



**K2REAL**



Real Estate Partners  
Chartered Surveyors  
K2Real – Key to Real S.r.l.  
Via Lomazzo, 19  
20154 Milano  
Tel. +39 02 45471386  
Fax +39 02 45471387  
www.k2real.com



**BNP PARIBAS  
REAL ESTATE**

**Fondo "Estense Grande Distribuzione"  
Quattordicesima Valutazione Semestrale**

*RISERVATO*

**R.P. – Relazione di Progetto**

Data di Riferimento: 31/12/2009

Le informazioni contenute in questo documento sono di proprietà di K2Real e del destinatario del documento. Tali informazioni sono strettamente legate ai commenti orali che le hanno accompagnate. Copiare, pubblicare o distribuire il materiale contenuto in questo documento senza preventivo consenso di K2Real è proibito e può essere illegale.

## INDICE

<b>1. OGGETTO DI ANALISI</b>	<b>2</b>
1.1. Inquadramento generale	2
1.2. Distribuzione territoriale & location	4
<b>2. OVERVIEW DI MERCATO</b>	<b>6</b>
2.1. Il Mercato Retail in Italia	6
2.2. Il mercato della Grande Distribuzione Organizzata	9
2.3. Lo sviluppo dei Centri Commerciali in Italia	10
2.4. Considerazioni	11
<b>3. ANALISI DI VALUTAZIONE</b>	<b>12</b>
3.1. Finalità dell'analisi	12
3.2. Processo di analisi	13
3.3. Technicality di analisi & main assumptions	14
3.3.1. Technicality	14
3.3.2. Parametri di base & main assumptions	15
<b>4. RISULTANZE DELL'ANALISI</b>	<b>17</b>
4.1. Considerazioni sui Valori di Put, Call e Valore di Mercato.	17
4.2. Risultanze di Valutazione	17

.....  
Allegato – Modus operandi & Condizioni al contorno

## 1. OGGETTO DI ANALISI

### 1.1. Inquadramento generale

Il perimetro relativo ai beni immobili detenuti dal Fondo "Estense Grande Distribuzione" risulta, alla Data di Riferimento del 31/12/2009, costituito di num. 21 assets immobiliari di seguito individuati.

### Assets detenuti dal Fondo

Tavola C - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO "ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE" - Data Rif: 31/12/2009											
N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Sup. lorda totale [m <sup>2</sup> ]	Canone per mq di GLA [euro/mq/anno]	Redditività dei beni locati			Costo Storico [euro]	Ipoteche [euro]	Ulteriori informazioni
						Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
1	[BA-000011] Puglia_Andria (Ba) C.C. La Mongolfiera S.S. 170 Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	1999	19.100	60,00	Affitto (non std anni 25+6)	17/02/2029	Coop Estense Scarl	12.931.111,00	6.222.180	Immobile interamente locato
2	[BA-000012] Puglia_Bari Santa Caterina C.C. La Mongolfiera Via Santa Caterina 19 Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Galleria)	2003	14.491	337,00	Affitto (std commerciale anni 6+6)	24/10/2011	Tiziano Srl	41.815.000,00	-	Immobile interamente locato
3	[BA-000013] Puglia_Bari Jaspigia C.C. La Mongolfiera Via Isaacson 20 Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Galleria)	2007	8.651	281,00	Affitto (std commerciale anni 6+6)	11/12/2013	Coop Estense Scarl	41.590.000,00	17.480.000	Immobile interamente locato
4	[CH-000004] Abruzzo_Ortona (Ch) Ortona Centre c.da Santa Liberata Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Medie Superfici)	2001	5666	72,00	Affitto (std commerciale anni 6+6)	15/02/2011	Euclide Srl	6.900.000,00	5.320.000	Immobile interamente locato
5	[CH-000003] Abruzzo_Ortona (Ch) Ortona Centre c.da Santa Liberata Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Galleria)	2001	4.484	225,00	Affitto (non std 18anni 2 mesi + 6 anni)	01/04/2023	Iper Montebello Spa	12.200.000,00		Immobile interamente locato
6	[CH-000002] Abruzzo_Ortona (Ch) Ortona Centre c.da Santa Liberata Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	2001	11579	113,00	Affitto (non std anni 15+6)	01/04/2023	Iper Montebello Spa	17.200.000,00	8.257.366	Immobile interamente locato
7	[FE-000007] Emilia-Romagna_Ferrara C.C. Il Casello Via Negri 7 Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	1999	21.172	119,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	29.755.688,00	14.581.491	Immobile interamente locato
8	[FE-000008] Emilia-Romagna_Ferrara C.C. Le Mura Via Copparo 132/53 Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Galleria)	1996/1997	37.087	222,00	Affitto (non std anni 12+6)	16/06/2015	Prima Srl	29.166.667,00	14.561.055	Immobile interamente locato
9	[FE-000006] Emilia-Romagna_Ferrara C.C. Le Mura Via Copparo 132/53 Ubicazione: Area Extraurbana Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	1996/1997	35.138	114,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	17.410.889,00	9.190.191	Immobile interamente locato
10	[FE-000010] Emilia-Romagna_Bondeno (FE) C.C. I Sallci Via della Fornace 1 Ubicazione: Area Urbana Centrale Tipologia: Supermercato	commerciale (Supermercato)	1997	3.176	83,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	2.909.192,00	1.425.622	Immobile interamente locato
11	[MO-000006] Emilia-Romagna_Modena C.C. Grandemilla Via Emilia Ovest 1480 Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	1990	27.109	122,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	32.174.289,00	17.170.697	Immobile interamente locato
12	[MO-000007] Emilia-Romagna_Mirandola (MO) C.C. della Mirandola Via Agnini 37/3 Ubicazione: Area Semicentrale Tipologia: Centro Commerciale	commerciale (Ipermercato)	2000-2008	12.380,00	135,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	16.313.281,00	8.697.735	Immobile interamente locato
13	[MO-000008] Emilia-Romagna_Sassuolo (MO) Via Adda 71 Ubicazione: Area Urbana Centrale Tipologia: Supermercato	commerciale (Supermercato)	1980	5.931	92,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	5.836.935,00	3.138.404	Immobile interamente locato
14	[MO-000009] Emilia-Romagna_Modena Via Giardini 474/a Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Supermercato	commerciale (Supermercato)	1986	3.156	98,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	3.090.470,00	3.043.736	Immobile interamente locato
15	[MO-000010] Emilia-Romagna_Vignola (MO) C.C. I Ciliegi Via Di Mezzo 142 Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Supermercato	commerciale (Supermercato)	1990	4.089	139,00	Affitto (non std anni 25+6)	15/06/2028	Coop Estense Scarl	6.569.787,00	3.209.652	Immobile interamente locato

