

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE



RELAZIONE DI STIMA

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE “ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE”

VALUTAZIONE AL 31 DICEMBRE 2015

SEDE LEGALE: PIAZZA FRANCESCO MOROSINI, 12 – 00136 ROMA
SEDE OPERATIVA: GALLERIA PASSARELLA 1 – 20122 MILANO – TEL. 02/36564523 – FAX 02/36564791
VIA LIEGI, 14 – 00198 ROMA – TEL. 06/8558802 R.A. – FAX 06/84241536
VIA BERTINI, 3/A – 20154 MILANO - TEL. 02/33100705 – FAX 02/33103099

Indice

1.	Premessa	2
2.	Andamento del mercato immobiliare	3
3.	Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione	16
4.	Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili	18
5.	Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate	20
6.	Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi	21
7.	Limiti della presente relazione	22
8.	Conclusioni	23

TUTTI I DIRITTI RISERVATI - l'utilizzo da parte di terzi delle informazioni, dei dati, delle analisi e delle valutazioni contenuti in questo documento è soggetto ad autorizzazione scritta da parte di Scenari Immobiliari.

Spettabile

BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy SGR P.A.

Via Carlo Bo, 11

20143 Milano

Italy

Milano, 18 febbraio 2016

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto da **BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy SGR P.A.**, di cui si allega al presente documento copia conforme, *Scenari Immobiliari*, in qualità di Esperto indipendente, ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni con l'obiettivo di determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 31 dicembre 2015, dei seguenti asset facente parte del Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso denominato "Estense Grande Distribuzione":

n	Denominazione Immobile	Città	indirizzo	GLA tot (mq)
1	Galleria Commerciale "Ortona Center"	Ortona	Contrada Santa Liberata	4.155
2	Ortona Retail Park	Ortona	Contrada Santa Liberata	5.719
3	Santa Caterina "Mongolfiera"	Bari	loc. Santa Caterina	8.938
4	Japigia "Mongolfiera"	Bari	via Toscanini, via Loiacono	8.205
5	Conad	Rivoli	Corso Francia 175	8.838
6	Metro Cash & Carry	Pozzuoli	via Campana 223	14.261
7	Metro Cash & Carry	Ravenna	via Pacinotti 20	5.544

2. Andamento del mercato immobiliare

Nelle pagine seguenti si riporta in forma sintetica l'analisi sull'andamento del mercato immobiliare italiano con una premessa sullo scenario internazionale.

Per l'approfondimento relativo alla congiuntura nei mercati locali, si rimanda agli allegati relativi ai singoli immobili.

Lo scenario internazionale

L'andamento dell'attività economica mondiale continua a essere disomogeneo. Nel corso del 2015 si è assistito a un consolidamento della ripresa in gran parte delle economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro, in particolare Stati Uniti e Regno Unito. La crescita è rimasta debole nell'Unione europea, con un trend differenziato nelle diverse regioni, attribuibile in parte al diverso impatto della correzione dei prezzi delle materie prime su esportazioni e importazioni.

In Russia è in corso una profonda recessione e in Brasile prosegue la fase di debolezza. Al contrario i Paesi dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area euro mostrano una buona tenuta. La decisa contrazione del prodotto interno lordo in Russia e Brasile ha comportato una revisione al ribasso delle proiezioni economiche a breve termine da parte del Fondo monetario internazionale. La correzione è marginale per le economie avanzate, più decisa per quelle emergenti. Per il 2016 è prevista una lieve accelerazione, anche se permangono alcuni elementi di rischio, associati a un rallentamento più forte in Cina e alle tensioni che potrebbero scaturire dall'avvio della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti.

Nell'area euro la ripresa economica si è gradualmente rafforzata, benché a un ritmo inferiore rispetto alle previsioni. Il basso livello dei corsi petroliferi dovrebbe sostenere il reddito disponibile reale, rafforzando i consumi privati e la redditività delle imprese. Inoltre, l'orientamento accomodante di politica monetaria dovrebbe contribuire ad allentare ulteriormente le condizioni di finanziamento, stimolando gli investimenti. Permangono elementi di rischio, legati soprattutto al rallentamento delle economie emergenti, che grava sulla crescita mondiale e quindi sulle esportazioni dell'area euro. Le proiezioni macroeconomiche indicano un aumento del prodotto interno lordo intorno all'1,7 per cento nel 2016.

L'incertezza dello scenario economico globale ha un impatto limitato sui mercati immobiliari, poiché la ripresa ha preso forza nella maggior parte delle aree geografiche. Il forte aumento della liquidità, accompagnato dai bassi tassi di interesse e dalla presenza di un ampio numero di opportunità di investimento a prezzi ribassati rispetto al passato, hanno garantito un'inversione di tendenza in molti mercati, con un'evoluzione positiva dei principali parametri. La ripresa dovrebbe rafforzarsi nel corso del 2016.

Il settore immobiliare **residenziale** è in crescita nella maggior parte dei mercati. Le previsioni per il 2016 sono di un aumento graduale e costante delle compravendite,

guidate dal diffuso andamento positivo dell'usato, che rappresenta oltre due terzi degli scambi. In costante crescita il volume di mutui, mentre i prezzi medi dovrebbero aver raggiunto la fase più bassa del ciclo.

Anche se lo scenario economico europeo è ancora incerto, il mercato degli **uffici** è in crescita ed è caratterizzato da un maggiore equilibrio, con aumento della domanda e dell'assorbimento nelle principali città, come Londra e Parigi, ma anche in quelle più importanti dell'Europa del sud. La vacancy rate si aggira intorno al 10,5 per cento, con previsione di ulteriori flessioni nel prossimo biennio, anche se permangono forti differenze tra fasce di mercato. Il principale ostacolo ad uno sviluppo più rapido e consistente dei mercati è rappresentato dalla diffusa carenza di offerta di prodotti di qualità, visto che nelle top location la vacancy rate è spesso pari a zero.

Il comparto **industriale** è in fase di miglioramento nella maggior parte dei Paesi europei, grazie all'aumento della domanda innescato dalla crescita della produzione industriale. Tra i settori a maggiore potenziale di sviluppo c'è la logistica, guidata dall'e-commerce e dalla distribuzione, anche se l'assorbimento è ancora limitato a causa della scarsa offerta di spazi di alto livello nelle città più importanti. La vacancy rate in Europa è a livelli storicamente bassi, soprattutto per gli spazi di grandi dimensioni. Ciò nonostante, l'attività edilizia speculativa è ancora modesta, rappresentando meno del dieci per cento delle costruzioni totali. Fa eccezione il Regno Unito, dove l'attività edilizia è elevata per rispondere ad una domanda in costante crescita a fronte di una forte carenza di offerta.

