K2REAL
Real Estate Partners
Chartered Surveyors
RICS
K2Real – Key to Real S.r.l.
Via Meravigli, 13
20123 Milano
Tel. +39 02 45471386
Fax +39 02 45471387
www.k2real.com

DEA CAPITAL

Fondo "Atlantic 1"

Giudizi di congruità relativi alla cessione di un portafoglio costituito da 13 supermercati "Carrefour"

RISERVATO

R.P. – Relazione di Progetto

Data di Riferimento: 16/05/2018

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.

Milano 24 Maggio 2018

Rif. MF-15-0012.16

Spett.le **DeA Capital SGR S.p.A.**

Via Brera, 21

20121 Milano

C.a. Dott. Carlo Bianchi

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito e nell'espletamento del ruolo di Esperto Indipendente e in ottemperanza ai criteri di valutazione indicati al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo IV del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, K2Real-Key to Real S.r.l. ha proceduto alla formulazione di tredici giudizi di congruità pre-disposal per num. 13 asset immobiliari e ad un giudizio di congruità pre-disposal relativamente all'operazione di cessione dell'intero portafoglio costituito dai medesimi, afferenti al Fondo di Investimento Immobiliare denominato "Atlantic 1", alla Data di Riferimento del 16/05/2018.

Con i migliori saluti.

K2REAL – Key to Real
Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Garuti – MRICS
Managing Partner

INDICE

1. OGGETTO DI ANALISI **3**

1.1. Inquadramento generale **3**

1.2. Distribuzione territoriale & Location **4**

2. ANALISI **5**

2.1. Finalità dell'analisi **5**

2.2. Processo di analisi **6**

2.3. Technicality & modello di analisi **7**
2.3.1. Technicality 7
2.3.2. Parametri di base & main assumptions 8

2.4. Team di progetto **10**

3. RISULTATI DELL'ANALISI **11**

.....

Allegato A – Schede di Sintesi

Allegato B – Appraisal Forms

Allegato D – Modus operandi & Condizioni al contorno

Allegato E – Disclaimer & General Agreement

1. OGGETTO DI ANALISI

1.1. Inquadramento generale

Il perimetro oggetto di analisi per la formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal relativamente al Fondo "Atlantic 1" risulta, alla Data di Riferimento del 16/05/2018, costituito da un portafoglio immobiliare composto da n.13 assets immobiliari a destinazione commerciale, come di seguito individuato.