Tavola C - ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO "ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE" - Data Rif: 31/12/2009											
N.	Descrizione e Ubicazione	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Sup. lorda totale (mq)	Redditività dei beni locati				Costo Storico [euro]	Ipoteche [euro]	Ulteriori informazioni
					Canone per mq di GLA [euro/mq/anno]	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario			
16	[MO-000011] Emilia-Romagna_Furmigine (MO) Via Giardini 474/a Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Supermercato	commerciale (Supermercato)	1990	3.772	142,00	Affitto (non std anni 25+6)	26/09/2029	Coop Estense Scarl	5.978.000,00	1.612.489	Immobile interamente locato
17	[NA-000025] Campania_Pozzuoli (NA) Via Provinciale Campana 223 Ubicazione: Area Semicentro Tipologia: Capannone	commerciale (Vendita all'ingrosso)	2003	15.844	144,00	Affitto (non std anni 15+6)	28/12/2023	Metro Capania Spa	23.300.000,00	7.220.000	Immobile interamente locato
18	[PD-000025] Veneto_Campossampiero (PD) Via Stralleghe di Rustega, 15 Ubicazione: Area extra urbana Tipologia: Centro commerciale	commerciale (Centro commerciale)	2007/2008	24.097	101,00	Affitto (non std anni 15+6)	30/12/2009	Doss retail S.r.l.	27.272.727,00	-	Immobile interamente locato. Contratto di locazione relativa a Galleria e Medie superfici
					87,00	Affitto (non std anni 15+6)	30/12/2009	Lombardini Rezzato S.r.l.			Immobile interamente locato. Contratto di locazione relativa a Ipermercato
19	[RA-00009] Emilia-Romagna_Ravenna Via Felcinotti 20 Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Capannone	commerciale (Vendita all'ingrosso)	2001	5.544	95,00	Affitto (non std anni 15+6)	28/12/2023	Smaller Cash EtCarry Spa	6.600.000,00	3.800.000	Immobile interamente locato
20	[SP-000006] Liguria_La Spezia Via Valdilocchi Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Capannone	commerciale (Vendita all'ingrosso)	2002	4.616	133,00	Affitto (non std anni 15+6)	28/12/2023	Smaller Cash EtCarry Spa	8.100.000,00	4.180.000	Immobile interamente locato
21	[TO-000053] Piemonte_Rivoli (TO) Corso Francia Ubicazione: Area Periferica Tipologia: Capannone	commerciale (Ipermercato)	1973	8.838	120,00	Affitto (std commerciale anni 6+6)	30/03/2012	Billa Aktiengesellschaft	14.281.000,00	7.389.382	Immobile interamente locato

Il portafoglio immobiliare del Fondo "Estense Grande Distribuzione" è costituito da strutture commerciali di varia tipologia; in particolare risulta composto da num. 1 parco commerciale, num. 1 media superficie, num. 4 gallerie commerciali, num. 6 supermercati, num. 6 ipermercati e num. 3 strutture di vendita all'ingrosso, per una superficie commerciale complessiva (GLA-Gross Lettable Area) pari a oltre 200.000 mq ed una corrispondente superficie di vendita di circa 135.000 mq.

In considerazione delle caratteristiche dimensionali e tipologiche dei singoli asset che lo compongono, il portafoglio immobiliare in questione risulta così suddiviso:

- num. 3 strutture per l'esercizio di vendita all'ingrosso;
- num. 3 strutture indipendenti di dimensione inferiore ai 5.000 mq (di cui num. 2 supermercati e num. 1 ipermercato);
- num. 7 strutture inserite in Centri Commerciali ("C.C.") di estensione territoriale complessiva compresa tra 5.000 mq e 20.000 mq (di cui num. 5 supermercati, num. 1 galleria commerciale e num. 1 retail park-medie superfici);
- num. 7 strutture inserite in C.C. di estensione territoriale complessiva superiore a 20.000 mq (di cui num. 4 ipermercati e num. 3 gallerie commerciali);
- num. 1 struttura di estensione territoriale complessiva superiore a 20.000 mq (comprendente ipermercato, galleria commerciale e num. 3 medie superfici).

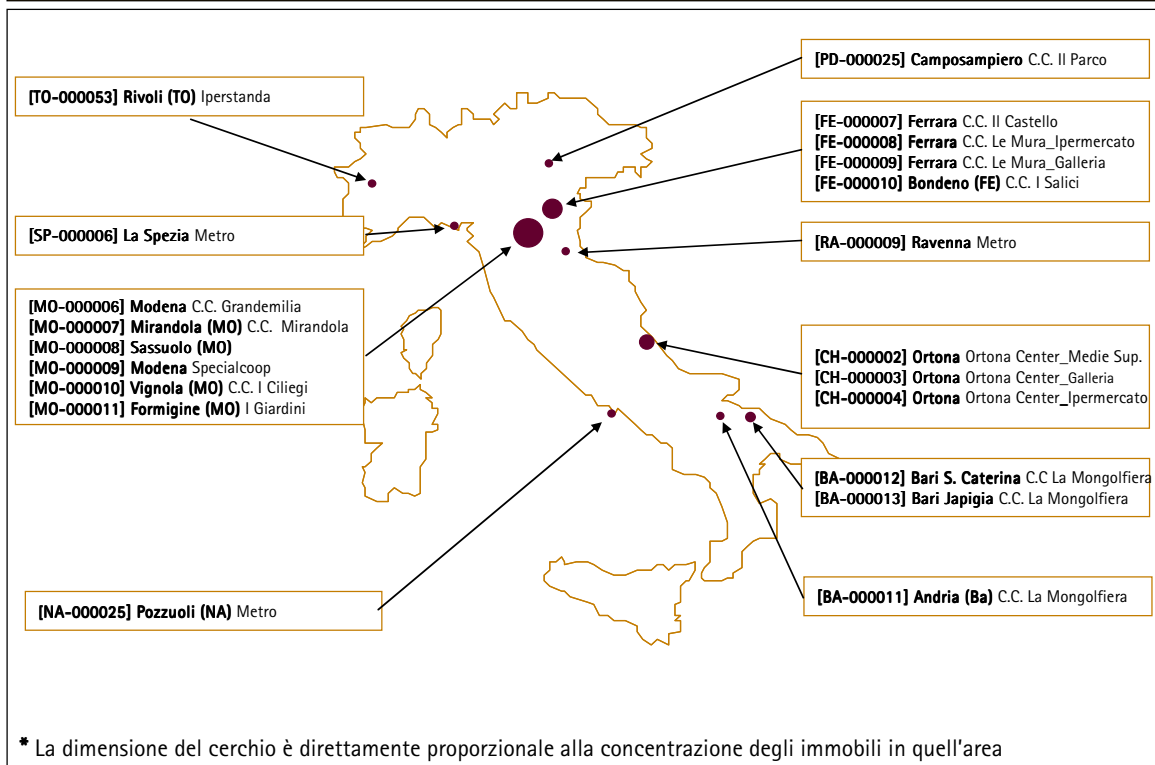
## 1.2. Distribuzione territoriale & location

Il Fondo "Estense Grande Distribuzione" è specializzato nel comparto della Grande Distribuzione Organizzata; l'asset class del Fondo predilige dunque assets immobiliari di tipologia commerciale.

