



DESCRIZIONE SINTETICA DEL MODELLO VALUTATIVO E PRINCIPALI ASSUNZIONI

Il modello valutativo utilizzato è composto da quattro moduli così formati:

1. modulo contenente i dati di input quali: superfici e destinazioni d'uso degli immobili; dati relativi ad ogni singolo Contratto di Locazione (decorrenza, durata, Canone, ecc.), Canone di Mercato, Costo di Ricostruzione a Nuovo.
2. modulo utilizzato per la quantificazione dei flussi di cassa, dei capex, delle spese di rilocalizzazione, e dell'indicizzazione differenziale in relazione alle scadenze contrattuali e alla data della stima.
3. modulo per la determinazione del tasso di attualizzazione.
4. modulo di output contenente le risultanze delle elaborazioni sopra descritte.

In particolare il modello calcola automaticamente per ogni singolo Contratto di Locazione i Canoni di Locazione a Valore di Mercato, la ponderazione della quota sfritto/inesigibilità nel caso in cui ci siano più scadenze nello stesso periodo, nonché le indicizzazioni dei Canoni e dei costi costituenti i flussi di cassa.

Le principali assunzioni contenute nel modello valutativo sono così evidenziate:

- Tasso Annuo Medio di Inflazione attesa: 2%.
- Tasso Annuo Medio di Aumento dei Canoni di Mercato: 2%.
- Indicizzazione Annuo Canoni di Locazione al 75% del Tasso di Inflazione attesa.
- Costo di Ricostruzione: Il Costo di Ricostruzione dell'intero Portafoglio è pari ad € 256.480.000,00. Questo dato è stato utilizzato per la determinazione delle riserve per la manutenzione straordinaria e per le spese di assicurazione (Polizza Fabbricati).

osv il ligonari



Riserve per la manutenzione straordinaria: 1% del Costo di Ricostruzione degli edifici. Nel caso in cui i contratti di locazione stabiliscano che dette spese siano a carico del conduttore, prudenzialmente è stata comunque accantonata una quota pari allo 0.5% del Costo di Ricostruzione.

- Spese di Assicurazione (Polizza Fabbricati): 0,1% sul Costo di Ricostruzione degli edifici.
- Spese di Amministrazione: 3% dei Ricavi Lordi Effettivi per i Supermercati e 1% - 3% dei Ricavi Lordi Effettivi per gli altri immobili, in funzione del numero dei Contratti di Locazione.
- Commissioni di Rilocazione: per i Supermercati, al 10% del Canone Lordo Annuo rinegoziato. Per gli altri immobili sono state comprese come costo nella quantificazione dello sfitto/ inesigibilità.
- Sfitto/inesigibilità: questi costi sono stati calcolati con le seguenti percentuali sui Ricavi Potenziali:
 - Supermercati: 1% per la durata dei contratti in essere;
50% nell'anno del rinnovo contrattuale;
25% nell'anno successivo;
2% per gli ulteriori anni.
 - Altri immobili: Roma: 1% per la durata del contratto in essere;
40% per l'anno del rinnovo contrattuale;
20% per l'anno successivo;
2% per gli ulteriori anni.
Napoli: 1% per la durata del contratto in essere;
60% per l'anno del rinnovo contrattuale;
40% e 20% per i 2 anni successivi;
2% per gli ulteriori anni.
San Donato M.se 3° Palazzo Uffici: 1% per il nuovo contratto con ENI S.p.A.;
50% per l'anno del rinnovo contrattuale;
2% per gli anni successivi.

osv H Liguardi



Altri Immobili: 2% per la durata dei contratti in essere;

40% per l'anno dei rinnovi contrattuali;

20% per l'anno successivo;

2% per gli ulteriori anni.

- Tassi di Attualizzazione: sono stati determinati attraverso il “Built Up Approach” con i seguenti parametri:
 - Struttura finanziaria: 60% mezzi propri;
40% mezzi di terzi;
 - Mezzi propri: tasso di investimenti Free Risk + Spreads relativi all'illiquidità (1%) e al rischio di ogni specifico investimento commisurato al tipo di immobile, alla sua destinazione d'uso e ubicazione, nonché alle aspettative del Mercato Immobiliare di riferimento.
 - Mezzi di terzi: Euribor a 6 mesi + Spread relativo sempre al rischio di ogni specifico investimento.
- Tassi di Capitalizzazione: Il Tasso di Capitalizzazione è stato quantificato come differenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Tasso di Accrescimento Medio Annuo dei Canoni Immobiliari (2%) aumentato del Risk-Out.
- Capex: i capex applicati per le spese necessarie a ricondizionare la proprietà ad ogni scadenza contrattuale per poterla rilocare a Canoni di Mercato vengono calcolati applicando alla superficie lorda/commerciale un costo unitario di ripristino.
- Periodi utilizzati: i periodi utilizzati nel modello valutativo rappresentano il tempo espresso in numero di anni in cui l'investitore detiene l'immobile.

osv H. Liguori



Il loro numero dipende dalla durata residua dei Contratti di Locazione in essere alla data della stima e comunque mai inferiore a 15 anni.