I consumi stentano a riprendere, con un impatto negativo sul mercato **commerciale**, che mantiene un andamento a doppia velocità. Da un lato i brand di successo hanno una strategia di espansione aggressiva, aprendo nuovi punti vendita in un numero sempre più vasto di città e ristrutturando e ampliando quelli esistenti. Dall'altro stenta a crescere la domanda da parte delle società di medio livello, la cui strategia continua a essere guidata da una logica di razionalizzazione degli spazi e contenimento dei costi. Il divario è ampio anche tra città, con una sempre maggiore polarizzazione della domanda nelle metropoli più importanti, mentre le città di piccole dimensioni sono ostacolate da una crescita economica debole e dalla difficoltà di attirare le società internazionali. Le quotazioni sono in aumento nelle top location, stabili nelle zone di medio livello. I mercati dell'Europa del sud, maggiormente penalizzati nel periodo recessivo, sono in fase di ripresa.

Lo scenario italiano

Nel corso del 2015 il mercato immobiliare italiano ha invertito il ciclo negativo degli ultimi anni e chiude con una crescita complessiva del fatturato del 3,7 per cento.

Il miglior clima economico e una leggera riduzione della disoccupazione hanno aiutato il trend positivo, che comunque si innesca su un generale movimento positivo dei mercati immobiliari a livello globale.

Anzi, paradossalmente, il mercato è cresciuto meno di quanto avrebbe potuto, a causa della "tiepidezza" degli investitori, sia famiglie che operatori professionali.

Il peso fiscale rimane alto, anche se la cancellazione dell'Imu e della Tasi sulla prima casa a fine anno hanno migliorato le aspettative delle famiglie. Le banche hanno ripreso ad erogare mutui, soprattutto nella seconda parte dell'anno, e questo pone le prospettive per un miglior andamento nel 2016.

Anche le imprese hanno migliorato i propri bilanci e, grazie anche al Job act, hanno ripreso ad assumere e questo aiuta sia il mercato residenziale che quello degli uffici. L'Italia resta nel mirino degli investitori immobiliari mondiali e gli acquisti realizzati (direttamente o tramite fondi) sono a livelli pre-crisi.

Le principali società del real estate si sono riposizionate nel corso dell'anno, sia verso la Borsa (con le Siiq) che con profondi cambiamenti organizzativi e societari. Nel complesso si sono irrobustite per affrontare le sfide dei prossimi anni.

Profonde innovazioni anche in sede di prodotto, soprattutto nei comparti non residenziali, dagli uffici al commerciale. La ripresa sta premiando l'innovazione di prodotto e di servizio e si amplia sempre più il gap tra vecchio e nuovo, con ampia preferenza verso il secondo.

FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO (Mln di euro - Valori nominali)

Settore	2015	Var % 2015/2014	
Residenziale	84.000	3,7	
Alberghiero	2.100	10,5	
Terziario/uffici	6.200	3,3	
Industriale	4.200	3,7	
	<i>di cui produttivo/ artigianale</i>	150	50,0
	<i>di cui logistica</i>	4.050	2,5
Commerciale	8.150	2,5	
	<i>di cui Gdo</i>	5.800	1,8
	<i>di cui retail</i>	2.350	4,4
Seconde case località turistiche	3.200	3,2	
Box\posti auto	4.250	3,7	
Fatturato totale	112.100	3,7	

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

Il mercato residenziale

Il numero di compravendite è salito, come previsto, e si attesta a fine anno sulle 448mila, con un incremento dell'otto per cento rispetto all'anno precedente. E' un indicatore di ritrovata fiducia verso il mercato residenziale, nonostante l'incremento della tassazione negli ultimi anni. Ma l'effetto congiunto della riduzione dell'Imu sulla prima casa e dell'incremento dei mutui erogati sta dando fiducia alla domanda potenziale, che pure è cresciuta negli ultimi anni fino a quasi un milione di famiglie.

La leggera ripresa dell'occupazione, soprattutto giovanile, sta rilanciando il mercato della casa anche in questa fascia di età che negli ultimi anni si era orientata verso la locazione. I prezzi reali degli alloggi sono calati di circa il venti per cento (con punte del 25 per cento) durante la crisi e quindi i prezzi medi, escluse le zone top urbane, sono diventati accessibili a settori sempre più ampi di popolazione.

La ripresa del 2015 si è concentrata soprattutto nelle grandi città, anche al sud, dove più forte è la pressione abitativa. Ma è destinata ad ampliarsi al resto del Paese nel corso del prossimo anno.

Le quotazioni medie delle abitazioni hanno mostrato ancora una lieve flessione (meno 0,6 per cento) nel corso dell'anno. Ma nelle zone più richieste come i centri storici o le aree residenziali più pregiate, ci sono stati incrementi anche del 4/5 per cento rispetto all'anno precedente.

Si rafforza anche la domanda per la locazione, soprattutto di piccoli alloggi, nelle grandi città. I canoni sono in lieve calo.

Il mercato immobiliare terziario

Chiude con il segno positivo, dopo un lungo periodo negativo, il mercato degli uffici in Italia. Il fatturato è cresciuto del 3,3 per cento, con una forte presenza degli investitori internazionali che scelgono questo comparto (insieme al commerciale). Anche i fondi italiani hanno movimentato il mercato, come molti privati che cercano negli uffici quei rendimenti che non si trovano più nei prodotti finanziari a basso rischio.

La ripresa non è stata omogenea, ma ha riguardato quasi esclusivamente alcune città: Milano soprattutto, poi Roma, Torino e Bologna. In modo marginale i capoluoghi intermedi e per nulla i piccoli centri.

La domanda è prevalentemente di spostamento dalla classe di edifici B a quella A, sia per ottimizzare gli spazi per gli addetti che per risparmi gestionali. Il nuovo prodotto è stato il più apprezzato in queste città, anche perché spesso realizzato sulla base delle specifiche richieste della domanda.

Aumenta la vacancy degli uffici di classe B e C ovunque e in molte città (anche le principali) si aprono i problemi, ma anche le opportunità per interventi di recupero o di cambio di destinazione d'uso. Sono tornati attivi sul mercato, dopo anni, anche gli sviluppatori, con una componente importante del settore pubblico.

Le quotazioni sono ancora in calo a livello nazionale (meno 0,8 per cento), ma stabili nelle top location e in rialzo nei business district. Le prospettive sono positive per il 2016.

