



K2REAL



Real Estate Partners
Chartered Surveyors
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"- Castelletto Sopra Ticino, SS

Sempione

Giudizio di congruità

RISERVATO

R.P. – Relazione di Progetto

Data di Riferimento: 12/12/2017

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 14 Dicembre 2017

Rif. MF-15-0012.09

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 effettuato la formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal alla data del 12/12/2017 per una porzione dell'asset "NO-000029_Castelletto Sopra Ticino, SS Sempione" nell'ambito del Fondo di Investimento Immobiliare denominato "Atlantic 1".

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. Descrizione	3
1.3. Location	4
1.4. Situazione locativa	5
1.5. Elenco contratti di locazione	5
2. ANALISI	6
2.1. Finalità dell'analisi	6
2.2. Processo di analisi	7
2.3. Technicality & modello di analisi	8
2.3.1. Technicality	8
2.3.2. Parametri di base & main assumptions	9
2.4. Team di progetto	11
3. IL MERCATO DI RIFERIMENTO	12
3.1. La situazione macroeconomica	12
3.2. Il mercato immobiliare retail	14
4. RISULTATI DELL'ANALISI	16

Allegato A – Documentazione visionata	
Allegato B – Appraisal Forms	
Allegato C – Glossario	
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 12/12/2017, costituito da una porzione di un asset immobiliare come di seguito individuata.

<i>N.</i>	<i>Descrizione e Ubicazione</i>	<i>Destinazione d'uso prevalente</i>	<i>Identificativo catastale</i>
1	[NO-000029] Castelletto Sopra Ticino_SS Sempione, KM 58,6 Ubicazione: Area periferica Tipologia: (ex) Supermercato	Commerciale	Foglio 8, particella 9

La porzione immobiliare fa parte di un complesso più ampio identificato catastalmente invece come segue¹. Tale porzione è esclusivamente locata al gruppo "Calzature Pittarello G.L.G. S.r.l.":

Comune	Catasto	Foglio	Mappale	Sub	Categoria/Qualità
Castelletto Sopra Ticino	Fabbricati	8	410	1	D08 - Fabbricati costruiti per speciali esigenze di attività commerciali
Castelletto Sopra Ticino	Terreni	8	497	-	128 - Ente urbano
Castelletto Sopra Ticino	Terreni	8	508	-	128 - Ente urbano
Castelletto Sopra Ticino	Terreni	8	509	-	128 - Ente urbano
Castelletto Sopra Ticino	Fabbricati	8	9	-	D08 - Fabbricati costruiti per speciali esigenze di attività commerciali

1.2. Descrizione

La porzione in analisi è un fabbricato da cielo-terra che si sviluppa su due piani fuori terra. L'impianto basamentale è di forma regolare, libero sui quattro lati. L'immobile è situato lungo via Sempione (Strada Statale 33), importante asse di penetrazione alla città di Castelletto Sopra Ticino e di collegamento con la Lombardia, fruendo pertanto di ottima visibilità.

L'ingresso principale è a livello del parcheggio, da cui si accede alla zona vendita. La zona vendita è un open space ritmato da pilasti in cemento.

¹ Fonte: Allegato "H" all'atto di apporto Rep. 2387, Racc. 1427 del 16 febbraio 2006 del notaio Monica De Paoli, iscritto al Collegio Notarile di Milano

Il bene è stato utilizzato in passato come supermercato per la vendita al minuto di alimenti e altri prodotti, ad oggi è invece occupato dal conduttore "Calzature Pittarello", in forza di un contratto di locazione avente efficacia dall'1 agosto 2016 e di tipologia 9+9 anni.

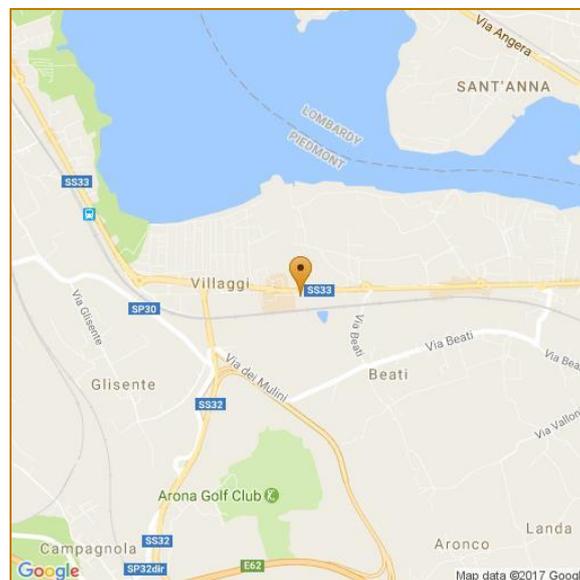
L'area esterna è adibita a parcheggio con circa 250 posti auto nelle immediate vicinanze dell'immobile.

