49 225
468700	DIVERS PROD. A RECEVOIR	63 395	
	Total	63 445	49 260
Disponibilités			
518700	INTERETS COURUS A RECEVOIR	34 442	
518800	INTERETS COURUS A PAYER		40 974
	Total	34 442	40 974
TOTAL GENERAL		811 149	184 403

DETAIL DES CHARGES A PAYER

		31/03/2008	31/03/2007
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			
168800	INT COURUS / EMPRUNTS	625 899	
	Total	625 899	
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			
408100	FOURN. FACT.NON PARVENUES	350 460	183 934
	Total	350 460	183 934
Dettes fiscales et sociales			
428200	DETTES PROV./CONGES PAYES	27 013	14 090
428300	BONUS PROVISIONNES	292 000	157 254
428500	PERS.CHG.A PAY. PRO.A REC		6 025
438200	CHARG.SOC./CONGES A PAYER	9 679	5 232
438210	PROC CH SOC A PAYER	117 142	60 287
448600	CHARGES A PAYER	104 205	3 061
	Total	550 039	245 948
Autres dettes			
419800	RRR A ACCORD. AVR A ETABL	58 161	
468600	DIVERS CHARGES A PAYER	477 397	12 420
468610	JETONS DE PRESENCE A VERS		12 000
	Total	535 558	24 420
TOTAL GENERAL		2 061 956	454 302

DETAIL DES PRODUITS CONSTATES D'AVANCE

	Euros	
	31/03/2008	31/03/2007
487000 PRODUITS CONSTAT.D'AVANCE	3 889 438	540 925
TOTAL GENERAL	3 889 438	540 925

La totalité des produits constatés d'avance concerne l'exploitation.

Il s'agit essentiellement des loyers et de la refacturation de la taxe sur les bureaux et des loyers relatifs au deuxième trimestre 2008.

DETAIL DES CHARGES CONSTATEES D'AVANCE

		Euros	
		31/03/2008	31/03/2007
486000	CHARGES CONSTAT. D'AVANCE	221 442	166 862
TOTAL GENERAL		221 442	166 862

La totalité des charges constatées d'avance concerne l'exploitation.

Il s'agit essentiellement des charges relatives aux loyers, assurance, taxes sur les bureaux, cotisations et séminaires à venir.

DETAIL DES CHARGES A REPARTIR

		31/03/2008	31/03/2007
481600	FRAIS D'EMISSION D'EMPRUNT	390 339	
TOTAL GENERAL		390 339	

La totalité des charges à répartir concernent les frais d'émission de l'emprunt Obligataire Remboursable en Action de 35 500 K€ souscrit en date du 7 août 2007.

Ces frais sont amortis sur une durée de 10 ans à compter du 7 août 2007.

Inventaire du portefeuille de valeurs mobilières

(Décret n° 83-1020 du 29-11-1983 - articles 47)
(Décret n° 67-236 du 23-03-1967 - articles 294 a 299)

en K€	31.03.08
Valeur comptable des VMP	988
Valeur liquidative des VMP	1 032
Plus value latente au 31.03.08	44

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

PHILIPPE DEPARIS
4, square Rameau
94500 Champigny-sur-Marne

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
Exercice clos le 31 mars 2008

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,
En exécution de la mission qui nous a été confiée par vos statuts et par décision collective des associés , nous avons procédé au contrôle des comptes consolidés de la société Züblin Immobilière France relatifs à l'exercice clos le 31 mars 2008, tels qu'ils sont joints au présent rapport.
Les comptes consolidés ont été arrêtés par le conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

I. Opinion sur les comptes consolidés

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

Nous certifions que les comptes consolidés de l'exercice sont, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les personnes et entités comprises dans la consolidation.

II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

- Comme indiqué dans la note 3.4. de l'annexe, le patrimoine immobilier fait l'objet de procédures d'évaluation par un expert immobilier indépendant. Nos travaux ont consisté à prendre connaissance de ces évaluations, à examiner les données utilisées, à apprécier le caractère raisonnable des hypothèses retenues et à vérifier que la méthode de valorisation décrite dans cette note a été correctement appliquée.

- Comme indiqué dans le paragraphe 3.7. de l'annexe, votre société comptabilise ses obligations remboursables en actions (ORA) selon les principes prévus par la norme IAS 32. Nous nous sommes assurés de la correcte application de cette norme.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes consolidés, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

III. Vérification spécifique

Nous avons également procédé, conformément aux normes professionnelles applicables en France, à la vérification des informations données dans le rapport sur la gestion du groupe. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes consolidés.