Il mercato immobiliare del commercio in Italia

L'Italia come l'Europa è interessata dalla fase di profonda trasformazione che caratterizza il settore commerciale ed il rispettivo mercato immobiliare. Il comparto nel 2015 ha proseguito nel trend di crescita che l'aveva caratterizzato nel 2014, sebbene a ritmi più lenti e con specificità diverse. L'anno dell'Expo si appresta a chiudere con numeri positivi per il commercio, ma non direttamente correlati o derivanti dall'evento in senso stretto, secondo opinioni diffuse tra i commercianti, principalmente nel capoluogo lombardo. Contribuiscono più in generale l'aumento dei consumi interni, l'incremento del flusso turistico, l'attrattività esercitata dal Paese a livello globale verso nuove aziende e retail internazionali, oltre alle riforme attuate del governo, la riduzione della disoccupazione e alla ritrovata crescita economica, seppur modesta. L'unione di questi fattori insieme all'abbondante liquidità di denaro presente sui mercati internazionali, spinge gli investitori a ricercare con maggiore celerità opportunità di investimento, riscontrando sul territorio italiano una forte attrattività, in particolare sul comparto retail. Tuttavia, il mercato nei primi dieci mesi del 2015 mostra caratteristiche differenti rispetto a quanto realizzato nell'anno precedente. Infatti, il 2014 è stato dominato prevalentemente da transazioni di centri commerciali, molte composte da interi portafogli, arrivando ad un totale di oltre 2,13 miliardi di euro. Su trenta delle più importanti compravendite, sono passati di mano venti centri commerciali, con una forte presenza di investitori internazionali. Nell'anno corrente la quota di transazioni più significative è di circa diciotto portfolio/asset, dei quali solo nove riguardano centri commerciali e l'ammontare complessivo è inferiore al miliardo di euro. Sebbene la quantità di grandi transazioni sia inferiore, rispetto all'anno precedente, la fiducia nel mercato appare invece più forte. A dimostrarlo le tre acquisizioni effettuate su progetti di sviluppo di centri commerciali ancora da realizzare: a Verona, il progetto Adige City di 42mila mq previsti per il 2017, da realizzare sull'area industriale ex Officine Adige, con circa 130 negozi, è stato acquistato da Ece Projektmanagement, società tedesca che affiancherà l'attuale sviluppatore, garantendo il finanziamento e occupandosi successivamente della gestione. A Roma, il progetto Valle Aurelia Mall con 18mila mq, collocato all'interno del perimetro comunale, con sessanta negozi e previsto per il 2017, è stato comprato da Orion European Real Estate Fund IV. Infine, una galleria commerciale in costruzione a Grosseto, di circa 17mila mq, composta da 45 negozi e prevista per fine 2016, è stata acquistata di Igd Siiq. In totale si tratta della compravendita di circa 77mila mq di superficie ancora in cantiere.

In relazione ai centri commerciali, il 2015 ha segnato un anno di buone performance. Secondo i dati del Cncc (Consiglio nazionale dei centri commerciali), i fatturati medi prodotti dagli shopping center nel secondo semestre dell'anno, sono aumentati del 3,1 per cento, rispetto allo stesso periodo del 2014, con una variazione positiva anche nel comparto dell'abbigliamento, a

lungo il più penalizzato nel periodo di crisi. Il contenitore centro commerciale è stato sollecitato in modo particolare ad adattarsi velocemente alle esigenze della domanda e ad interpretare al meglio i cambiamenti in atto. In questi anni di recessione è riuscito a contenere il forte impatto della diminuzione dei consumi, attraverso politiche di sconto e soprattutto l'ampliamento dell'offerta di servizi, amministrabili grazie ad una gestione unitaria della struttura. Attualmente il settore segue le orme di quelle che sono le tendenze che si verificano a livello europeo. Prima, il riammodernamento dei centri esistenti con riorganizzazione del mix merceologico, rivisitazione dello spazio dell'ancora, generalmente alimentare, ampliamento della food court, così come l'introduzione di servizi ai cittadini (come ad esempio studio dentistico, lavanderia, ecc.). Interventi che in molti casi hanno richiesto l'ampliamento del centro, anche con metrature significative. Tra i più rilevanti, quelli avviati dal gruppo Igd su molti dei propri centri (restyling dei Centro Sarca a Milano, ampliamento del centro di Ravenna, solo per citarne alcuni), oppure quelli portati avanti da gruppo Carrefour (riqualificazione del centro commerciale Thiene in provincia di Vicenza e replica in altre sei strutture). Sempre secondo i dati Cncc, sono in corso di realizzazione, tra nuove aperture ed estensione di quelli esistenti, circa 472mila mq di Gla. Seconda tendenza in atto, la costruzione di strutture di grandi dimensioni, in grado di unire, sia shopping che divertimento. In primis il progetto di Westfield a Milano (dove sono in progetto circa 170mila mq di Gla). Risulta quindi logico prevedere una polarizzazione delle strutture, dove da un lato, quelle di nuova generazione tenderanno ad innalzare il benchmark del livello di servizi, prestazioni, redditività e soltanto i centri che avranno compiuto adeguati interventi di riammodernamento riusciranno a rimanere attivi. Dall'altro, quelle strutture di minore dimensione e senza un rinnovo nei format saranno escluse dal mercato e destinate ad altri usi. In questo quadro, l'offerta attuale di prodotto idoneo alle richieste degli investitori internazionali risulta molto carente. I requisiti che il prodotto commerciale deve rispettare affinché possa diventare attraente per l'investimento, sono abbastanza omogenei a livello europeo ed al primo posto risultano le dimensioni elevate. Tuttavia, si avverte un leggero aumento nell'interesse per centri di minore dimensione, se collocati in posizioni strategiche, altamente performanti, caratterizzanti ed in simbiosi con il territorio. Nelle prospettive del comparto, l'orientamento è quello di rigenerare dove possibile i centri esistenti, dedicando grande attenzione alla sostenibilità, sia in termini energetici che di utilizzo dei materiali, e grande attenzione alla percorribilità degli spazi, alla ristorazione ed all'entertainment in generale. Fino a qualche anno fa lo sviluppo del centro commerciale e l'investimento erano orientati quasi esclusivamente verso la parte immobiliare, attualmente è necessario che ci sia una completa simbiosi anche con l'offerta commerciale, in termini di brand, format ed esperienzialità.