La dotazione impiantistica è di buon livello, così come il relativo stato di manutenzione. L'immobile è stato infatti interamente riqualificato nel corso del 2016-2017 per ospitare tale conduttore.

La parte non oggetto di offerta è invece riferita ad un ristorante locato al gruppo McDonald's, identificato catastalmente col mappale 410.

1.3. Location

L'immobile, sito in provincia di Novara, più precisamente nel comune di Castelletto Sopra Ticino, è situato a fianco della SS 33, asse stradale importante che connette Castelletto Ticino all'autostrada A26. Lungo questa via sono presenti diversi immobili ad uso commerciale con relative aree parcheggio.



L'intorno è caratterizzato dalla presenza di immobili di 2/3 piani fuori terra con destinazione commerciale, relativi uffici ed eventuali residenze. La zona fiancheggia entrambi i lati dell'asse viario rappresentato dalla SS 33 del Sempione.

Ogni fabbricato facente parte della zona è circondato o servito da un parcheggio a raso.

Per ulteriori dettagli si rimanda alla valutazione identificata in sede di analisi periodica alla Data di Riferimento del 30/06/2017 (ns. Rif. MF-15-0012.06).

1.4. Situazione locativa

L'asset immobiliare oggetto di analisi alla Data di Riferimento, come da informativa fornita, risulta interamente locato (0% vacancy), con un contratto di locazione a terzi aventi le seguenti caratteristiche:

1.5. Elenco contratti di locazione

Locatario	Destinaz d'uso prevalente	GLA effettiva locata (mq)	Tipologia contratto	Canone di locazione a regime (Euro/anno)	Data decorrenza contratto	Prima scadenza contrattuale	Ultima scadenza contrattuale	Indicizz.
Calzature Pittarello GLG S.r.l.	commerciale - deposito/stoccaggio	3.504	9+9	470.000	01/08/2016	31/07/2025	31/07/2034	100 %

Note

(1) Calzature Pittarello GLG S.r.l.

Dettaglio scalettatura Euro 0,00 dal 01/07/2016 al 30/06/2017
Euro 400.000,00 dal 01/07/2017 al 30/06/2018

2. ANALISI

2.1. Finalità dell'analisi

Il presente documento è finalizzato alla formulazione di un giudizio di congruità pre-disposal circa il corrispettivo offerto in ragione di una "promessa irrevocabile di acquisto" presentata da Rabbit S.p.A., il giorno 12 dicembre 2017.

Tale giudizio è basato sul confronto di tale corrispettivo con il valore di tale porzione immobiliare, ovvero con il suo FV-Fair Value (as is)², alla Data di Riferimento del 12/12/2017.

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

Si rimanda per ulteriori approfondimenti al Glossario all'uopo predisposto all'Allegato C.

² laddove con tale accezione si intende l'ammontare stimato a cui un'attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata tra operatori di mercato nello stato di fatto e di diritto in cui si trova (as is), ove per "stato di fatto e di diritto" sono 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

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)* ottenuto alla Data di Riferimento del 12/12/2017 per tale porzione immobiliare e (iii) dello scostamento di tale corrispettivo offerto rispetto al secondo.

Al fine di implementare l'analisi di valutazione di ciascun assets alla Data di Riferimento del 20/11/2017 è stata effettuata una "Desktop Analysis" della "Full Analysis" precedentemente svolta alla Data di Riferimento del 30/06/2017 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 K2R.

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 ogni e qualsivoglia 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 *(as is)*, vengono nel seguito elencati i criteri di analisi, le note metodologiche e le assumptions precise che vi sottendono.

2.3.1. Technicality

In sede di valutazione sono stati applicati principi e criteri generalmente accettati 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 identificata in sede di analisi periodica alla Data di Riferimento del 30/06/2017 (ns. Rif. MF-15-0012.06).