L'asset allocation è contrassegnata da una prevalenza di immobili in Emilia-Romagna, nelle province di Ferrara (num. 6), Modena (num. 4) e Ravenna (num. 1); num. 3 immobili sono presenti in Puglia così come in Abruzzo; singoli asset sono infine locati in Veneto, Liguria, Piemonte e Campania.

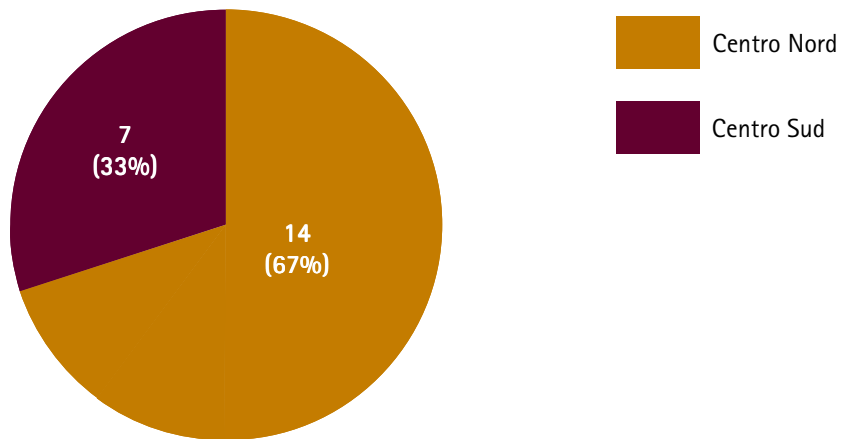
La localizzazione degli immobili facenti parte del portafoglio in oggetto rispecchia la loro precipua tipologia: le strutture per la vendita all'ingrosso si collocano in aree artigianali/produttive, i supermercati all'interno delle aree urbane mentre i centri commerciali sono localizzati in prevalenza in aree extra urbane.

### Porfolio overview – inquadramento geografico\*



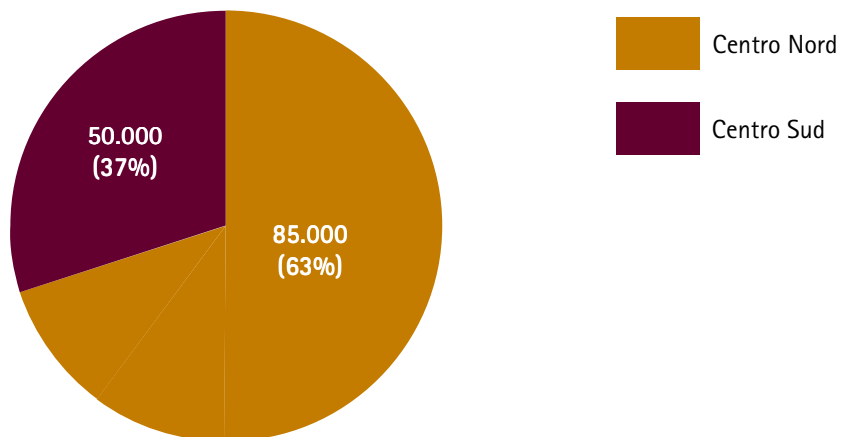
### Dislocazione geografica per numero

num.; per cento



### Dislocazione geografica per superficie di vendita [mq]

mq; per cento



## **2. OVERVIEW DI MERCATO<sup>1</sup>**

Considerata l'attuale congiuntura economica<sup>2</sup>, che si riflette sensibilmente sul mercato immobiliare sia italiano che internazionale, si è ritenuto utile analizzare il contesto generale del mercato immobiliare relativo al comparto commerciale italiano, estrapolando, per quanto possibile, i dati inerenti le specifiche realtà regionali di interesse, con riferimento al settore della grande distribuzione.

### **2.1. Il Mercato Retail in Italia**

Nel terzo trimestre 2009 il mercato degli investimenti immobiliari inerente il comparto commerciale in Italia registra un marcato decremento nel numero di transazioni normalizzate (NTN) arrivando a realizzare una diminuzione del tasso medio pari al -17,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La situazione risulta essere peggiore al Nord - 25,3% e meno pesante al Sud - 7,4%. Nel Centro il tasso tendenziale risulta intermedio e pari a - 12,8%. Per questo settore il calo del III trimestre 2009 rispetto all'analogo periodo del 2007 si aggira intorno al 28%.

La contrazione del credito, l'allontanamento degli investitori esteri e la lunga tempistica necessaria al completamento delle transazioni, continuano a concorrere nella riduzione del numero di transazioni.

Inoltre la stretta creditizia, in particolare, concorre a modificare sostanzialmente le caratteristiche degli acquirenti presenti sul mercato dove sono aumentati gli investitori con capitali propri, la cui domanda si focalizza su immobili ben locati, a scapito degli utilizzatori diretti.

Il mercato retail rimane debole con una crescita per questo anno ancora negativa. Nei primi otto mesi dell' anno gli operatori più piccoli del settore hanno continuato a subire un calo nelle vendite pari al 3,3%, nettamente maggiore rispetto ai rivenditori di larga scala che hanno diminuito le vendite solo dello 0,5%.