Tavola 6

Principali iniziative di Centri Commerciali in costruzione

NOME	COMUNE	GLA (mq)
Arese Shopping Centre	Arese (Mi)	92.000
Brescia - Roncadelle Shopping	Brescia	88.000
Centro Commerciale Maximo	Roma	60.000
Verona Adige Shopping Center	Verona	42.000
Sccalo Milano - fase 1	Locate Triulzi (Mi)	40.000
GrandApulia	Foggia	40.000
I Viali - Centro Commerciale & Retail Park	Nichelino (To)	31.000
Le Cotoniere	Salerno	28.500
MondoJuve Shopping Center	Nichelino-Vinovo (To)	27.000
Centro Commerciale	Grosseto	24.000
TOTALE		472.500

Fonte: Cncc

Un interesse crescente si registra anche per il mercato immobiliare commerciale delle high street nelle principali città italiane. Tra le transazioni più significative realizzate nel 2015, l'acquisto da parte del fondo Urban Retail fund V, gestito da Grosvenor Fund Management, di tre unità commerciali nel Palazzo Beltrade a Milano (per complessivi 1.790 mq), dove all'interno svolgono attività importanti tenant internazionali. È significativa la sequenza degli acquisti, in quanto il fondo è stato creato in autunno del 2014, con una capacità di spesa di poco più di quattrocento milioni di euro, e il secondo acquisto realizzato dal fondo è stato proprio sulla via del capoluogo Lombardo. Allo stesso modo l'acquisto di due superfici commerciali nel centro di Padova (circa 4.800 mq, con una quota di superficie a destinazione uffici), realizzata da Th Real Estate. In generale l'investimento nelle high street rappresenta un rischio più contenuto, rispetto ad altri immobili retail, ed è quindi destinato maggiormente agli investitori di lunga durata o *core*. Tuttavia, si tratta di un mercato caratterizzato di poche opportunità e grande richiesta, sia da parte dei retailer che degli investitori internazionali. La vera sfida sta nell'individuare le opportunità oggi latenti in molte città italiane ed avviare un processo di riqualificazione, prima strutturale, commerciale e poi urbano, come è già accaduto in alcune città europee. L'Italia ha in questo aspetto, sicuramente molte potenzialità e opportunità da sviluppare.

Per quanto riguarda le quotazioni, l'andamento nel secondo semestre rispetto allo stesso periodo del 2014, ha rallentato la discesa ma è rimasto in campo negativo. I prezzi medi di vendita degli immobili commerciali sono diminuiti del 2,4 per cento a livello nazionale, mentre il calo è stato più consistente per le città di piccole dimensioni, meno 3,4 per cento. Ancora cali meno intensi per le città intermedie, meno 2,3 per cento, e a seguire per le grandi città, meno 1,5 per cento. La caduta dei canoni invece è stata di maggiore entità, registrando a livello

nazionale meno tre per cento, per le piccole città meno 4,5 per cento, nelle città intermedie meno 2,7 per cento, infine per le grandi città meno 1,8 per cento. La disparità di contrazione tra canoni e prezzi ha comportato una contrazione dei rendimenti.

Il mercato immobiliare commerciale è stato animato anche dalle espansioni e acquisizioni di altre società, principalmente da parte di gruppi della grande distribuzione, che generano scambi di superficie tramite nuovi contratti di locazione o rinnovi di quelli esistenti. Il fatturato del mercato, ovvero il valore dei beni scambiati con contratti di vendita o locazione, a fine 2015 dovrebbe chiudere ad una cifra complessiva di 8,15 miliardi di euro, con una variazione di più 2,5 per cento, rispetto al valore dell'anno precedente. Meno significativo l'incremento del fatturato della grande distribuzione, già molto attiva negli anni precedenti, con un incremento dell'1,8 per cento nello stesso periodo (raggiungendo quota 5,8 miliardi). Più decisa invece risulta la variazione per le piccole superfici, più 4,4 per cento (arrivando a quota 2,35 miliardi di euro).

Tavola 7

Fatturato del mercato immobiliare commerciale in Italia

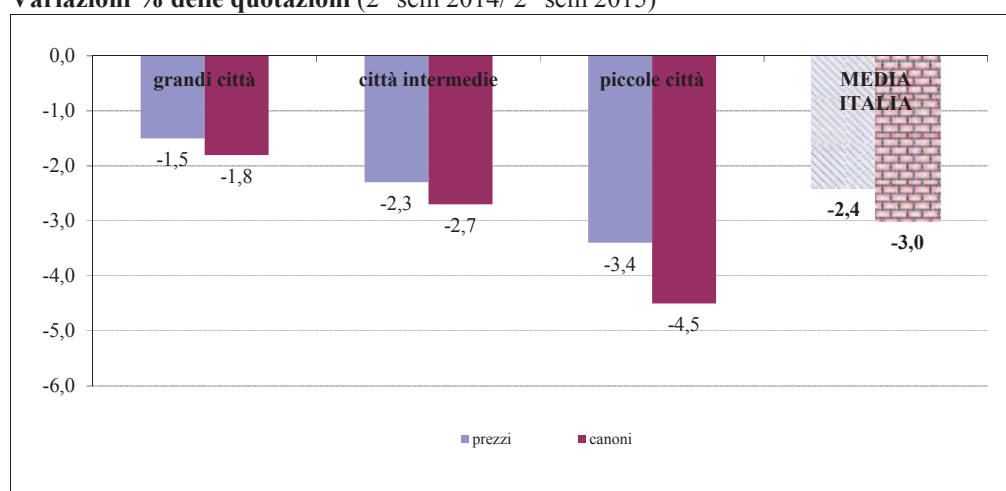
(milioni di euro)	2014	2015*	var% 2015/2014
Commerciale gdo	5.700	5.800	1,8
Commerciale retail	2.250	2.350	4,4
Totale commerciale	7.950	8.150	2,5

(*) stima

Fonte: Scenari Immobiliari

Grafico 3

Variazioni % delle quotazioni (2° sem 2014/ 2° sem 2015)



Fonte: Scenari Immobiliari

Tavola 8
Principali transazioni in Italia
 (gennaio 2014 – ottobre 2015)