Champigny-sur-Marne et Paris-La Défense, le 20 mai 2008

Les Commissaires aux Comptes

Philippe DEPARIS

ERNST & YOUNG Audit

Fabrice Chaffois

PHILIPPE DEPARIS

ERNST & YOUNG Audit

Rapport Général des commissaires aux comptes sur les comptes annuels

PHILIPPE DEPARIS
4, square Rameau
94500 Champigny-sur-Marne

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 Immobilère France
Exercice clos le 31 mars 2008

Rapport général des commissaires aux comptes sur les comptes annuels

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,
En exécution de la mission qui nous a été confiée par vos statuts et par décision collective des associés, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 mars 2008, sur :

- le contrôle des comptes annuels de la société Züblin Immobilère France, tels qu'ils sont joints au présent rapport,
- la justification de nos appréciations,
- les vérifications spécifiques et les informations prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

I. Opinion sur les comptes annuels

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la société à la fin de cet exercice.

II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

- Comme décrit dans les principes et méthodes comptables de l'annexe relatifs aux immobilisations financières, votre société procède à des estimations portant sur la valorisation des titres de participation. Nos travaux ont notamment consisté d'une part, à revoir, au regard des évaluations

des experts immobiliers, les données utilisées par votre société pour déterminer la valeur des immeubles détenus par ses filiales et, d'autre part, à apprécier le caractère raisonnable des évaluations retenues.

- Comme indiqué dans le paragraphe « Valorisation des actifs » de l'annexe, le patrimoine immobilier de votre société, qui représente environ 79 % de ses actifs, fait l'objet de procédures d'évaluation par un expert immobilier indépendant. Nos travaux ont notamment consisté à examiner la méthodologie d'évaluation mise en œuvre par l'expert et à nous assurer que les éventuelles dépréciations étaient effectuées au regard des expertises externes réalisées.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

III. Vérifications et informations spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes professionnelles applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur :

- la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion du conseil d'administration et dans les documents adressés aux actionnaires sur la situation financière et les comptes annuels,
- la sincérité des informations données dans le rapport de gestion relatives aux rémunérations et avantages versés aux mandataires sociaux concernés ainsi qu'aux engagements consentis en leur faveur à l'occasion de la prise, de la cessation ou du changement de fonctions ou postérieurement à celles-ci.

En application de la loi, nous nous sommes assurés que les diverses informations relatives aux prises de participation et de contrôle et à l'identité des détenteurs du capital vous ont été communiquées dans le rapport de gestion.

Champigny-sur-Marne et Paris-La Défense, le 20 mai 2008

Les Commissaires aux Comptes

Philippe DEPARIS

ERNST & YOUNG Audit

Fabrice Chaffois

Information relative aux honoraires des Commissaires aux comptes

Commissaires aux comptes titulaires

- Philippe Deparis
4, square Rameau - 94500 Champigny-Sur-Marne
Monsieur P. Deparis a été nommé dans l'acte constitutif de la société en date du 18 avril 2003 pour une durée de six ans, soit jusqu'à l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos au 31 mars 2009.

- Ernst & Young Audit, Fabrice Chaffois
Tour Ernst & Young - 92 037 Paris-La-Défense cedex - RCS : 344 366 315 Nanterre
La société Ernst & Young Audit est affiliée au réseau pluridisciplinaire international Ernst & Young. La société Ernst & Young Audit a été nommée au cours des décisions collectives des associés de la société du 13 janvier 2006 pour une durée de six ans, soit jusqu'à l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos au 31 mars 2011.

Commissaires aux comptes suppléants

- FCN société Française de Révision (SA)
45, rue des Moissons - 51100 Reims - 337 080 089 RCS Reims
La société FCN société Française de Révision a été nommée dans l'acte constitutif de la société en date du 18 avril 2003 pour une durée de six ans, soit jusqu'à l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos au 31 mars 2009.

- Auditex
Tour Ernst & Young - 11, allée de l'Arche - 92 037 Paris-La-Défense cedex - RCS : 377 652 938 Nanterre
La société Auditex a été nommée au cours des décisions collectives des associés de la société du 13 janvier 2006 pour une durée de six ans, soit jusqu'à l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos au 31 mars 2011.

Depuis leur nomination, les commissaires aux comptes et leurs suppléants n'ont pas été démis de leurs fonctions et n'ont pas démissionné.

Rémunération des commissaires aux comptes

	Ernst & Young				Philippe Deparis			
	Montant (HT) en K€		%		Montant (HT) en K€		%	
	31.03.2008	31.03.2007	31.03.2008	31.03.2007	31.03.2008	31.03.2007	31.03.2008	31.03.2007
Audit								
Commissariat aux comptes, certification, examen des comptes individuels et consolidés								
E metteur	58	51	56%	68%	21	23	100%	100%
Filiales intégrées globalement	10	24	10%	32%	0	0	0%	0%
Autres diligences et prestations directement liées à la mission du commissaire aux comptes								
E metteur	36	0	35%	0%	0	0	0%	0%
Filiales intégrées globalement	0	0	0%	0%	0	0	0%	0%
Sous-total	104	75	100%	100%	21	23	100%	100%
Autres prestations rendues par les réseaux aux filiales intégrées globalement								
Juridique, fiscal, social	0	0			0	0		
Autres	0	0			0	0		
Sous-total	0	0			0	0		
Total	104	75			21	23		