Il volume degli investimenti per il 2009 nel mercato retail sembra concludersi anche peggio rispetto al 2008, che si è comunque rilevato un anno abbastanza povero in tal senso. Questo secondo alcuni

---

<sup>1</sup> Elaborazioni K2Real su fonti:

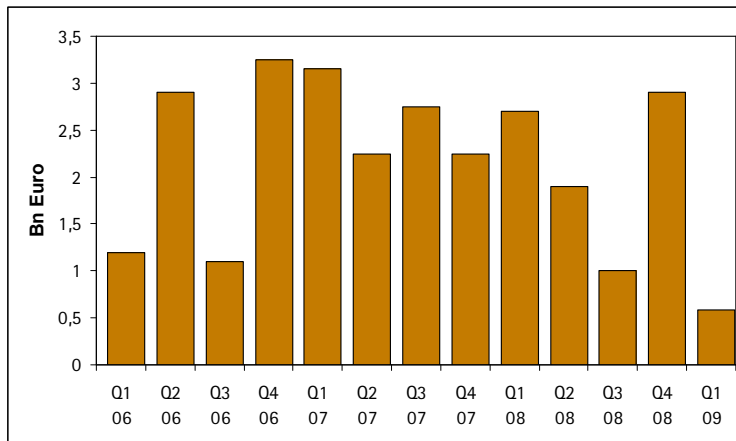
- Agenzia del Territorio, "Nota trimestrale" III trimestre 2009
- Nomisma, "Osservatorio Immobiliare 2009" I Semestre, 16 Luglio 2009
- Cushman & Wakefield, "Shopping Centre Development Report\_Europe" September 2009-07-20
- Cushman & Wakefield, "Italy Retail Snapshot" 3Q 2009
- CB Richard Ellis, "Market View\_Italy" 1Q 2009
- Grosvenor Research, "Italy Updated Report" March 2009

<sup>2</sup> La prima metà del 2009 ha visto gli effetti della crisi e della recessione globale tradursi nella caduta del livello di completamento dei centri commerciali in tutta Europa. Difatti il primo semestre 2009 ha visto pressappoco 3,1 milioni di mq introdotti nel mercato, quasi la metà rispetto allo stesso periodo nel 2008.

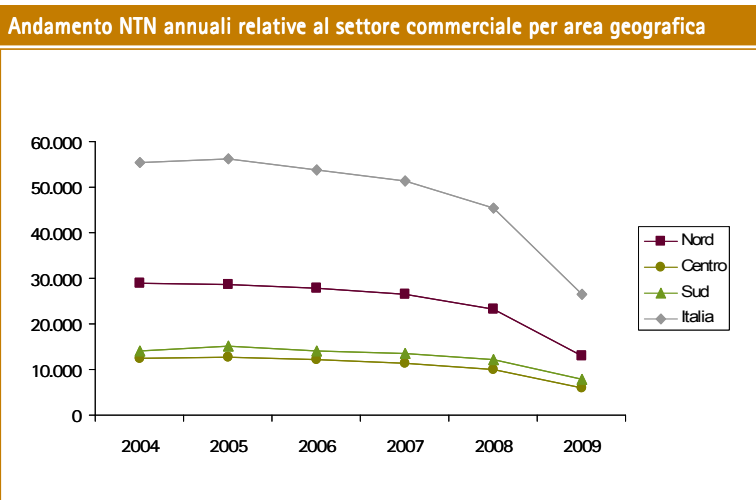
operatori sarebbe da riferire all'incertezza del mercato ed alla generale tendenza alla cautela più che ad effettive situazioni di contingente difficoltà. Gli effetti di tale congiuntura hanno ripercussioni negative in particolar modo nel Sud, a causa della decisione dei principali marchi internazionali di differire il loro ingresso in un mercato ancora fortemente arretrato rispetto al Nord.

Il terzo trimestre 2009 ha registrato approssimativamente 200 milioni di euro di investimenti, che includono però i 42 milioni pagati da Neinver, società europea leader nel mercato del real estate, per l'acquisizione dell'outlet di Castel Guelfo dalla ING Real Estate. Il livello dei rendimenti per i canoni prime sono rimasti uguali rispetto a quelli del trimestre precedente e sono in fase di stabilizzazione.

#### VOLUME DELLE TRANSAZIONI IMMOBILIARI IN ITALIA



#### VARIAZIONE NTN COMPARTO COMMERCIALE 2004/2008<sup>3</sup>



<sup>3</sup> NTN = Numero di transazioni normalizzate



NTN III TRIMESTRE 2009 SETTORE COMMERCIALE PRINCIPALI PROVINCE ITALIANE

	NTN III trim 09	NTN III trim 08	Variazione % NTN III trim 2009/III trim 2008
<b>Padova</b>	103	112	- 8%
<b>Genova</b>	111	132	- 15,8%
<b>Firenze</b>	159	197	- 19%
<b>Bologna</b>	95	152	- 37%
<b>Napoli</b>	320	341	- 6,4%
<b>Torino</b>	340	353	- 3,7%
<b>Roma</b>	620	653	- 5,1%
<b>Milano</b>	717	1.029	- 30,3%
<b>Italia</b>	2.465	2.969	

Benché la stretta creditizia abbia escluso dal mercato compratori con capitale di debito, si segnala la presenza di investitori quali fondi pensionistici, German Open-ended ed altri investitori istituzionali che, disponendo di capitale liquido, attendono il verificarsi di condizioni a loro congegnali per immetterlo nel mercato.

Il terzo trimestre ha portato un maggior ottimismo in vista dei prossimi mesi; i valori si stanno stabilizzando per le opportunità di migliore qualità. Recentemente si è registrata una limitata attività di investimento, nonostante ciò ci sono buoni segnali che la liquidità possa migliorare tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010, con più attività di investimento in soluzioni di piccole-medie dimensioni.

Lo sviluppo di centri commerciali continua ad evidenziare una frenata. Nel terzo trimestre il mercato ha registrato poche nuove aperture, tra le quali i 21.000 mq del Centro Verola vicino a Brescia e i 18.000 mq dell'Outlet Città Sant'Angelo vicino Pescara.

Il tasso di rendimento per le *prime location* nel terzo trimestre 2009 si stabilizza al 5% rimanendo quindi invariato rispetto a quello del secondo trimestre. In uno scenario di profonda incertezza le scelte degli investitori si orientano dunque verso le *prime location*, considerate meno rischiose.

Per quanto riguarda il settore delle locazioni, si è rilevato un leggero incremento della domanda nella prima metà del 2009 per i negozi di qualità e per le zone dove sono insediati i brand più eleganti e lussuosi.

Nei prossimi mesi si dovrebbe registrare un ulteriore smorzamento nelle locazioni soprattutto nelle città di media grandezza dove la domanda è crollata maggiormente rispetto a città come Roma o Milano. Per quanto riguarda i Centri Commerciali i commercianti stanno aspettando nell'impegnarsi con la locazione di nuovi spazi, visto l'affacciarsi sul mercato di alternative particolarmente competitive.