2.3.2. Parametri di base & main assumptions

L'analisi ha considerato unicamente la porzione locata al gruppo "Calzature Pittarello G.L.G. S.r.l." in quanto oggetto di offerta, considerando pertanto unicamente il canone di locazione derivante da questa porzione immobiliare e attribuendo a tale porzione una rischiosità immobiliare in linea con quella dell'asset nel suo complesso in ragione della similarità delle destinazioni d'uso (commerciale) in esso presenti e localizzazione.

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 Cost³;
- (viii) stima dell'incidenza delle manutenzioni straordinarie, qualora non si disponga del dato reale, quale percentuale del Reinstatement Cost⁴;
- (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, CIAA** – Partner

Attività tecniche: **Dott. Andrea Ciarcia** – Project Manager

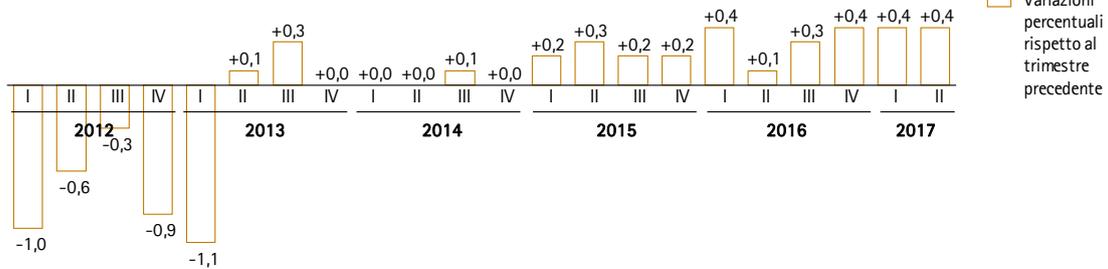
3. IL MERCATO DI RIFERIMENTO

3.1. La situazione macroeconomica

La situazione dell'**economia italiana** mostra un consolidamento nella crescita, il PIL infatti registra un incremento del +0,4% nel secondo trimestre 2017 dopo il +0,4% del primo trimestre 2017. Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, in cui si sono susseguite variazioni del PIL di misura quasi statica, comprese tra lo +0,1% e lo +0,4% su base trimestrale, viene riconfermato il trend di crescita.

Valore Aggiunto trimestrale italiano (IQ 2012-IIQ 2017)

Variazioni percentuali, trimestri-anni
Elaborazioni K2Real, su dati Istat



I principali fattori, oltre agli investimenti in spesa pubblica ed alle esportazioni, sono da attribuirsi alla domanda interna ed in particolare dagli investimenti, supportati anche dal miglioramento delle condizioni del mercato del credito.

L'economia italiana rispetto a quella di altre nazioni è però ancora inferiore in termini di crescita economica, ma il divario medio rispetto all'anno passato è di gran lunga minore ed in alcuni casi, su base trimestrale, addirittura superiore.

Ad esempio le variazioni congiunturali⁵ e le variazioni tendenziali⁶ registrate nel medesimo periodo, mostrano per il PIL tedesco un +2,3% a livello congiunturale (+2,8% a livello tendenziale), per il PIL francese un +0,5% e per il PIL britannico un +0,3%.

A livello "monetario" non si registrano particolari variazioni ove la politica della Banca Centrale Europea è rimasta pressoché immutata rispetto all'anno precedente, in termini di tassi di interesse applicati⁷, con tassi a breve e a lungo termine negativi o estremamente contenuti.

