



Fondo BNL Portfolio Immobiliare

Relazione sulla valutazione degli immobili al 31-12-2015

Spett.le BNP Paribas Real Estate

Via Carlo Bo, 11

20143 Milano

Milano, 25 febbraio 2016

Egregi Signori

in conformità all'incarico da Voi affidato per l'espletamento dell'attività di Esperto Indipendente, Avalon Real Estate S.p.A. ha predisposto la relazione di stima del valore degli immobili di proprietà del Fondo di investimento immobiliare denominato **BNL Portfolio Immobiliare** (di seguito "il Fondo"), alla data del 31-12-2015.

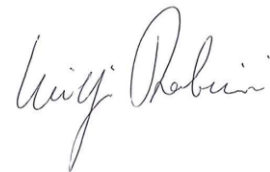
La valutazione degli immobili che costituiscono parte del patrimonio immobiliare detenuto dal Fondo è stata effettuata in ottemperanza a quanto disposto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, e in conformità alle Linee guida e ai principi e agli standard definiti da *RICS Appraisal and Valuation Standards* ("Red Book") "edizione 2014".

Il presente motivato parere ha carattere consultivo ed indipendente e non potrà essere divulgato o mostrato a terzi estranei senza il preventivo consenso scritto di chi scrive, fatte salve le fattispecie previste dalla normativa vigente o per espressa richiesta delle autorità competenti e non dovrà inoltre essere impiegato a fini diversi da quelli per cui viene redatto.

Con i migliori saluti,

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini¹



¹ Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

INDICE

1. IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	4
2. PROCESSO DI VALUTAZIONE	5
2.1 Finalità.....	5
2.2 Ipotesi di lavoro e limitazioni	5
2.3 Metodi di valutazione utilizzati	6
2.4 Principali assumption utilizzate nella valutazione.....	8
3. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE	10
ALLEGATO 1: LA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI	11
ALLEGATO 2: ANALISI DEL MERCATO NAZIONALE.....	11

1. IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Gli immobili di proprietà del Fondo BNL Portfolio Immobiliare oggetto della presente valutazione sono nove, localizzati prevalentemente nel Nord Italia nel territorio delle province lombarde di Milano, Varese, Monza e Brianza e, nel restante territorio nazionale, di Bologna, Roma, Genova e Villanova d'Albenga (Savona), come da dettaglio di seguito riportato.

ID	Città	Indirizzo	Destinazione d'uso	Superfici Ponderate (mq)
1	Villanova D'Albenga	Via Martiri 54	Logistico	20.492
2	Rozzano	Milanofiori 50- Palazzo	Uffici	9.945
3	Roma	Via Bianchini 61	Uffici	4.140
4	Milano	Via Bernina 12	Uffici	11.130
5	Genova	Via Fieschi 17	Autorimessa	213 Posti Auto
6	Gallarate	Via Lario 37	Commerciale	3.931
7	Bologna	Via Mattei 102	Uffici	11.144
8	Agrate Brianza	Palazzo Liocorno- Via	Uffici	11.718
9	Agrate Brianza	Palazzo Pegaso - Via	Uffici	4.263
Totale				76.763

Le seguente mappa di localizzazione mostra la dislocazione degli *asset* di proprietà del Fondo BNL Portfolio Immobiliare sul territorio italiano:



Fonte: Google Maps

2. PROCESSO DI VALUTAZIONE

2.1 FINALITÀ

Il processo di analisi è finalizzato alla determinazione del valore di mercato dei singoli immobili indicati nel precedente punto 1 facenti parte del portafoglio immobiliare del Fondo.

Per “valore di mercato”, secondo la definizione del *RICS Appraisal and Valuation Standards* (“Red Book”), si intende:

“L’ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, con cautela e senza coercizioni.”

2.2 IPOTESI DI LAVORO E LIMITAZIONI

Per l’espletamento dell’incarico ricevuto chi scrive ha fatto riferimento:

- a) Alla documentazione di supporto resa disponibile dal Committente; in particolare, dalla documentazione analizzata, sono stati ricavati i dati relativi a:
 - Consistenze degli immobili, (file in formato *.xls* denominato “*BNP_BPI_16.06.15-rev BNP*” ricevuto in data 22.12.2015);
 - Dati contrattuali (file in formato *.xls* denominato “*151231_BPI Rent Roll*” ricevuto in data 16.12.2015 e contratti relativi ad ogni immobile);
 - Documentazione catastale con aggiornamenti (Catasto Terreni, Catasto Fabbricati);
 - Documentazione tecnica (Due Diligence) per alcuni immobili;
 - Imu e Tasi (files in formato *.xls* denominati “*BPI_Saldo IMU_2015_DEF_check reim*” e “*BPIM_TASI_Saldo 2015_DEF_check reim*” ricevuto in data 22.12.2015);
 - Premi assicurativi (file in formato *.xls* denominato “*151210_BPI assicurazione dal 30.09.2015 al 30.09.2016*” ricevuto in data 22.12.2015);
 - Ipotesi di frazionamento per l’immobile sito in Villanova d’Albenga (file in formato *.pdf* “*Concept frazionamento Villanova d’Albenga (SV)*” Ricevuto in data 22.12.2015).
- b) Alle informazioni reperite *in situ* durante i sopralluoghi tecnico ispettivi degli immobili svolti nel corso del mese di dicembre 2015: location, contesto urbano, stato di conservazione, condizioni di manutenzione, dotazione impiantistica, indagini del mercato immobiliare locale.
- c) Ai metodi di valutazione previsti dalla prassi estimativa, come di seguito illustrati, nonché ai dati parametrici forniti dalle Fonti Istituzionali di Osservazione del mercato immobiliare (c.d. *data provider*).

L’attività svolta è basata inoltre sulle seguenti ipotesi e limitazioni:

- si assume come data di riferimento della valutazione il 31/12/2015;

- ogni immobile è stato valutato singolarmente e non come facente parte di un portafoglio immobiliare, pertanto il valore del portafoglio immobiliare nel suo complesso è stato ottenuto come sommatoria del valore dei singoli asset che lo compongono;
- al fine di accertare il valore, chi scrive ha effettuato sopralluoghi presso gli immobili di proprietà del Fondo durante il mese di Dicembre 2015;
- non sono state condotte analisi sulla conformità urbanistica e catastale dei beni immobili; si è pertanto assunto che gli immobili, nello stato di fatto, risultino conformi alle norme urbanistiche e catastali vigenti;
- i dati sulle consistenze immobiliari sono stati forniti direttamente dal Committente;
- gli immobili costituenti il portafoglio sono stati valutati nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano;
- con riguardo all'immobile sito in Villanova D'Albenga e a destinazione d'uso logistica, è stato ipotizzato il frazionamento delle superfici in tre diverse unità per far fronte alla debole capacità di assorbimento del mercato di capannoni di grandi dimensioni nella zona di riferimento. Le superfici e i costi da sostenere per il frazionamento sono state ricavate da uno studio di fattibilità fornito dalla committenza;
- sono state condotte analisi di mercato su *data provider* nazionali ed è stata condotta una *field analysis* sul territorio; le analisi di mercato sono a parere di chi scrive rappresentative della situazione di mercato di zona al momento della valutazione, tuttavia non si esclude che esistano segmenti di domanda e offerta ulteriori rispetto a quelli individuati e tali da modificare i parametri unitari adottati nella presente valutazione;
- non sono state condotte indagini sulla presenza di diritti di terzi e/o afferenti al diritto di proprietà;
- le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili alla data di stesura della presente valutazione. Chi scrive ha ritenuto opportuno escludere tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e imprevedibile, non coerenti con i principi generalmente adottati;
- non si è condotta nessuna analisi relativamente alla presenza di passività ambientali;
- non sono state effettuate verifiche delle strutture né rilevazioni sul terreno per la rilevazione della presenza di eventuali sostanze tossiche;
- non sono state condotte indagini sull'eventuale sussistenza di potenziali minus/plusvalenze e sull'eventuale conseguente impatto di natura fiscale;
- nella presente valutazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dal Committente. Chi scrive, pur avendo provveduto alle opportune verifiche sulla congruità e ragionevolezza delle ipotesi formulate per la redazione dei documenti ricevuti, ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi, senza procedere ad alcuna verifica indipendente delle informazioni ivi contenute.

2.3 METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI

Ai fini della determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo sono stati applicati principi generalmente riconosciuti nella prassi valutativa, coerentemente con quanto disposto dal Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, e in conformità alle Linee guida e ai principi e agli standard definiti da *RICS Appraisal and Valuation Standards* ("Red Book") "edizione 2014".

La valutazione è stata effettuata *asset by asset* secondo il criterio e il metodo di seguito riportato:

Metodo finanziario (*Discounted Cash Flow analysis*)

Il metodo si basa sul presupposto che nessun acquirente razionale sia disposto a pagare un prezzo per acquisire un bene immobiliare che sia superiore al valore attuale dei benefici economici che il bene stesso sarà in grado di produrre durante la sua vita utile.