All'interno del mercato retail il settore dei magazzini continua ad essere il più debole, conseguenza di un'importante riduzione nelle vendite di prodotti voluminosi; questo ha comportato un aumento di progetti di rilocalizzazione alle attuali condizioni di mercato favorendo un più ampio e dinamico turnover nei contratti di affitto.

Le ripercussioni della congiuntura macroeconomica negativa, quindi, sono rilevabili principalmente nel mercato rallentamento dei progetti di rilocalizzazione ed, in misura ancora maggiore, di espansione.

Nel complesso si rileva un generalizzato incremento delle difficoltà di collocamento cui corrispondono, su scala nazionale, una dilatazione dei tempi medi di locazione, che superano rispettivamente 3 e 6 mesi, ed una sensibile crescita degli sconti medi sul prezzo richiesto.

## **2.2. Il mercato della Grande Distribuzione Organizzata**

Nel 2009 l'Italia ha visto confermato il trend positivo di accrescimento che l'ha caratterizzata negli ultimi cinque anni, e che ha portato al completamento nel solo Quarto Trimestre 2008 di 15 nuove strutture. La *pipeline* italiana sembra dunque non accusare la crisi; resta programmata la creazione di 3 milioni di mq nei prossimi anni, mentre si osserverà la messa in atto di progetti sostanzialmente differenti, passando dalla realizzazione di complessi di grandi dimensioni a progetti minori, per piccoli o medi centri commerciali situati in prossimità di città secondarie.

Inoltre si è già registrato un incremento del 3,4% relativamente ai mq di vendita ogni mille abitanti con un totale nazionale pari a 321,2 mq di cui 189,7 mq presenti nel settore alimentare e 131,5 mq

nel non alimentare ed un uguale tasso di accrescimento per entrambi. La distribuzione geografica è rimasta sostanzialmente invariata: l'area maggiormente dotata è il Nord-est con un valore complessivo pari a 419 mq ogni mille abitanti; seguita dall' area nord-occidentale con 392,7 mq per mille abitanti. Il meridione nonostante la scarsa entità della propria quota realizza però anche quest'anno i maggiori incrementi: insieme al Nord-Ovest supera infatti il tasso di accrescimento del 4%. La regione Val d'Aosta si piazza al primo posto con 595 mq totali ogni mille abitanti, a seguire Friuli Venezia Giulia (530 mq), Umbria (491 mq) e Veneto (447 mq).

Rimane comunque presente un profondo divario tra il Nord, che si attesta su standard europei, e il Sud, che risulta fortemente arretrato nonostante alcuni imprenditori abbiano iniziato a guardare a quest'area.

Il numero totale degli occupati nel settore delle attività commerciali è stimato in poco meno di 3 milioni 700 mila unità con una variazione positiva rispetto al 2001 pari al 4,7%. Al Nord si concentra oltre la metà degli occupati complessivi, a fronte di una quota pari a circa il 27% per il Mezzogiorno e del 21% per le zone centrali. Le regioni che occupano le prime posizioni sono la Lombardia con il 18,9% degli occupati dell' intero paese a cui fanno seguito il Lazio (9,3%) ed il Veneto (9,2%). Subito dopo Emilia-Romagna e Piemonte che superano l' 8%.

Ciò premesso i più ritengono reale il pericolo che, data la crisi dei consumi ed il ritmo con cui vengono completati i nuovi spazi, il quantitativo di nuove superfici immesso nel mercato non possa essere assorbito dalla domanda, portando ad una flessione dei canoni di locazione ed al fallimento di strutture non sufficientemente competitive.

Benché la perdita di valore sia ancora contenuta, si ritiene che la discesa dei valori debba esser considerato come segno di un profondo cambio di direzione del mercato italiano. Sia il Centro che il Sud dove, mancando l'effetto cannibalizzazione, non si registrano valori altrettanto negativi, muovono verso una condizione profondamente critica esistendo in queste aree tutte le premesse per una contrazione dei consumi molto più forte che al Nord.

### **2.3. Lo sviluppo dei Centri Commerciali in Italia**

Nonostante lo sviluppo di Centri Commerciali si sia notevolmente rallentato, l'Italia rimane presente nella parte alta della classifica dei paesi europei più attivi nell'attività di sviluppo. Nell'Europa dell'Ovest, l'Italia ha registrato il più alto numero di nuovi centri introdotti nel mercato. In totale sono 18 le strutture aperte, aggiungendo così 370.000 mq al mercato. In linea con il 2008, non sono stati completati progetti a larga scala mentre è stato il numero di progetti di medio taglio che

ha contribuito al raggiungimento di un importante livello di completamento. L'attività di sviluppo nell'Europa del mediterraneo è stata tipicamente forte, con l'Italia che ha visto incrementare del 3,1% la propria fornitura.

## **2.4. Considerazioni**

Nonostante gli scenari non particolarmente ottimistici descritti nei paragrafi precedenti, non si può invero prescindere dalla considerazione che il patrimonio immobiliare oggetto di analisi è costituito, per una parte consistente, da strutture commerciali ubicate in regioni e province con propensioni alle attività commerciali in generale, e al consumo in particolare, superiori alla media nazionale<sup>4</sup>.

Se si considerano infatti le regioni di interesse, in relazione al numero di occupati nel settore commerciale sul totale nazionale, il Veneto si colloca al 3° posto (9,2%), l'Emilia-Romagna al 4° posto (8,4%), il Piemonte al 5° (8,2%), seguito dalla Campania (7,0%) e dalla Puglia (5,3%), rispettivamente al 7° e 9° posto.

Valori marcatamente inferiori collocano invece la Liguria al 10° posto (2,9%) ed infine l'Abruzzo in 15ª posizione (1,9%).

Al contempo, in considerazione della spesa pro capite, la graduatoria rispetto alla media nazionale vede emergere esclusivamente le regioni più settentrionali: infatti l'Emilia-Romagna rimane tra le prime posizioni allineandosi al 3° posto (Euro18.432) con la Liguria a seguire al 4°(Euro 18.018); a metà della graduatoria si collocano invece Veneto in 8ª posizione (Euro 16.969), il Piemonte in 9ª posizione (Euro 16.862) e l' Abruzzo in 13ª (Euro 13.151), mentre Puglia e Campania risultano relegate rispettivamente al 16° (Euro 11.891) e 17° (Euro 11.485) posto.