⁵ Da intendersi come variazione percentuale rispetto al trimestre precedente

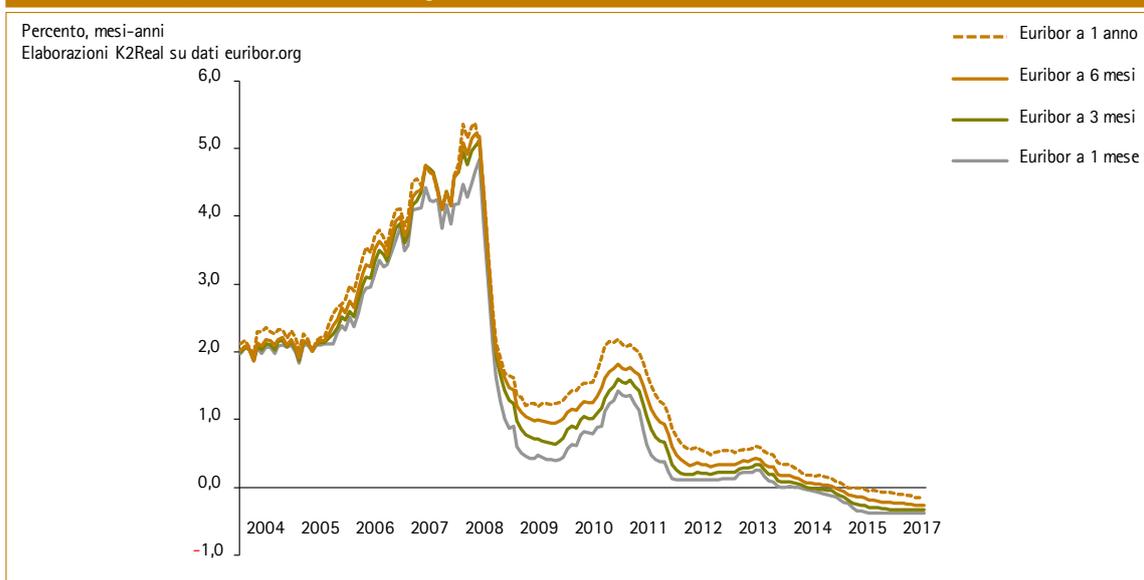
⁶ Da intendersi come variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente

⁷ Fonte: Notizia Ansa del 14 dicembre 2017

Per quanto riguarda invece i titoli di stato, dopo avere registrato un calo generalizzato nei mesi primaverili, dall'ultima settimana di giugno i rendimenti dei paesi avanzati sono risaliti, pur rimanendo su livelli contenuti⁸.

Con riguardo alle dinamiche della forza lavoro italiana si registrano lievi variazioni in positivo. A ottobre 2017, il tasso di occupazione rimane invariato al 58,1% e la disoccupazione diminuisce ancora lievemente, raggiungendo un tasso pari all'11,1% con 246mila unità in più rispetto al 2016⁹. A livello internazionale permangono ancora incertezze legate all'esito referendario inglese sull'appartenenza all'Unione Europea e alle modalità di uscita della Gran Bretagna dall'UE e riassetto dei grandi *hub* europei della finanza.

Euribor 1M, 3M, 6M, 1A (Gen 2004-Ago 2017)



Temi di attenzione centrali nell'economia italiana risultano ancora alcuni nodi problematici non risolti ancora adeguatamente e che interessano implicitamente anche il mercato immobiliare italiano, quali le sofferenze bancarie e gli NPLs. Il graduale rilascio, in particolare dei crediti in sofferenza, assieme all'irrobustimento dei principali indicatori economici, sta permettendo al sistema bancario di sostenere la crescita tramite l'erogazione di credito a famiglie e ad imprese, ad esempio, le erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni nell'ultimo anno si sono stabilizzate su tendenze in costante crescita rispetto agli anni pregressi, sostenendo di fatto il comparto immobiliare.

⁸ Fonte: Banca d'Italia, Bollettino economico n. 4/2017

⁹ Fonte: Rapporto Osservatorio del Mercato Immobiliare, III trimestre 2017

Proprio con riguardo al settore immobiliare si registrano alcune variazioni positive e una tendenza all'accelerazione delle compravendite che sembra essere legata a doppio filo con il ritmo di erogazione dei finanziamenti.

Gli ultimi dati disponibili a livello annuale indicano una ripresa delle transazioni, anche di quello commerciale, con una variazione positiva pari al +17% in questo specifico caso.

3.2. Il mercato immobiliare retail

Per quanto riguarda il settore del commercio al dettaglio gli ultimi dati pubblici disponibili¹⁰ indicano una sostanziale stabilizzazione del livello delle vendite e dei volumi di vendita al dettaglio rispetto al mese precedente, sia per quanto concerne la componente alimentare che per quella non alimentare.

Ancora ad oggi non è ben definita la direzione dell'economia tale per cui la propensione all'acquisto da parte dei consumatori non cresce costantemente in misura consistente. I dati risultano infatti ancora molto volatili senza delineare un trend consolidato di crescita in tutti i settori merceologici, dopo la chiusura degli ultimi anni in cui si era registrato un generale recupero generalizzato.

Il settore alimentare e non alimentare a livello mensile (settembre 2017-ottobre 2017) sono infatti rispettivamente calati del -0,9% e del -1% in termini complessivi di valori delle vendite, mentre a livello annuale (ottobre 2016-ottobre 2017) sono calati rispettivamente del -1,7% e -2,4%.