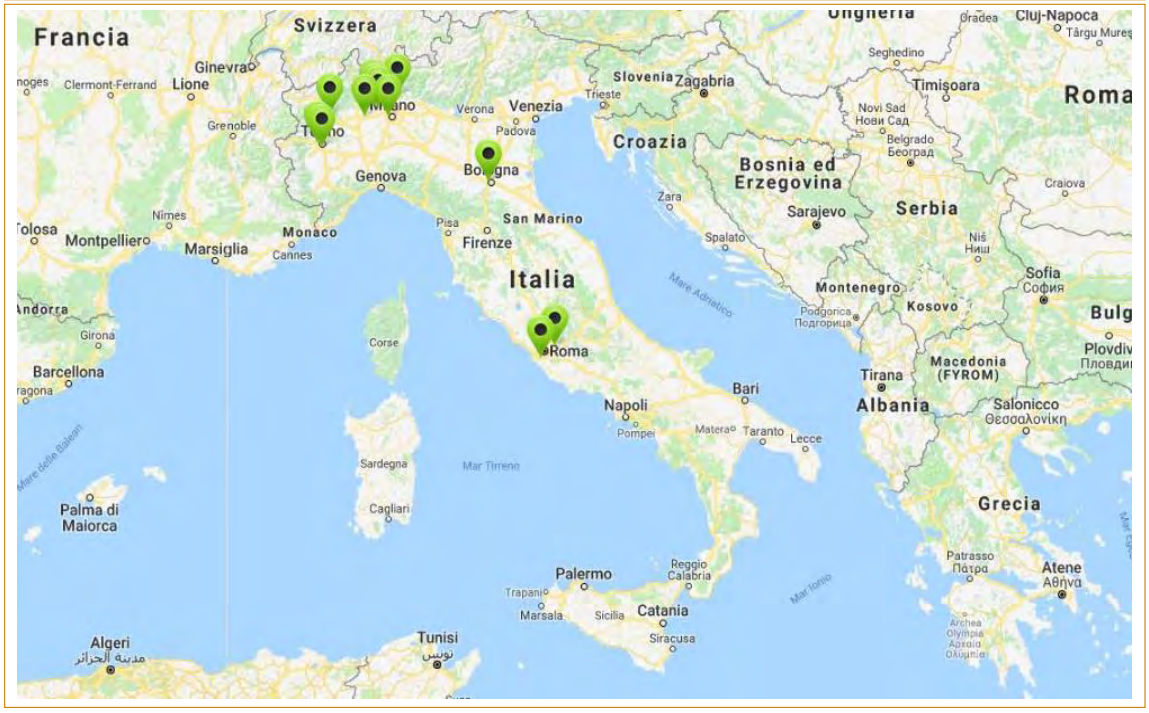
N.	Codice K2Real	Comune	Indirizzo	Identificativo	Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruzione	Superficie lorda (Gross Area Totale) [Mq]	Superficie coperta (Gross Building Area) [Mq]
1	BO-000346	Bologna	Via Don Sturzo 37/39		AS IS: commerciale	1964	1.690	1.690
2	LC-000030	Barzago	Via XXV Aprile 1		AS IS: commerciale	1991	4.093	4.093
3	MI-002513	Milano	Via Soderini 48		AS IS: commerciale	1968	4.192	4.192
4	MI-002518	Legnano	Via Pionieri dell'Aria Legnanesi		AS IS: commerciale	1975	2.632	2.632
5	NO-000028	Novara	Via Gnifetti 80		AS IS: commerciale	1990	2.346	2.346
6	RM-001645	Tivoli	Via Tiburtina Valeria 261		AS IS: commerciale	1986	2.665	2.665
7	RM-001646	Roma	Via degli Eroi di Rodi 16		AS IS: commerciale	1989	8.711	8.711
8	TO-000308	Grugliasco	Via Spanna 1/25		AS IS: commerciale	1991	2.249	2.249
9	TO-000309	Ivrea	Via Cincovallazione 54		AS IS: commerciale	1959	3.337	3.337
10	TO-000310	Moncalieri	Via Vittime Bologna 1		AS IS: commerciale	1992	5.906	5.906
11	VA-000090	Busto Arsizio	Via delle allodole		AS IS: commerciale	1992	5.885	5.885
12	VA-000091	Gallarate	Via Varese 22		AS IS: commerciale	1985	2.770	2.770
13	VA-000092	Castellanza	Via del Buon Gesù 10		AS IS: commerciale	1988	2.984	2.984

1.2. Distribuzione territoriale & Location

L'asset allocation degli immobili in esame afferenti al Fondo "Atlantic 1" è caratterizzata da immobili ubicati prevalentemente nel Nord Italia con una presenza più contenuta, in termini numerici, di assets nella città di Roma e Tivoli:

- num. 2 assets ubicati in provincia di Milano (n. 1 a Milano ed 1 a Legnano);
- num. 3 assets ubicati in provincia di Varese (n. 1 a Gallarate, n. 1 Busto Arsizio ed 1 a Castellanza);
- num. 1 asset ubicato Barzago LC;
- num. 1 asset ubicato a Novara;
- num. 3 assets ubicati in provincia di Torino (n.1 a Grugliasco, n.1 Ivrea ed 1 a Moncalieri);
- num. 1 asset ubicato a Bologna;
- num. 2 assets ubicati in provincia di Roma (n.1 a Roma ed 1 a Tivoli);

Portfolio overview – inquadramento geografico



L'asset class dei beni immobiliari in oggetto risulta riconducibile principalmente a quella degli "income producing building", trattandosi di assets per lo più adibiti a funzioni attinenti la vendita alimentare (supermercati) interamente locati (0% di Vacancy).