---

<sup>4</sup> Fonte: Osservatorio Nazionale del Commercio

### 3. ANALISI DI VALUTAZIONE

#### 3.1. Finalità dell'analisi

Con riferimento a ciascuno dei num. 21 assets immobiliari individuati, che costituiscono il patrimonio immobiliare detenuto dal Fondo "Estense Grande Distribuzione" alla Data di Riferimento del 31/12/2009, considerati su base "AbyA - Asset by Asset" (i.e. considerando ciascuno degli assets - nel caso di specie complesso immobiliare, fabbricato cielo-terra, o porzione immobiliare - individualmente quale autonoma entità), l'analisi di valutazione è stata finalizzata alla determinazione del **"FV-Fair Value (as is)"** equiparato al **"MV-Market Value"**<sup>5</sup>, laddove con tale accezione sia da intendersi il più probabile prezzo di trasferimento dell'asset immobiliare nello stato di fatto e di diritto in cui si trova ("as is"), ove per "stato di fatto e di diritto" siano da intendersi, congiuntamente, lo stato di conservazione e le condizioni di manutenzione, le condizioni al contorno e la situazione urbanistica ["stato di fatto"] nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene ["stato di diritto"] - ciascun fattore come verificato e/o secondo assunzione alla Data di Riferimento dell'analisi.

Nella market practice adottata da K2Real, il GIV-Giudizio Integrato di Valore ed, in quanto tale, per il caso di specie il "FV-Fair Value (as is)" è determinato con riferimento alle seguenti assunzioni:

- carattere di "ordinarietà delle controparti" (acquirente e venditore), laddove per "ordinario" sia da intendersi l'operatore di medie capacità economiche, strategiche ed intellettive, tali da non inverare elementi pregiudizievoli ai fini della libera conclusione della trattativa, e dotato di ragionevole consapevolezza e conoscenza riguardo alla natura ed alle caratteristiche precipue del bene oggetto di trattativa, al suo utilizzo attuale/potenziale ed allo stato del libero mercato alla Data di Riferimento;
- "libera determinazione delle controparti" alla conclusione del contratto, senza alcuna restrizione della capacità di intendere e di volere ne' alcun condizionamento coercitivo della libera volontà;
- carattere di "ordinarietà della trattativa" che espressamente escluda speciali termini contrattuali o circostanze, quali finanziamenti atipici, accordi di retrolocazione, corrispettivi o concessioni particolari ottenute da soggetti coinvolti nella compravendita;

---

<sup>5</sup> vedi: RICS Valuation Standards (Red Book) - Italian Edition 6 v02 2008; nelle precedenti edizioni altresì definito come OMV-Open Market Value.

- ipotesi che l'asset immobiliare sia offerto sul libero mercato per un periodo ritenuto ragionevolmente sufficiente alla manifestazione di interesse ad opera di una controparte (interesse all'acquisto, qualora l'asset sia offerto in vendita e/o interesse alla locazione qualora l'asset sia offerto in locazione).

### **3.2. Processo di analisi**

Al fine di implementare/aggiornare l'analisi di valutazione per gli asset oggetto di analisi per la Valutazione semestrale alla Data di Riferimento del 31/12/2009, è stata effettuata una "full analysis", laddove secondo tale accezione sia da intendersi un'analisi di valutazione completa ed inclusiva di technical&site inspection (sopralluogo tecnico ispettivo di dettaglio, sia esterno che interno), elaborata pertanto basandosi sia sui dati di input contenuti nella documentazione fornita dal Cliente (o da chi per esso), sia sul know-how relativo alla prassi estimativa e sui dati parametrici rilevati dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare, sia, e in prima istanza, sui dati di dettaglio rilevati in situ (location e contesto urbano / consistenza / dotazione impiantistica / stato di conservazione / condizioni di manutenzione / analisi urbanistica / indagine di dettaglio del mercato locale ed ogni altra e qualsivoglia informazione necessaria allo sviluppo dell'analisi), oltre che su quelli eventualmente disponibili, alla Data di Riferimento, in seno al database di comparables K2R.

Con riferimento all'attività di sopralluogo tecnico-ispettivo, sono stati condotti sopralluoghi negli assets di Rivoli e Ferrara\_Le Mura (assets interessati da interventi di ristrutturazione/adeguamento impiantistico) oltre che di Camposampiero (asset oggetto di nuova acquisizione), nel periodo compreso tra il 10 e il 15 dicembre 2009; per il resto degli assets si fa esplicito riferimento a quanto rilevato in sede di semestrale precedente.

In sede di sopralluogo la grande maggioranza delle aree e dei locali dei fabbricati, ivi compresi i locali tecnici ove possibile, sono stati visionati.

Per quanto attiene, in particolare, i dati di consistenza, questi sono stati acquisiti direttamente dal Fondo, ad eccezione dell'asset di Camposampiero, per il quale le consistenze sono state determinate direttamente, mediante computo grafico degli elaborati grafici su supporto informatico (.dwg), parimenti forniti dal Fondo.

L'analisi di mercato condotta a livello locale ha avuto la finalità di individuare valori (canoni di locazione e prezzi di vendita) del mercato immobiliare proprio delle specifiche zone in cui si

collocano gli assets in questione, oltre ai principali driver di mercato caratteristici delle diverse aree (trend di variazione nei valori di mercato, tempi di locazione e di compravendita, et al.).

### **3.3. Technicality di analisi & main assumptions**

Meglio precisate, come sopra, le modalità di esecuzione delle attività operative connesse all'analisi di valutazione finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value (as is), vengono nel seguito illustrati i criteri di analisi, le note metodologiche e le assumptions precipue che vi sottendono.

#### **3.3.1. Technicality**

In sede di analisi sono stati applicati principi e criteri generalmente accettati nella prassi estimativa, e riconosciuti dalle direttive di carattere generale stabilite dalla Banca d'Italia in materia di valutazione di beni oggetto di investimento da parte di Fondi Immobiliari, conformandosi, nella fattispecie, alle guidelines che sottendono gli standard internazionali IFRS, ASA, e RICS, con particolare riferimento ai principi enunciati in seno al "RICS Valuation Standards – Italian Edition 6 v02 2008", facendo ricorso alle technicalities qui di seguito illustrate.