Portfolio/ Asset	superfici e (mq)	luogo	anno	acquirente	venditore	valore (mln €)
Immobili Coin (n.3)	n.d	Milano	2014	Sorgente Group	Maiora Group	77
Centro commerciale Le Mura	10.500	Ferrara	2014	Investitore istituzionale italiano	Bnp Paribas REIM SGR p.A.	38
Centro commerciale Le Fonti del Corallo	7.300	Livorno	2014	Bnp Paribas REIM SGR p.A.	IGD SIIQ	47
Galleria Vialarga	7.400	Bologna	2014	Nordiconad Soc. Coop.	Bnp Paribas REIM SGR p.A.	32,1
Terminal Nord	32.300	Udine	2014	Benson Elliot	Pillar Retail Europark Fund	55
Centro commerciale Auchan di Antegnate, Centro commerciale La Scaglia*	39.000 15.400	Antegnate (Bg) Civitavecchia (Rm)	2014	Blackstone Group	Axa Immoselect	n.d
Galleria Parco Dora	37.400	Torino	2014	Foncière LFPI Italia	Nova-Coop	14,4
Valdichiana Outlet center Borgoioioso Le colonne	20.000 26.900 28.000	Foiano della Chiana (Ar) Carpi (Mo) Brindisi	2014	Blackstone Group	Aberdeen Asset Management	170
Supermercato via Vincenzo Monti	1.800	Milano	2014	GS S.p.A.	IDeA Fimit	5,44
Supermercato viale Fulvio Testi	3.500	Cinisello Balsamo (Mi)	2014	n.d	IDeA Fimit	4,9
Centro commerciale Fiumara	25.000	Genova	2014	Allianz Real Estate Italy, Ing Real Estate	CBRE Global Investors Italy	150
Centro commerciale Bussolengo	22.250	Bussolengo (Vr)	2014	Auchan, Gallerie Commerciali Italia S.p.A.	Amundi RE Italia, Amundi RE Europa	48
Le Terrazze (90%)	38.600	La Spezia	2014	Union Investment	Sierra Developments Italy Srl (gruppo Sonae Sierra), Ing Real Estate	150
Supermercato Cecina	5.750	Cecina (Li)	2014	IGD SIIQ	Unicoop Tirreno	12
Supermercato Civita Castellana	3.000	Civita Castellana (Vt)	2014	IGD SIIQ	Unicoop Tirreno	4
Ipermercato	8.200	Schio (Vi)	2014	IGD SIIQ	Coop Adriatica	17,4
Ipermercato Lungosavio	7.500	Cesena	2014	IGD SIIQ	Coop Adriatica	19
Città delle Stelle - Ipermercato	14.400	Ascoli Piceno	2014	IGD SIIQ	Coop Adriatica	15,9

segue

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

Portfolio/ Asset	superficie (mq)	luogo	anno	acquirente	venditore	valore (mln €)
Città delle Stelle - Galleria e multisala	17.200	Ascoli Piceno	2014	IGD SIIQ	Coop Adriatica	24,4
Supermercato Busto Arsizio	n.d.	Busto Arsizio (Va)	2014	n.d.	IDeA Fimit	2,6
Supermercato Saronno	n.d.	Saronno (Va)	2014	n.d.	IDeA Fimit	2,5
Portfolio** (n. 3 Centri commerciali)	29.000 8.000 13.000	Mestre (Ve) Bussolengo (Vr)° Mesagne (Br)	2014	Antirion Retail/ Comparto Gallerie Commerciali	Gallerie Commerciali Italia S.p.A.	266
Centro commerciale Roma Est (restante 50%)	98.000	Roma	2014	Gic Real Estate	Fondo gestito da Cbre Global investors	205
Fashion District di Bagnolo San Vito, Fashion District di Molfetta	33.000 40.000	Mantova Molfetta (Ba)	2014	Fondo Moma (Idea Fimit Sgr)	Fashion District Italia SpA	103
Galleria Borromea	18.500	Peschiera Borromeo (Mi)	2014	Jv. Europa Capital LLP, Franco Gardella	Immobiliare Ametista	81,6
n. 3 centri commerciali Nord-Est	130.000	Vicenza Fiume Veneto (Pd) Monfalcone (Go)	2014	Fondo Orion European Real Estate Fund IV	Gruppo Unicomm	200
8 Gallery	32.000	Torino	2014	Pimco e Gwm	CBRE Global Investors Italy	80
Via Sempione 72	25.213	Vergiate (Va)	2014	n.d.	Prelios SGR	7,64
Via Danubio 8	4.575	Reggio Emilia	2014	Carrefour	Prelios SGR	1,5
Portfolio (n. 26 proprietà commerciali)	270.000	Piemonte, Lombardia, Veneto, Friuli, Emilia e Lazio	2014	AXA Real Estate e Apollo Global Management LLC	Fondo Olinda (Prelios SGR)	303
Supermercato Via Farini 79/81	n.d.	Milano	2015	n.d.	IDeA Fimit SGR	5,7
n. 2 unità retail di Palazzo Beltrade	1.129	Milano	2015	Grosvenor Fund Management Italy Srl	Carlyle	15
Via Torino	3.745	Milano	2015	M&G Real Estate	Pria Spa	80
Immobile commerciale Catania	n.d.	Catania	2015	Aedes SpA	Neptunia	18,8
Galleria commerciale in costruzione	17.000	Grosseto	2015	Igd Siiq	Unicoop Tirreno	45
Portfolio n. 4 Centri Commerciali Le Due Valli La Cittadella Casetta Mattei Ibleo	84.700 25.900 17.800 15.500 25.500	Pinerolo (To) Casale Monferrato (Al) Roma Ragusa	2015	Tristan Capital Partners	Altarea Italia Srl	122
Progetto centro commerciale Adige City	42.000	Verona	2015	ECE Projektmanagement	CDS Holding, AIDA S.p.A.	n.d.
Via Rizzoli	2.350	Bologna	2015	UBS Real Estate GmbH	IGD SIIQ	29

segue

Portfolio/ Asset	superficie (mq)	luogo	anno	acquirente	venditore	valore (mln €)
Aste Cooperative Operaie (portfolio di 34 punti vendita e la galleria del centro commerciale Torri d'Europa)	n.d.	Friuli-Venezia Giulia	2015	Aspiag-Despar, Brumat Srl, Coop Casarsa, Coop Consumatori Nord Est, Imprenditori individuali, SGI Conad	Cooperative Operaie	58,75 ⁽¹⁾
Palmanova Outlet Village	22.200	Aiello del Friuli (Ud)	2015	Multi Italy Srl, Blackstone Group	Marangi Immobiliare	80
n. 2 asset retail	4.800 ^(**)	Padova	2015	Th Real Estate (Warburg-HIH Invest Real Estate)	Gruppo Real Estate Services spa	40
La Cartiera	30.000	Pompei (Na)	2015	ECE Projektmanagement	n.d.	124
Immobili commerciali Nord Italia (n.8)	11.500	Nord Italia	2015	HIG Capital LLC	Grosvenor	n.d.
Progetto Valle Aurelia Mall	18.000	Roma	2015	Orion European Real Estate Fund IV (Orion Capital Managers)	CDS Holding	n.d.
Le Centurie	11.200	San Giorgio delle Pertiche (Pd)	2015	Episo 3 Fund (Tristan Capital Partners)	n.d.	29
Centro Commerciale Fiordaliso (50%)	n.d.	Rozzano (Mi)	2015	Eurocommercial	n.d.	121
n. 1 unità retail di Palazzo Beltrade	660	Milano	2015	Grosvenor Fund Management Italy Srl	Carlyle	n.d.
Via della Spiga 26	1.600	Milano	2015	Thor Equities	n.d.	164 ⁽²⁾
Totale	1.323.572					3.070
Totale - 30 transazioni	1.072.688		2014			2.137,4
Totale - 18 transazioni	250.884		2015			932,3