2. ANALISI

2.1. Finalità dell'analisi

Con riferimento al portafoglio immobiliare come precedentemente individuato, alla Data di Riferimento del 16/05/2018, l'analisi condotta è stata finalizzata alla determinazione di un **"Giudizio di congruità pre-disposal"**, relativamente al corrispettivo offerto in ragione di una "promessa irrevocabile di acquisto" presentata dalla società "ITRAS Spa", datata 15/05/2018 e successivamente integrata[1], con la quale il potenziale acquirente ha proposto di addivenire all'acquisto in blocco dei n° 13 immobili, a destinazione commerciale locati a società del gruppo Carrefour, a fronte della corresponsione di un controvalore definito a corpo in 47.000.000 euro.

Al riguardo si è pertanto dato altresì seguito all'analisi di valutazione degli assets immobiliari interessati dal giudizio di congruità pre-disposal, ciascuno considerato su base "A by A – Asset by Asset" (i.e. considerando ognuno degli assets individualmente quale autonoma entità) con la finalità di determinazione del **"FV-Fair Value (as is)"** equiparato al **"MV-Market Value"**[2], laddove con tale accezione sia da intendersi il più probabile prezzo di trasferimento di ciascun 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.

Rimandando per ulteriori approfondimenti al Glossario all'uopo predisposto all'Allegato B, si ricorda che, nella *market practice* adottata da K2Real, il Giudizio Integrato di Valore ed, in quanto tale, per il caso di specie, il "FV-Fair Value", 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 ed allo stato del libero mercato alla Data di Riferimento;

[1] come comunicatoci dalla SGR in data 23/05/2018
[2] vedi: VPS 4 (Basi del valore, assunzioni e assunzioni speciali) degli "Standard professionali di valutazione – RICS 2014"

- "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;
- ipotesi che gli assets immobiliari siano stati offerti sul libero mercato per un periodo ritenuto ragionevolmente sufficiente alla manifestazione di interesse ad opera di una controparte (interesse all'acquisto, qualora gli assets immobiliari siano offerti in vendita e/o interesse alla locazione qualora offerti in locazione).

2.2. Processo di analisi

L'analisi è stata condotta pertanto comparando (i) il corrispettivo offerto, sulla base della documentazione fornita da DeA Capital SGR S.p.A., (ii) con il Fair Value (as is) stimato alla Data di Riferimento del 16/05/2018.

Al fine di implementare l'analisi di valutazione alla Data di Riferimento del 16/05/2018 è stata pertanto effettuata una "Desktop Analysis", quale aggiornamento della "Full Analysis" precedentemente svolta alla Data di Riferimento del 31/12/2017 in sede di monitoraggio semestrale.
Più precisamente per "Full Analysis" è 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 K2Real.
Si precisa che si è fatto riferimento al supporto fornito dalle precedenti valutazioni condotte, per quanto attiene alla documentazione tecnica, mentre sono stati recepiti gli eventuali aggiornamenti

derivanti da variazioni di mercato, così come altra variazione intervenuta nella situazione amministrativa e locativa.

A tal proposito si ribadisce che i dati di input relativi (i) alla situazione locativa e (ii) alle consistenze funzionali all'implementazione delle valutazioni, nell'ambito del più ampio set informativo di natura tecnico-amministrativa nella finalità della procedura, sono stati acquisiti direttamente dalla documentazione fornita dal Cliente senza procedere ad alcuna verifica in merito, come espressamente definito nell'ambito degli accordi contrattuali.

2.3. Technicality & modello di analisi

Meglio precisate, come sopra, le modalità di esecuzione delle attività operative connesse all'analisi di valutazione finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value degli assets oggetto del giudizio di congruità pre-disposal, vengono nel seguito illustrati i criteri di analisi e le note metodologiche che vi sottendono.