Per quanto attiene il settore non alimentare, al suo interno molto eterogeneo in termini merceologici, si registrano andamenti diversi a seconda della categoria di prodotto, anche se tutti accumulati da una variazione negativa.

Ad esempio, ad ottobre 2017 i valori complessivi delle vendite dei prodotti farmaceutici infatti accusano una variazione annuale negativa del -1,3%, gioielli ed orologi del -1,6%, i prodotti di profumeria del -1,7%, i mobili, il tessile e l'arredamento del -1,9%.

Le peggiori performance si registrano con riguardo alle calzature, gli articoli in cuoio e da viaggio con una variazione annuale negativa del -4,1% e con riguardo al settore dei giocattoli, sport e campeggio con un calo del -5%.

Indipendentemente da queste considerazioni nel corso del 2017 risultano essersi comunque perfezionate diverse operazioni sul mercato retail nazionale, con interessamenti anche da parte

¹⁰ Fonte: Istat, "Commercio al dettaglio", ottobre 2017

degli operatori stessi (sia per la locazione che l'acquisto diretto di punti vendita), segno di una fase di mercato in evoluzione, per quanto la fisionomia dei principali operatori non sia ancora ben certa. Secondo infatti alcuni recenti articoli di stampa¹¹ il gruppo Carrefour avrebbe deciso di dismettere due ipermercati con 500 unità in esubero. Assieme al gruppo francese Auchan la catena distributiva sarebbe in difficoltà con ricavi in contrazione prossimi o pari alla doppia cifra, di cui a beneficiarne sarebbero stati i concorrenti a basso costo Lidl ed Eurospin o delle italiane Esselunga o Coop.

Le incertezze presenti in seno al comparto della grande distribuzione si ripercuotono necessariamente anche sul lato degli investimenti.

In merito alle operazioni di compravendita si segnala il mantenimento di yield elevati per immobili ad elevato rischio di obsolescenza (mall ed outlet in primis), come testimonia la recente acquisizione da parte di Aedes SIIQ dell'Outlet di Serravalle ad un entry yield elevato, che pure ha un bacino importante di 6 milioni di visitatori all'anno.

Per shopping centre posizionati in buone location e aventi un bacino afferente a capoluoghi di provincia o importanti mete turistiche vi è invece un apprezzamento da parte degli investitori con redditività minori, mentre per immobili isolati, appartenenti a settori del cash & carry o non adeguatamente performanti invece il mercato dell'investimento richiede ancora incentivi e premi per il rischio consistenti per la compravendita.

Con riferimento al settore commerciale locale si registrano, con riguardo alle fonti istituzionali, valori unitari di vendita per i negozi compresi tra i 1.350 euro/mq e i 1.900 euro/mq e valori di locazione compresi tra gli 84 euro/mq/anno e i 121 euro/mq/anno. Si tratta di valori in linea con i comparativi situati in loco posti sul mercato della vendita e della locazione.

¹¹ Il Sole24Ore del 9 febbraio 2017

4. 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)) per l'asset oggetto di analisi, alla Data di Riferimento del 12/12/2017, che risulta pari a: 6.280.000,00 (seimilioniduecentottantamila virgola zero zero).

Preso atto che il prezzo di cui alla proposta di acquisto formulata in data 12/12/2017 da "Rabbit S.p.A." per l'asset immobiliare in oggetto risulta pari ad un importo di **Euro 6.500.000,00 (euro seimilionicinquecentomila virgola zero zero)**, si ritiene pertanto che il suddetto prezzo di vendita possa ritenersi congruo.

.....
Tutto quanto sopra premesso e considerato, fatto espresso riferimento ai parametri di base Et main assumptions, così come illustrati all'omonimo paragrafo, e fatte altresì salve le condizioni al contorno e disclaimers di cui agli allegati che costituiscono parte integrante del presente documento, si ritiene che quanto riportato da K2Real in merito all'operazione immobiliare, alla Data di Riferimento e sulla base dell'informativa fornitaci, risponda a criteri di ragionevolezza, evidenziandone tuttavia la volatilità derivante dallo scenario di incertezza - acuito dalla recente vicenda 'Brexit' - nell'ambito del quale sono stati stimati.

In fede.

K2REAL – Key to Real
Real Estate Partners
Chartered Surveyors

Tania Garuti – MRICS
Managing Partner

ALLEGATO A – DOCUMENTAZIONE VISIONATA

. Proposta irrevocabile di acquisto presentata da Rabbit S.p.A. del 12/12/2017

ALLEGATO B – APPRAISAL FORMS

. 20171218i-NO-000029_ Calzature Pittarello

ALLEGATO C – GLOSSARIO

Nel presente documento, e negli allegati che lo completano, salvo qualora in seno ai medesimi diversamente indicato, ai termini di seguito elencati deve intendersi attribuita la corrispondente definizione.