(*) il portafoglio che comprende altre destinazioni

(**) sono esclusi gli ipermercati

(^o) il trasferimento avverrà dopo un ampliamento previsto

(^{oo}) la superficie comprendere anche spazi ad uso uffici

(1) la transazione riguarda l'acquisto dei rami d'azienda, gli immobili e le merci presso i magazzini

(2) l'importo si riferisce all'intera transazione che comprende anche 3.100 mq di spazio ad uso ufficio e 3.100 mq ad uso residenziale

Fonte: elaborazione Scenari Immobiliari su dati *Quotidiano Immobiliare* e fonti varie

Il mercato degli immobili per la logistica

Il mercato immobiliare della logistica in Italia nel corso del 2015 ha seguito la scia di quanto accade in Europa, riaffermando la propria importanza quale asset class ottimale in un'ottica di diversificazione dell'investimento e ricerca della redditività. Infatti, ha continuato ad essere caratterizzato da una forte attrattività, manifestata principalmente dagli investitori esteri, che unita ad un'amplia disponibilità di denaro ha continuato a trainare il mercato logistico della penisola.

Il mercato immobiliare della logistica è stato dominato da un forte interesse che si è concretizzato in importanti transazioni principalmente di interi portafogli. Il volume

complessivo dei metri quadri scambiati nel corso del 2015 risulta leggermente inferiore a quanto portato a termine nell'anno precedente. Il motivo principale è il mancato incontro tra domanda e offerta, in quanto il livello di prodotto idoneo e le opportunità valide agli obiettivi prefissati degli investimenti, sono altamente carenti. Il fatturato del comparto chiude il 2015 con un ammontare di poco superiore ai quattro miliardi di euro, registrando un incremento del 2,5 per cento rispetto al valore del 2014.

Per quanto riguarda le quotazioni non si arresta la discesa, sebbene le variazioni risultino più contenute rispetto all'anno precedente. Nel secondo semestre del 2015 i prezzi medi di vendita sono calati dell'1,1 per cento, in confronto all'omologo periodo del 2014, mentre i canoni di locazione sono diminuiti di meno 2,6 per cento, con conseguente ulteriore contrazione dei rendimenti.

Il mercato degli immobili alberghieri

Continua il trend positivo del turismo mondiale nel 2015, con un più 4,3 per cento. In particolare per l'Europa la variazione è stata leggermente superiore alla media, più cinque per cento.

In Italia il comparto ha segnato buone performance. Nell'anno dell'Expo le presenze alberghiere sono cresciute del 3,2 per cento, tra gennaio e settembre (fonte Federalberghi), in confronto all'omologo periodo del 2014, soprattutto è tornata a crescere la domanda interna con un aumento delle presenze nazionali del 2,8 per cento, così come si è rafforzata pure la quota estera registrando un più 3,6 per cento (contro un timido più 0,9 per cento di dodici mesi fa).

Il settore alberghiero a livello globale ha visto un 2015 particolarmente vivace, basti pensare alla recente acquisizione da parte di Marriott del gruppo Starwood, portando la catena al primo posto al mondo per numero di strutture (5.500 alberghi ed 1,1 milioni di camere), con un investimento superiore ai 12 miliardi di dollari.

Allo stesso modo anche il settore degli investimenti alberghieri è stato particolarmente attivo, in Italia come in Europa. Tuttavia, l'interesse sul mercato della penisola si è concentrato soprattutto per le principali città, Milano, Roma, Firenze, Venezia e anche Torino, dove sono stati portate a compimento le transazioni più significative. Le principali acquisizioni hanno riguardato circa dodici alberghi, soprattutto di categoria quattro o cinque stelle, per un totale di oltre mille camere compravendute, con una presenza significativa anche di investitori esteri.

Il fatturato del mercato immobiliare alberghiero è stato nel 2015 di 2,1 miliardi di euro, segnando una variazione positiva tra le più alte, un incremento del 10,5 per cento rispetto al valore dell'anno precedente.

I fondi immobiliari in Italia

Anche in Italia, come in altri grandi Paesi, il comparto dei fondi immobiliari anticipa la ripresa dei mercati. Nel corso del 2015 il patrimonio netto dei fondi (Nav) cresce di oltre il dieci per cento (10,3) rispetto all'anno precedente, lasciandosi alle spalle la crisi.

Il patrimonio immobiliare posseduto direttamente supera i 53 miliardi di euro, confermandosi come il più importante "portafoglio" privato italiano.

I fondi attivi sono saliti a 400, ma va tenuto presente che ci sono stati molti fondi (incapienti o di tipo "familiare") che hanno terminato la propria vita nel corso dell'anno e il fenomeno è destinato a durare ancora un biennio.

Sono stati costituiti fondi con patrimoni pubblici e altri ne arriveranno a breve. Anche gli investitori esteri hanno preferito spesso la formula del fondo immobiliare a quella dell'acquisto diretto o della semplice società di capitali.

Sul fronte normativo e regolamentare il decreto ministeriale n. 30 del 5 marzo 2015 adottato dal Mef ha introdotto numerose novità in sede gestionale e di esperti indipendenti. Il tutto per una maggiore efficienza e trasparenza dello strumento.

Le performance attese sono in leggero miglioramento rispetto allo scorso anno. E' calata la componente debito sul patrimonio.

Infine, lievi modifiche nell'asset allocation, con un incremento degli uffici e un calo dello sviluppo.

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI)

(31 dicembre di ogni anno - Mln di euro)

Descrizione	2010	2011	2012	2013	2014	2015
N° fondi operativi ¹	305	312	358	365	385	400
Nav ²	34.000	36.100	37.000	39.000	43.500	48.000
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	43.500	46.400	47.300	49.100	50.500	53.000
Indebitamento esercitato ³	24.800	28.500	29.700	31.500	30.700	29.500
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	3,5	0,7	-1,8	-0,5	1,2	1,6

1) Fondi autorizzati dalla Banca d'Italia che hanno concluso il collocamento

2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno

3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima)

4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI

3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione

Per la stima del valore corrente di mercato degli immobili oggetto della presente relazione, Scenari Immobiliari ha adottato metodi e principi di generale accettazione, rispondenti a quelli contenuti nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del Regolamento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, che recita:

2.5 Beni immobili

Ciascun bene immobile detenuto dal fondo è oggetto di singola valutazione. Più beni immobili possono essere valutati in maniera congiunta ove gli stessi abbiano destinazione funzionale unitaria; tale circostanza è opportunamente illustrata dagli amministratori nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione del fondo.

Il valore corrente degli immobili è determinato in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività.