**"Financial Approach" (Approccio Finanziario)** – prende in considerazione l'approccio metodologico della DCF-Discounted Cash Flow Analysis con TV-Terminal Value, che si basa su:

- determinazione, per il periodo di tempo ritenuto più opportuno, dei futuri redditi derivanti dalla locazione e/o alienazione (ivi compreso TV-Terminal Value) dell'asset immobiliare, in tutto o in parte (per comparto e/o singola entità che lo costituisca: fabbricato cielo-terra, porzione di fabbricato, unità immobiliare, lotto di terreno);
- determinazione degli operating costs (assicurazione, property management, imposta di registro su locazione, ICI, manutenzione) e degli eventuali capex (costi eventuali di valorizzazione, riqualificazione e/o riconversione funzionale, quali ad esempio demolizione, ricostruzione, nuova edificazione, ristrutturazione, risanamento conservativo, ...);
- calcolo degli UFCF-Unlevered Free Cash Flows pre-tax;
- attualizzazione, alla Data di Riferimento dell'analisi, dei flussi di cassa.

**"Sales Comparison Approach" (Approccio Comparativo)** – basato sul confronto fra ciascun asset immobiliare ed altri beni con esso comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali.

Si utilizzano, nella fattispecie, moduli di comparazione ad "adjustment factors", al fine della comparabilità di variabili quali: dimensione, location, tipologia costruttiva, standard qualitativo, standing, pertinenze, affaccio, vista, esposizione, stato di conservazione, condizioni di manutenzione, dotazioni impiantistiche, infrastrutturazione del contesto, condizioni precipue di compravendita, et al.

Ai fini della determinazione del "GIV-Giudizio Integrato di Valore", le technicalities di analisi sopra illustrate sono state applicate in funzione delle necessità dell'analisi stessa, come si evince dai relativi appraisal forms e come meglio specificato negli analytical reports, redatti per ciascun asset immobiliare oggetto di analisi.

### ***3.3.2. Parametri di base & main assumptions***

Per le analisi di cui all'approccio finanziario della DCF-Discounted Cash Flow Analysis, si considerino le seguenti assunzioni poste alla base dell'analisi stessa.

- (i) proiezioni effettuate a valori nominali;
- (ii) tasso di inflazione assunto quale media geometrica tra l'inflazione storica e programmata su di un periodo di 10 anni (dati storici F.O.I. registrati negli ultimi 5 anni e dati programmati per i prossimi 5 anni);
- (iii) previsione di un aumento dei valori e canoni di mercato in linea con l'inflazione;
- (iv) rivalutazione annua dei redditi da locazione in essere in base alla normativa in materia vigente, i.e. al 75% dell'Indice ISTAT relativo ai prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati;
- (v) adozione di percentuale di vacancy & credit loss variabile in funzione della possibilità di rinnovo degli eventuali contratti a terzi in essere e/o dei tempi di assorbimento da parte del mercato di riferimento, tenendo conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento stesso;
- (vi) stima dei costi di property management, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale dei ricavi lordi potenziali da locazione;
- (vii) dato reale dei costi di assicurazione degli assets, direttamente fornito dal Cliente;



- (viii)** dato reale delle manutenzioni straordinarie, direttamente fornito dal Cliente;
  
- (ix)** stima dell'imposta di registro su locazione dovuta a seguito del regime impositivo-fiscale ex. L. 248/2006 di conversione del D.L. 223/2006, assumendo convenzionalmente la ripartizione dell'aliquota dovuta (1%) in ragione del 50% tra Locatore e Locatario;
  
- (x)** dato reale dell'importo ICI, direttamente fornito dal Cliente.

## **4. RISULTANZE DELL'ANALISI**

### **4.1. Considerazioni sui Valori di Put, Call e Valore di Mercato.**

In ambito valutativo il FV-Fair Value degli assets è stato stimato prescindendo dalle relative opzioni di Put e Call gravanti sugli stessi, secondo gli assunti e le technicalities di cui ai paragrafi che precedono.

Il valore così determinato è stato quindi relazionato con il valore delle opzioni dell'anno di riferimento (anno 2009). In particolare, il valore di Put risulta predeterminato in seno all'Accordo Quadro, mentre il valore di Call è stato determinato di anno in anno, incrementando il prezzo iniziale di ciascun asset in funzione dell'indice ISTAT annuale, rispettivamente in ragione dell'80% nel caso di Coop e del 100% nel caso di Iper Montebello; per quanto riguarda l'asset di Camposampiero, entrambi i valori di Put<sup>6</sup> e di Call risultano predeterminati in seno all'Accordo Quadro sulla base del canone di locazione dovuto per il 2013, incluso l'adeguamento Istat previsto nella misura del 100%.

Pertanto, una volta individuati gli importi di Call e/o di Put relativi a ciascun asset, questi sono stati successivamente confrontati con i relativi FV-Fair Value determinati in sede di valutazione, analizzando, in particolare, l'eventuale convenienza dei soggetti ad avvalersi dei relativi diritti di Call e/o Put qualora il FV-Fair Value risultasse rispettivamente superiore o inferiore ai relativi importi di acquisto/vendita.

### **4.2. Risultanze di Valutazione**

Attraverso i modelli di analisi e le technicalities di valutazione su-anzi descritti, e fatti salvi i relativi parametri di base e main assumptions come illustrati al precedente capitolo, si è giunti all'espressione di un GIV-Giudizio Integrato di Valore ("FV-Fair Value *(as is)*") per ciascuno degli assets detenuti dal Fondo "Estense Grande Distribuzione", alla Data di Riferimento del 31/12/2009.

---

<sup>6</sup> Riferito alla "Seconda opzione di Put", in quanto la "Prima opzione di put", ai fini valutativi è stata assimilata ad una clausola risolutiva del contratto di acquisto

Rimandando agli analytical reports per il dettaglio e le considerazioni specifiche a livello di ogni singolo asset, viene nel seguito allegata la tabella di R.V.-Riepilogo Valori che esprime, a seconda dei casi, il rispettivo Valore di Put o di Call o di FV sulla base dell'assunto più prudentiale.