Per quanto riguarda, nello specifico, gli immobili oggetto di valutazione, i benefici economici sono rappresentati, alternativamente o contestualmente:

- dai flussi di cassa generati dai redditi generati dai canoni di locazione dell'immobile al netto dei costi di gestione,
- dai flussi di cassa generati dall'operazione di trasformazione e messa a reddito dell'immobile al netto dei costi di gestione.

Il suddetto criterio è applicato ad immobili aventi le seguenti caratteristiche:

- immobili locati disponibili e valorizzabili nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano senza interventi strutturali significativi né cambi di destinazione d'uso,
- immobili suscettibili di riposizionamento sul mercato a seguito di interventi di valorizzazione che implicino la trasformazione fisica e urbanistica del bene (cambio di destinazione d'uso, demolizione, sviluppo e vendita in blocco o frazionata) in funzione di iter autorizzativi a diverso grado di maturità urbanistica.

L'applicazione del metodo finanziario presuppone:

- la determinazione dei flussi di reddito futuri, per un tempo ritenuto congruo, derivanti dalla locazione e/o alienazione del bene (ivi compreso il *Terminal Value*),
- la determinazione dei costi operativi di gestione dell'immobile (assicurazioni, tasse di proprietà, *property management*, manutenzioni straordinarie, ecc.) e/o dei costi di trasformazione (demolizione, costruzione, oneri di urbanizzazione, spese tecniche, ecc.),
- la determinazione dei Flussi di Cassa Operativi ante imposte,
- l'attualizzazione dei flussi di cassa, alla data di riferimento, ad un opportuno Tasso.

2.4 PRINCIPALI ASSUMPTION UTILIZZATE NELLA VALUTAZIONE

Si riportano di seguito le principali *assumption* utilizzate nella valutazione, rimandando all'Allegato 1 del presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione di ciascun immobile.

Indicatori monetari: le proiezioni dei flussi sono effettuate a valori nominali. Prudenzialmente, è stata considerata una componente inflattiva prospettica così distribuita:

- anno I: 0,7%;
- anno II: 0,9%;
- anno III e successivi: 2%.

Le superfici commerciali sono state calcolate attraverso la ponderazione delle superfici lorde fornite dal Committente, secondo percentuali applicate nella prassi valutativa.

I flussi di cassa e i tassi utilizzati nella valutazione non tengono conto dell'imposizione fiscale, né della struttura di finanziamento dell'operazione.

Immobili a reddito

Canoni di locazione: ai fini della determinazione dei flussi di cassa prospettici sono stati utilizzati i canoni di locazione comunicati dal Committente relativi ai contratti in essere sino alla naturale scadenza prevista dal contratto.

Valore di vendita, Terminal Value: il valore di dismissione dei singoli immobili è stato calcolato capitalizzando il reddito dell'ultimo periodo di piano attraverso un opportuno tasso di capitalizzazione (*Going Out Cap Rate*).

Costi gestionali in capo alla proprietà (property, inesigibilità, vacancy, manutenzione straordinaria, assicurazioni; imposta di registro, fee commerciale): sono stati stimati in misura percentuale sui ricavi lordi di locazione annui o sul valore di ricostruzione a nuovo (VRN) secondo parametri comunemente adottati nella prassi valutativa eventualmente declinati secondo le specificità dei singoli immobili.

I.M.U/TASI: il dato è stato fornito dal Committente.

Costi di commercializzazione (agency fee): stimati in misura percentuale sull'importo dei ricavi da locazione

Tassi: con riferimento al tasso di attualizzazione, trattandosi di una valutazione basata su flussi *unlevered* e prima dell'imposizione fiscale, è stato utilizzato un tasso rappresentativo del costo del capitale proprio (*Equity*), risultando di fatto irrilevanti, in assenza di benefici fiscali, le scelte di struttura finanziaria (debito) dell'operazione. Si è proceduto pertanto alla stima del suddetto tasso attraverso il metodo del *build-up approach*. In particolare il tasso è stato ottenuto attraverso il seguente algoritmo:

$$K_e = \text{Rendimento netto destinazione d'uso} + \text{Tasso di inflazione} + \text{Premium Risk}$$

ove:

- a. **Rendimento netto della destinazione d'uso**: rendimento netto medio di mercato rilevato dai principali *data provider* nazionali per la destinazione d'uso specifica
- b. **Tasso di inflazione**: è stata considerata una componente inflattiva di lungo periodo come più sopra espressa;
- c. **Premium Risk**: calcolato quale sommatoria ponderata di componenti di rischio attribuite all'immobile oggetto di valutazione quali:

- i. *Location*: esprime un giudizio sulle qualità dell'immobile rispetto alla localizzazione, accessibilità, pregio della zona in cui è inserito;
- ii. *Vendibilità/mercato*: esprime un giudizio sintetico sull'andamento del mercato immobiliare locale in termini di numero di transazioni, canoni di locazione, prezzi di vendita, scontistica e tempi medi di vendita;
- iii. *Qualità*: esprime un giudizio sulle caratteristiche dell'immobile in termini di qualità costruttiva, manutentiva, classamento energetico, pregio architettonico ecc.;
- iv. *Dimensione/fungibilità*: esprime un giudizio sull'appetibilità dell'immobile rispetto a parametri dimensionali e di flessibilità di utilizzo;
- v. *Tenancy*: esprime un giudizio² sintetico/qualitativo sulla capacità del conduttore dell'immobile di far fronte ai pagamenti dei canoni contrattualizzati.

Oneri di ristrutturazione: dato fornito dal committente o alternativamente stimato sulla base di costi unitari parametrici relativi alla tipologia edilizia da ristrutturare.

Immobili suscettibili di trasformazione (ristrutturazione)

Tempistica di sviluppo del progetto: è stata determinata, tenendo conto delle caratteristiche urbanistiche, dimensionali e di destinazione d'uso dei comparti di progetto.

Costi di ristrutturazione (Hard cost), Progettazione, Direzione Lavori e Coordinamento Sicurezza: sono stati forniti dal committente.

Superfici realizzabili in ottica di trasformazione: sono state ricavate dallo studio di fattibilità fornito dal committente.

Oneri di urbanizzazione, contributo sul costo di costruzione: ove dovuti sono stati calcolati in base parametri unitari riportati nei tabellari comunali.

LM.U/TASI: il dato è stato fornito dal Committente.

Costi di commercializzazione (agency fee): stimati in misura percentuale sull'importo dei ricavi da locazione.

Tassi utilizzati con riferimento al tasso di attualizzazione, trattandosi di una valutazione basata su flussi *unlevered* e ante imposizione fiscale è stato utilizzato un tasso rappresentativo del costo del capitale proprio (Equity), risultando di fatto irrilevante, in assenza di benefici fiscali, la struttura di finanziamento dell'operazione. Si è proceduto pertanto alla stima del suddetto tasso attraverso il metodo del *build-up approach*. In particolare il tasso è stato ottenuto attraverso il seguente algoritmo:

$$K_e = \text{Rendimento lordo destinazione d'uso} + \text{Tasso di inflazione} + \text{Premium Risk}$$

Ove:

Rendimento lordo destinazione d'uso: rendimento lordo di mercato rilevato dai principali *data provider* nazionali per la destinazione d'uso specifica

Premium Risk: calcolato quale sommatoria ponderata di componenti di rischio attribuite all'immobile oggetto di valutazione come indicato precedentemente.

² Il giudizio espresso è solamente qualitativo e prescinde da analisi di rating

3. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Attraverso il processo di valutazione dinanzi esposto e nel rispetto delle limitazioni e delle assunzioni enunciate, si è giunti alla determinazione del valore di mercato degli immobili di proprietà del Fondo alla data del 31 dicembre 2015.

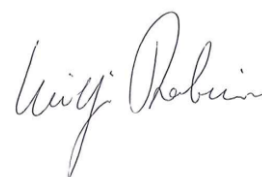
Si riporta di seguito una tabella sintetica che evidenzia il valore di ciascun immobile, rimandando all'Allegato 1 al presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione di ciascun immobile.

ID	Città	Indirizzo	Superfici Ponderate (mq)	Van
1	Villanova D'Albenga	Via Martiri 54	20.492	5.170.000
2	Rozzano	Milanofiori 50- Palazzo L e G	9.945	10.300.000
3	Roma	Via Bianchini 61	4.140	6.500.000
4	Milano	Via Bernina 12	11.130	26.400.000
5	Genova	Via Fieschi 17	213 Posti Auto	2.600.000
6	Gallarate	Via Lario 37	3.931	13.800.000
7	Bologna	Via Mattei 102	11.144	7.200.000
8	Agrate Brianza	Palazzo Liocorno- Via Paracelso 2-4-6	11.718	13.600.000
9	Agrate Brianza	Palazzo Pegaso - Via Colleoni 21	4.263	4.900.000
Totale			76.763	90.470.000

Milano, 25 febbraio 2016

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini³



³ MRICS; Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

ALLEGATO 1: LA VALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI

ALLEGATO 2: ANALISI DEL MERCATO NAZIONALE