Sono caratteristiche di tipo intrinseco quelle attinenti alla materialità del bene (qualità della costruzione, stato di conservazione, ubicazione, ecc.), di tipo estrinseco quelle rivenienti da fattori esterni rispetto al bene, quali ad esempio la possibilità di destinazioni alternative rispetto a quella attuale, vincoli di varia natura e altri fattori esterni di tipo giuridico ed economico, quali ad esempio l'andamento attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione dell'immobile.

Il valore corrente di un immobile indica il prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione, supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali, cioè tali che:

- *il venditore non sia indotto da circostanze attinenti alla sua situazione economico-finanziaria a dover necessariamente realizzare l'operazione;*
- *siano state espletate nel tempo ordinariamente richiesto le pratiche per commercializzare l'immobile, condurre le trattative e definire le condizioni del contratto;*
- *i termini dell'operazione riflettano le condizioni esistenti nel mercato immobiliare del luogo in cui il cespite è ubicato al momento della valutazione;*
- *l'acquirente non abbia per l'operazione uno specifico interesse legato a fattori non economicamente rilevanti per il mercato.*

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. *ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;*

2. *facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa. Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;*
3. *sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno.*

Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione e il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte. Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.

Per gli immobili in corso di costruzione, il valore corrente può essere determinato tenendo anche conto del valore corrente dell'area e dei costi sostenuti fino alla data della valutazione ovvero del valore corrente dell'immobile finito al netto delle spese che si dovranno sostenere per il completamento della costruzione.

Il valore corrente dell'immobile è determinato al netto delle imposte di trasferimento della proprietà del bene.

Il valore corrente dei diritti reali immobiliari è determinato applicando, per quanto compatibili, i criteri di cui al presente paragrafo.

Le operazioni di leasing immobiliare aventi natura finanziaria sono rilevate e valutate applicando il c.d. "metodo finanziario".

4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

La stima degli immobili facenti parte del Fondo immobiliare “Estense Grande Distribuzione” è stata elaborata utilizzando il metodo del Discounted Cash Flow e, per l’individuazione dei canoni di mercato, il Metodo sintetico comparativo.

Metodo del Discounted Cash Flow per immobili a reddito

Questo criterio si basa sul presupposto che un investitore è disposto a pagare per un bene un valore corrispondente all’attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso in un periodo prefissato, ad un tasso di rischio-rendimento che varia in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, mercato, ecc.).

Per l’applicazione di tale metodo è necessaria la costruzione di un modello Discounted Cash Flow, o DCF che descriva su un arco di tempo adeguato quella che si configura come un’operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni e alienazione all’ultimo anno.

Il valore di mercato (che rappresenta l’obiettivo del valutatore) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore del bene attualizzato al termine dell’arco temporale ipotizzato. I passaggi affrontati nell’elaborazione del modello sono:

- costruzione della distribuzione dei flussi di cassa positivi e negativi attesi
- determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
- determinazione del più probabile valore di uscita del bene (exit value).

Per compiere queste operazioni è necessario conoscere:

- la situazione locativa (durata del contratto, adeguamenti previsti da contratto, scalettature del canone, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari),
- eventuali costi a carico della proprietà per lavori di manutenzione straordinaria,
- eventuali costi a carico della proprietà per copertura assicurativa,
- ammontare annuo dell’IMU.

Inoltre è necessario fare ipotesi di carattere estimativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare (previsioni di andamento e dei canoni di locazione e prezzi di vendita),
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate,
- stima dei costi ordinari di gestione,
- stima costi di adeguamento delle unità immobiliari da locare a nuovi conduttori.

Il modello è costruito su alcune simulazioni. Alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato; se l’importo del canone in essere è minore o uguale al canone espresso in quel momento dal settore di riferimento, si considerano confermate e costanti le condizioni indicate nel contratto di locazione fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone in ogni caso viene adeguato al mercato. Per le unità

immobiliari rimaste libere si ipotizza un assorbimento a canoni di mercato compatibile con le caratteristiche del bene.

Se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, è possibile quantificare il rischio di rilascio del bene da parte del conduttore attraverso l'applicazione di un tasso di sfritto – inesigibilità più elevato.

Una volta costruito il modello e definito l'arco temporale sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà ottenuto mediante attualizzazione dei flussi di cassa ad un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso, frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity), viene individuato tenendo conto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Alla fine dell'arco temporale ipotizzato, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto; il valore di uscita verrà quindi determinato nel seguente modo:

$$\text{valore di uscita} = \frac{\text{reddito netto ultimo anno}}{\text{tasso di uscita (GOCR)}}$$

dove, il tasso di uscita (Going out cap rate) è a sua volta determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello (WACC) e delle condizioni di mercato prevedibili per l'ultimo anno (risk out).

Metodo sintetico-comparativo o di comparazione delle vendite

Questo metodo si basa sul principio che nessun acquirente razionale è disposto a pagare un prezzo superiore al costo di acquisto di proprietà simili che abbiano lo stesso grado di utilità. Le condizioni di applicabilità di questo metodo sono legate alla quantità e qualità di informazioni di mercato disponibili, in grado di permettere la costruzione di un significativo campione di transazioni comparabili.

Il dato selezionato, per essere considerato attendibile e quindi utilizzabile ai fini di un confronto di mercato deve superare tre accurate fasi:

- 1) identificazione e raccolta delle informazioni,
- 2) identificazione delle unità comparabili e analisi degli elementi di comparazione,
- 3) definizione e impiego dei parametri di aggiustamento.

La prima fase, corrisponde alla raccolta dei dati comparabili. Nella seconda fase è necessario far emergere dagli immobili utilizzati come paragone gli elementi oggettivi di similitudine: destinazione d'uso, caratteristiche fisiche, localizzazione, ecc. L'ultima fase del processo è anche quella più delicata, perché comporta la scelta di adeguati

parametri di aggiustamento in modo tale da ottenere dati omogenei, quindi perfettamente comparabili. Tra gli elementi che si possono prendere in esame, ci sono:

- l'ubicazione e l'accessibilità
- la dimensione
- la qualità edilizia
- la presenza di elementi accessori (parcheggi, verde ecc)

Ciascuna di queste voci è esplicitata mediante un valore percentuale. La somma delle percentuali dà luogo al coefficiente correttivo, che conferisce omogeneità al valore unitario del bene utilizzato come comparazione. Per ciascuna destinazione d'uso la corrispondente quotazione media, dopo il processo di aggiustamento, viene associata alla relativa superficie commerciale (lorda). La somma dei prodotti (superficie per valore medio) definisce il valore stimato del bene con il criterio di mercato (sintetico-comparativo).