### R.V.-Riepilogo Valori alla Data di Riferimento del 31/12/2009

Fondo "Estense Grande Distribuzione"	Valutazione sem. – Data Rif. 31/12/2009
BA-000011_ANDRIA (BA), C.C. La Mongolfiera Ipermercato	<b>Euro 14.211.241,00</b> (euro quattordicimilioniduecentoundicimiladuecentoquarantuno virgola zero zero)
BA-000012_BARI, C.C. La Mongolfiera, Santa Caterina Galleria Commerciale	<b>Euro 46.000.000,00</b> (euro quarantaseimilioni virgola zero zero)
BA-000013_BARI, C.C. La Mongolfiera, Japigia Galleria Commerciale	<b>Euro 38.300.000,00</b> (euro trentottomilionitrecentomila virgola zero zero)
CH-000002_ORTONA, Ortona Centre Ipermercato	<b>Euro 17.372.000,00</b> (euro diciassettemilionitrecentosettantaduemila virgola zero zero)
CH-000003_ORTONA, Ortona Centre Galleria Commerciale	<b>Euro 12.322.000,00</b> (euro dodicimilionitrecentoventiduemila virgola zero zero)
CH-000004_ORTONA, Ortona Centre Medie Superfici	<b>Euro 6.150.000,00</b> (euro seimilionicentocinquantamila virgola zero zero)
FE-000007_FERRARA, C.C. Il Castello Ipermercato	<b>Euro 32.752.042,00</b> (euro trentaduemilionisettecentocinquantaduemilaquarantadue virgola zero zero)
FE-000008_FERRARA, C.C. Le Mura Ipermercato	<b>Euro 19.164.140,00</b> (euro diciannovemilionicentosessantaquattromilacentoquaranta virgola zero zero)
FE-000009_FERRARA, C.C. Le Mura Galleria Commerciale	<b>Euro 35.900.000,00</b> (euro trentacinquemilioninovecentomila virgola zero zero)
FE-000010_BONDENO (FE) C.C. I Salici Supermercato	<b>Euro 3.202.143,00</b> (euro tremilioniduecentoduemilacentoquarantatre virgola zero zero)
MO-000006_MODENA, C.C. Grendemia Ipermercato	<b>Euro 35.414.193,00</b> (euro trentacinquemilioniquattrocentoquattordicimilacentonovantatre virgola zero zero)
MO-000007_MIRANDOLA (MO), C.C. Mirandola Ipermercato	<b>Euro 21.092.016,00</b> (euro ventunomilioninovantaduemilasedici virgola zero zero)

MO-000008_SASSUOLO (MO) Supermercato	<b>Euro 6.424.705,00</b> (euro semilioniquattrocentoventiquattromilasettecentocinque virgola zero zero)
MO-000009_MODENA, Specialcoop Supermercato	<b>Euro 3.401.676,00</b> (euro tremilioniquattrocentounomilaseicentostantasei virgola zero zero)
MO-000010_VIGNOLA (MO), C.C. I Ciliegi Supermercato	<b>Euro 7.231.355,00</b> (euro settemilioniduecentotrentunomilatrecentocinquantacinque virgola zero zero)
MO-000011_FORMIGINE (MO), I Giardini Supermercato	<b>Euro 6.579.976,00</b> (euro seimilionicinquecentostantanovemilanovecentostantasei virgola zero zero)
NA-000025_POZZUOLI (NA), Ipermercato	<b>Euro 24.000.000,00</b> (euro ventiquattromilioni virgola zero zero)
PD-000025_CAMPOSAMPIERO (PD), Centro commerciale	<b>Euro 28.209.196,00</b> (euro ventottomilioniduecentonovemilacentonovantasei virgola zero zero)
RA-000009_RAVENNA Supermercato	<b>Euro 7.600.000,00</b> (euro settemilioniseicentomila virgola zero zero)
SP-000006_LA SPEZIA Supermercato	<b>Euro 9.200.000,00</b> (euro novemilioniduecentomila virgola zero zero)
TO-000053_RIVOLI (TO), Iperstanda Ipermercato	<b>Euro 14.200.000,00</b> (euro quattordicimilioniduecentomila virgola zero zero)
<b>TOTALE PATRIMONIO IMMOBILIARE</b> <b>Detenuto dal Fondo "Estense Grande Distribuzione"</b> <b>alla Data di Riferimento</b>	<b>Euro 388.726.683</b> (euro trecentottantottomilionisettecetoventiseimilaseicentottantatre virgola zero zero)

.....  
*Tutto quanto sopra premesso e considerato, fatto espresso riferimento ai parametri di base & main assumptions, così come illustrati all'omonimo paragrafo, e fatte altresì salve le condizioni al contorno e disclaimers di cui agli allegati che costituiscono parte integrante del presente documento, si ritiene ragionevole che il più probabile prezzo di trasferimento di ciascuno degli assets immobiliari di cui al patrimonio immobiliare detenuto dal Fondo "Estense Grande Distribuzione" in questione, nello stato di fatto e di diritto in cui si trova alla Data di Riferimento e sulla base della documentazione fornitaci, corrisponda ai valori espressi.*

In fede.

K2REAL – Key to Real  
Real Estate Partners  
Chartered Surveyors



Tania Garuti – MRICS  
Managing Partner

## **ALLEGATO – MODUS OPERANDI & CONDIZIONI AL CONTORNO**

---

- 1 K2Real ha indicato espressamente la Data di Riferimento alla quale sono riferiti i giudizi di valore raggiunti. Il giudizio di valore espresso è basato sulle condizioni di mercato e sul potere d'acquisto della moneta alla Data di Riferimento, nonché sulla situazione urbanistica, come verificata e/o secondo assunzione, alla medesima data.
- 2 K2Real non ha proceduto al *rilievo metrico in situ* finalizzato alla verifica delle aree e delle dimensioni degli assets immobiliari oggetto della presente analisi.
- 3 K2Real non ha eseguito alcuna indagine ambientale, ma ha ipotizzato, ai fini valutativi, la conformità degli assets immobiliari in questione a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia. K2Real inoltre, ha assunto che la parte proprietaria dei beni rispetti le regolamentazioni in materia ambientale e sia titolare di tutti i permessi, le concessioni rilevanti ai fini della presente analisi o che, in ogni caso, possa ottenerli e/o rinnovarli.
- 4 L'analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l'esame dell'impatto ambientale derivante da sostanze pericolose (amianto, formaldeide, rifiuti tossici, ecc.) o potenzialmente tali, o il danno strutturale e le contaminazioni derivanti dagli effetti di terremoti.
- 5 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito verifiche circa la compatibilità degli assets immobiliari con le prescrizioni vigenti in materia di accessibilità dei luoghi di lavoro alle persone disabili.
- 6 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito alcuna analisi del suolo, né analizzato i diritti di proprietà e sfruttamento dei gas e dei minerali presenti nel sottosuolo.
- 7 I valori espressi non comprendono l'IVA e non sono stati considerati i costi, ivi compresi quelli fiscali, potenzialmente connessi alla vendita e/o alla acquisizione degli assets immobiliari.
- 8 K2Real, ai fini valutativi, ha presupposto che il diritto di proprietà sia valido ed efficace, esercitato nell'ambito dei confini e pienamente trasferibile, che non esista violazione del diritto di proprietà altrui né sconfinamento e che non esista alcuna ipoteca che non possa essere cancellata attraverso procedure ordinarie.