2.3.1. Technicality

In sede di valutazione sono stati applicati principi e criteri generalmente accetti nella prassi estimativa, e riconosciuti dalle direttive di carattere generale stabilite in merito dalla Banca d'Italia conformandosi, nella fattispecie, alle guidelines che sottendono gli standard internazionali IVS e RICS, con particolare riferimento ai principi enunciati in seno al cosiddetto "Red Book" i.e. "Standard professionali di valutazione RICS – Gennaio 2014" che rappresenta la versione in lingua italiana di riferimento, facendo ricorso alle technicalities qui di seguito illustrate.

(i) **"Income Approach / 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, property taxes, manutenzione straordinaria) e dei costi di valorizzazione (demolizione, ricostruzione, nuova edificazione, ristrutturazione, risanamento conservativo, ...);

- calcolo dei UFCF-Unlevered Free Cash Flows pre-tax;
- attualizzazione, alla Data di Riferimento dell'analisi, dei flussi di cassa.

(ii) **"Market Approach" (Approccio Comparativo)** – basato sul confronto fra l'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; ai fini della presente nota metodologica si può asserire che, nell'ambito di un approccio finanziario si è compenetrato l'approccio comparativo per quanto attiene la determinazione dei livelli di canone di locazione di mercato (Market Rent) per tale destinazione d'uso, oltre che per l'eventuale riscontro del valore finale del bene rispetto ad operazioni rilevanti aventi ad oggetto la compravendita di immobili di caratteristiche comparabili rispetto a quelli in oggetto.
Per ogni altra considerazione in termini di metodologie applicate si rimanda alla valutazione elaborata in sede di analisi periodica alla Data di Riferimento del 31/12/2017 (ns. Rif. MF-15-0012.08).

2.3.2. 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) indice inflattivo assunto quale (i) media mobile tra l'inflazione storica e programmata (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'indice inflattivo;

(iv) rivalutazione annua dei redditi da locazione in essere in base alla normativa in materia vigente;

(v) adozione di tempi medi di vacancy e percentuale di 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, quale percentuale dei ricavi lordi potenziali da locazione;

(vii) stima dei costi di assicurazione quali percentuali del Reinstatement Cost[3];

(viii) stima dell'incidenza delle manutenzioni straordinarie, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale del Reinstatement Cost[4];

(ix) stima dell'imposta di registro sulla 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) stima dell'importo delle property taxes.

[3] Definito come il costo di riproduzione del bene secondo tecnologie costruttive e con materiali di cui all'epoca di costruzione dell'asset stesso, con espressa esclusione del terreno, utilizzato ai fini assicurativi

[4] Ibidem

2.4. Team di progetto

Il team di professionisti K2Real coinvolti direttamente al fine dell'espletamento delle attività di Progetto è composto come di seguito illustrato.

Responsabile dei processi di valutazione:
Arch. T. Garuti, MRICS - Managing Partner

Responsabile di Progetto:
Ing. Ugo Festini, MRICS, CIIA – Partner
Dott. Andrea Lazzarich - Partner

Attività tecniche:
Dott. Federico Jardini - Project Manager
Dott. Giuseppe Russo
Dott. Federico Turturiello

3. RISULTATI DELL'ANALISI

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)) relativo a n.13 l'assets immobiliari afferenti al fondo immobiliare "Atlantic 1", alla Data di Riferimento del 16/05/2018 Asset by Asset.

In particolare, a fronte del corrispettivo complessivamente offerto nell'ambito dell'operazione di acquisizione immobiliare, si è in primis eseguito un'analisi assets by assets relazionato il FV-Fair Value stimato con il "Prospetto di suddivisione prezzo" fornito al riguardo:

Asset in oggetto	FV-Fair Value al 16/05/2018	Proposta irrevocabile di acquisto ITRAS Spa	Delta (%)	Giudizio
[MI-002513] MILANO, Via Soderini	7.080.000,00	8.000.000,00	13%	Congruo
[MI-002518] LEGNANO, Via Pionieri Dell'Aria	3.460.000,00	3.000.000,00	-13%	Non congruo
[VA-000091] GALLARATE, Via Varese	3.730.000,00	3.200.000,00	-14%	Non congruo
[VA-000090] BUSTO ARSIZIO, Via Delle Allodole	6.280.000,00	4.600.000,00	-27%	Non congruo
[VA-000092] CASTELLANZA, Via del Buon Gesù	2.970.000,00	2.600.000,00	-12%	Non congruo
[LC-000030] BARZAGO, Via XXV Aprile	2.990.000,00	2.400.000,00	-20%	Non congruo
[NO-000028] NOVARA, Via Gnifetti	2.440.000,00	1.900.000,00	-22%	Non congruo
[TO-000308] GRUGLIASCO, Via Spanna	2.920.000,00	2.800.000,00	-4%	Congruo
[TO-000309] IVREA, Via Circonvallazione	2.230.000,00	1.600.000,00	-28%	Non congruo
[TO-000310] MONCALIERI, Via Vittime Bologna	7.500.000,00	8.500.000,00	13%	Congruo
[BO-000346] BOLOGNA, Via Don Sturzo	1.950.000,00	1.800.000,00	-8%	Congruo
[RM-001645] TIVOLI, Via Tiburtina Valeria	3.400.000,00	2.750.000,00	-19%	Non congruo
[RM-001646] ROMA, Via Degli Eroi Di Rodi	4.690.000,00	3.850.000,00	-18%	Non congruo

Il giudizio di congruità per singolo immobile è stato valutato tenendo presente un intorno coerente al più probabile valore di mercato e definito pari al 5-10% rispetto al Fair Value (as is) identificato alla corrente Data di Riferimento. Corrispettivi inferiori rispetto al valore di mercato ma che rientrano all'interno di questa soglia sono reputati di conseguenza come congrui, mentre corrispettivi che sono posizionati al di sotto di tale range sono stati reputati come non congrui.

Preso atto che:

(i) la differenza tra prezzo offerto da ITRAS Spa è di ca. 9% inferiore al FV-Fair Value in forma aggregata;

(ii) alla proposta di acquisto formulata in data 15/05/2018 e successivamente integrata dalla società "ITRAS Spa" per il portafoglio immobiliare nelle sua interezza (n.13 assets immobiliari)

sottende un prezzo da considerarsi per la transazione "in blocco" degli assets (non essendo contemplata la facoltà di acquisizione di una sola quota degli immobili[5]);
(iii) a tale fattispecie sottende quindi una riduzione dei tempi di dismissione rispetto ad una vendita "Asset by Asset" (a cui corrisponde un FV-Fair Value in forma aggregata di 51.640.000 Euro), fattispecie a cui è relazionato un potenziale "sconto di portafoglio";
(iv) in tale contesto, si riscontra nella prassi di mercato un delta complessivo tra prezzo offerto e FV-Fair Value in forma aggregata anche superiore al 10-20%, spesso correlato ad un elevato potere negoziale della parte acquirente nell'ambito della trattativa sottesa alla compravendita, specie ove connesso a tempistiche di liquidazione di un Fondo immobiliare.

Sulla base degli elementi esposti e nell'ambito di una vendita in blocco del portafoglio individuato, si ritiene pertanto ragionevolmente **congruo** l'importo offerto dalla società ITRAS Spa pari ad **Euro 47.000.000,00** (euro quarantasette milioni).

.....

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 ritengono ragionevoli i giudizi e conclusioni espresse nell'ambito dell'espressione del giudizio di congruità rispetto al prezzo di compravendita proposto ed il più probabile Valore di Mercato, nell'accezione di FV-Fair Value, degli assets in questione ed alla Data di Riferimento, evidenziandone tuttavia la volatilità derivante dallo scenario di incertezza - acuito dalla vicenda 'Brexit' non ancora pienamente stabilizzatasi e dall'indeterminatezza circa le prospettive politico-economiche nazionali e globali - nell'ambito del quale si è operato.

In fede.

K2REAL – Key to Real
Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Garuti – MRICS
Managing Partner

[5] Salvo l'emergere di circostanze obiettivamente tali da pregiudicare la trasferibilità di alcuni immobili e/o l'esercizio di facoltà di prelazione dei conduttori. Tale circostanza non è tuttavia contemplata nell'analisi.