5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate

Il portafoglio immobiliare del Fondo comune di investimento di tipo chiuso denominato "Estense Grande Distribuzione" è composto da immobili destinati alla grande distribuzione per i quali SGR sottoscrive contratti di locazione per attività commerciale e contratti di affitto di ramo d'azienda. Si tratta pertanto di beni immobili a reddito che ogni anno generano (o potrebbero generare) un flusso di cassa positivo a fronte di costi imputabili a spese di manutenzione, property e tasse.

In tal caso, in linea con le direttive emanate da Banca d'Italia, contenute nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Punto 2.5 del 19 gennaio 2015, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto "*del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone*".

L'utilizzo di questo metodo è ritenuto corretto quando è possibile definire, su un arco temporale medio-lungo, i benefici economici attesi in termini di flussi di cassa netti, da attualizzare ad un tasso che è possibile determinare ponendo a confronto investimenti finanziari e investimenti immobiliari per giungere a misurare il rischio insito nel bene specifico.

6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi

La valutazione degli immobili è stata realizzata esaminando la documentazione fornita dalla Proprietà senza effettuare specifica *due diligence* tecnica. In dettaglio:

- *Planimetrie stato di fatto*
- *Superficie commerciale*
- *Rent roll aggiornato a dicembre 2015*
- *Capex stimate per il periodo 2015-2016*
- *Stima costi di manutenzione straordinaria (non recurrent) per il 2016*
- *IMU e TASI versata nell'anno 2015*
- *Premio assicurativo per l'anno 2015*

La valutazione è stata eseguita sotto il controllo di un project leader nella persona del dott. Ernesto Trotta, con la supervisione dell'arch. Francesca Zirnstein MRICS, direttore generale area Ricerche e Valutazioni di *Scenari Immobiliari* e di Maurizio Sinigliesi, consigliere delegato per le valutazioni immobiliari.

Il team di lavoro è così composto:

Maurizio Sinigliesi, Consigliere di Amministrazione con potere di firma

Francesca Zirnstein, Direttore Area ricerche e Valutazioni, MRICS

Massimo Tiano, Analista Senior

Ernesto Trotta, Analista Senior

Francesco Carenzi, Analista Junior

Graziella Gianquinto, Analista Junior

7. Limiti della presente relazione

La presente Relazione di Stima include i seguenti limiti:

- le valutazioni sono state realizzate per il committente con lo scopo di individuare il valore di mercato secondo la definizione contenuta nel capitolo 2;
- i sopralluoghi hanno avuto come obiettivo la verifica sommaria della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici e dello stato di conservazione e di manutenzione dei beni immobili;
- non sono state effettuate analisi per verificare la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti e l'esistenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- la documentazione fornitaci dalla società committente è stata assunta come attendibile, in particolare per quanto attiene l'identificazione e la delimitazione dell'oggetto da valutare;
- sono stati forniti i contratti di locazione per i soli immobili monotenant, per gli immobili multitenant sono stati ritenuti sufficienti i dati contenuti nel rent roll fornito dalla Proprietà;
- le dimensioni inserite nel presente documento sono state desunte dal materiale fornitoci dalla proprietà e dalle sintesi di due diligence; la superficie commerciale è stata calcolata effettuando un processo di ragguaglio in funzione della tipologia edilizia, destinazione d'uso e del mercato immobiliare di riferimento, per rendere equiparabile le superfici accessorie alla destinazione d'uso principale;
- i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati rilevati dal mercato immobiliare, sulla base di indagini dirette e utilizzando i principali prezzari a disposizione tra cui l'Osservatorio del Mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate e la Bancadati – Scenari Immobiliari;
- Il Documento di perizia è stato elaborato assumendo che l'immobile oggetto di stima sia immune da vizi che limitino, anche solo parzialmente, l'alienabilità o l'uso cui sarà destinato, quali ipoteche, servitù, diritti di terzi sulle proprietà e altri asservimenti di qualsiasi titolo e specie;
- la presente Relazione non costituisce un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di azioni, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione in termini di investimento.

8. Conclusioni

Al termine del processo valutativo e sulla base delle considerazioni ed elaborazioni illustrate nelle pagine precedenti è possibile indicare il più probabile valore di mercato, opportunamente arrotondato, del Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato Estense Grande Distribuzione, alla data del 31 dicembre 2015, in:

Euro 100.700.000,00
(centomilionesettecentomila/00)

Tale valore risulta per somma dei seguenti valori di stima:

n.	Città	indirizzo	GLA tot (mq)	Valore dicembre 2015 (€)
1	Ortona	Contrada Santa Liberata	4.155	7.500.000
2	Ortona	Contrada Santa Liberata	5.719	3.500.000
3	Bari	loc. Santa Caterina	8.938	37.400.000
4	Bari	via Toscanini, via Loiacono	8.205	17.100.000
5	Rivoli	Corso Francia 175	8.838	10.600.000
6	Pozzuoli	via Campana 223	14.261	18.600.000
7	Ravenna	via Pacinotti 20	5.544	6.000.000
TOTALE				100.700.000

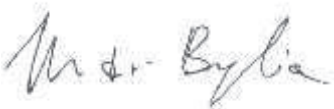
VARIAZIONI RISPETTO ALLA RELAZIONE SEMESTRALE DEL 30 GIUGNO 2015: -7,36%

Di seguito si evidenziano gli elementi che hanno determinato tale risultato:

- Aggiornamento dello stato locativo sulla base del Rent Roll aggiornato fornito dalla Proprietà;
- adeguamento dei tassi di rischio all'attuale congiuntura economica;
- aggiornamento della previsione di inflazione dei prossimi tre anni;
- adeguamento dei canoni di mercato sulla base dei rilievi effettuati sui mercati di riferimento;
- maggiore rischiosità attribuita nell'ipotesi di vendita dei beni sul mercato al termine dell'arco temporale di stima;
- maggiore prudenza attribuita alle rilocazioni delle più grandi superfici di vendita in termini di periodo di sfitto, inesigibilità o ricontrattazione dei canoni.

Per i dettagli relativi ai singoli asset del Fondo "Estense Grande Distribuzione" si rimanda ai Report di stima che sono da considerare parte integrante del presente documento.

Milano, 18 febbraio 2016



Mario Breglia
(Legale rappresentante)



Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)

Tutti i soggetti sopra indicati sono in possesso dei requisiti prescritti nell'art. 16, comma 2, del D.M. del 5 marzo 2015 n. 30 e più precisamente tali soggetti non versano in situazione di conflitto di interessi, non sussistono nei loro confronti le cause di incompatibilità indicate dai commi 11, 12 e 16 e sono rispettati i requisiti previsti dai commi 8 e 9.

Allegato: copia conforme lettera di incarico