Nel caso in cui la durata residua dei contratti sia superiore a 15 anni, dalla data della stima, viene considerato un numero di periodi maggiore per fare in modo che il Valore di uscita venga calcolato quando la locazione dell'immobile sia a regime, ovvero con una fisiologica percentuale (2%) di sfritto /inesigibilità.

osv H. Ligurini



ALTRE INFORMAZIONI

La valutazione è stata effettuata una prima volta con Valori riferiti alla data del 20 novembre 2005. Successivamente è stato eseguito un aggiornamento al 31 gennaio 2006, nel quale, oltre che allo scarto temporale, si è tenuto conto di eventuali rinnovi contrattuali, mentre sono rimasti invariati sia i tassi di attualizzazione e di capitalizzazione, sia i Canoni di Locazione di Mercato.

L'aggiornamento ha portato ad una differenza positiva di Valore tra il 31 gennaio 2006 e il 20 novembre 2005, dello 0,26%.

Non essendo la suddetta differenza significativa si sono mantenuti anche al 31 gennaio 2006 gli stessi Valori della precedente data, 20 novembre 2005.

Abbiamo altresì effettuato un'ulteriore simulazione valutativa al 31 marzo 2006 con gli stessi presupposti di cui sopra, ottenendo un apprezzamento dei valori pari allo 0,42% rispetto al 31 gennaio 2006.

Un ulteriore importante elemento di verifica è rappresentato dal "Cap-in lordo" o "Tasso di ingresso lordo", ricavato dal rapporto tra il Canone Lordo del primo periodo e il Valore di Mercato dell'immobile.

Il Cap-in esprime, in altre parole, la redditività iniziale dell'investimento ed è confrontabile sia con le aspettative reddituali del mercato, sia con operazioni effettuate, facendo comunque sempre riferimento ai diversi settori immobiliari.

La suddetta comparazione deve essere eseguita tenendo però conto delle diversità tra il dato risultante dalla valutazione e quello ricavato dal mercato.

Una delle più importanti è rappresentata dal fatto che quest'ultimo elemento deve essere "normalizzato" e "depurato" da eventuali distorsioni dovute alla scarsa trasparenza, alla limitata quantità delle operazioni, nonché alla fisiologica e intrinseca difficoltà dell'approccio comparativo.

Il Cap-in risultante dalla valutazione esprime a sua volta una redditività condizionata dal reddito iniziale dell'immobile, che può essere in linea col mercato, ovvero sopra o sotto rispetto allo stesso.

osv H. Liguardi



Il Cap-in deve perciò essere attentamente analizzato onde evitare errate interpretazioni.

Dalla valutazione al 31 gennaio 2006 del Portafoglio in oggetto risulta un Cap-in Lordo pari al 5,98%.

Sono stati ipotizzati ulteriori 4 scenari valutativi così rappresentati:

1. aumento di un punto percentuale del tasso free-risk: questa ipotesi porta ad un risultato pari a Euro 602.810.000,00, con uno scostamento pari al -19,77% rispetto alla valutazione al 31 gennaio 2006;
2. aumento di un punto percentuale del Canone di Mercato: questa ipotesi porta ad un risultato pari a Euro 727.400.000,00 con uno scostamento pari al +0,74%% rispetto alla valutazione al 31 gennaio 2006;
3. aumento di un punto percentuale del tasso medio annuo dell' inflazione attesa: questa ipotesi porta a un risultato pari a Euro 740.580.000,00 con uno scostamento pari al +2,51% rispetto alla valutazione al 31 gennaio 2006;
4. data di valutazione 31 gennaio 2007: questa ipotesi porta a un risultato pari a Euro 737.680.000,00 con uno scostamento pari al +2,12% rispetto alla valutazione al 31 gennaio 2006.

Questi scenari sono stati elaborati mantenendo invariate tutte le assunzioni generali adottate nelle valutazioni, salvo quelle sopraindicate.

REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.

Oswaldo Rigamonti

Direttore Generale