- (i) **"Asset immobiliare"** - Bene immobile (terreni, fabbricati, impianti fissi, aree ed opere edili esterne) oggetto di analisi, con espressa esclusione di ogni altro e diverso bene, compresi beni mobili e beni immateriali. In particolare, è prassi convenzionale di K2Real assumere, con riferimento specifico ai corpi di fabbrica a volumetria definita, il distinguo tra "complesso immobiliare", "fabbricato cielo terra", "porzione di fabbricato", "unità immobiliare" e "lotto di terreno", a seconda del perimetro che univocamente definisce l'entità dell'asset, generalmente individuata da precipuo titolo di proprietà.
- (ii) **"GBA-Gross Building Area" (Superficie lorda di fabbricato)** - Superficie coperta, espressa in metri quadrati (mq), misurata al filo esterno dei muri perimetrali dell'asset immobiliare, come su-anzi definito, ed alla mezzeria delle murature confinanti verso terzi.
- (iii) **"Uncovered building surfaces" (Superfici scoperte di fabbricato)** - Superfici, espresse in metri quadrati (mq), misurate al filo esterno degli spigoli che le definiscono, che risultano in estensione, prospienza e/o aggetto rispetto ai muri perimetrali dell'asset (quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, balconi, terrazzi, scale esterne di sicurezza)
- (iv) **"Gross Area totale" (Superficie lorda totale)** - Superficie complessiva, espressa in metri quadrati (mq), misurata al filo esterno dei muri perimetrali dell'asset immobiliare ed alla mezzeria delle murature confinanti verso terzi, inclusiva altresì delle superfici in estensione, prospienza e/o aggetto, definita dalla sommatoria di superfici coperte e scoperte, come sopra individuate.

- (v) **"GLA-Gross Lettable Area"** - Tutta o parte della superficie lorda totale suscettibile di generare "revenues" (introito economico), configurabile quale "lump sum" (somma una tantum), nell'ipotesi di alienazione, o di "proceeds" (reddito continuativo), nell'ipotesi di locazione a terzi. Nella fattispecie detta superficie, espressa in metri quadrati (mq), viene convenzionalmente determinata, a partire dalla superficie lorda, come segue:
- per gli assets immobiliari a qualsiasi destinazione d'uso (residenziale, terziario, commerciale, industriale et al):*
- esclusione di vani e/o locali tecnici, impianti, vani scala e/o ascensori e relativi sbarchi (qualora non di uso esclusivo di un singolo asset immobiliare);
- per i soli assets immobiliari a destinazione d'uso residenziale o, dietro specifica considerazione di merito, a destinazione d'uso diversa dal residenziale ma facilmente riconducibile a residenziale:*
- virtualizzazione mediante coefficiente di ponderazione pari al 50% per balconi e 30% per terrazzi e sottotetti privi di requisiti di abitabilità seppur accessibili (in funzione dell'altezza minima utile raggiunta).
- (vi) **"Analisi"** - Attività di indagine, di stima e di elaborazione dati condotta su un determinato oggetto, indipendentemente dal "giudizio di valore" cui si pervenga al termine di tale attività, e solitamente nota con l'accezione di "valutazione", qualora riferita allo status "as is" e finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value (as is), e di "analisi di valorizzazione", qualora riferita allo status "HBU" e finalizzata alla determinazione del FV-Fair Value (HBU). Oggetto di analisi è l'asset immobiliare (real estate asset), come suanzi definito, che si può configurare quale: real estate property (proprietà immobiliare) / real estate investment (investimento immobiliare) / real estate development/enhancement project (operazione di sviluppo/valorizzazione immobiliare).
- (vii) **"GIV-Giudizio Integrato di Valore"** - A seconda del "Tipo di Valore" (FV, VPV, MK, ...) di cui alla finalità dell'analisi e dello "Status" (as is, HBU, scenario...) che si sta assumendo ai fini dell'analisi stessa, può configurarsi nelle seguenti accezioni: "FV-Fair Value (as is/HBU/scenario)", "Market Rent (as is/HBU/scenario)", "VPV-Vacant Possession Value (as is/HBU/scenario)". La logica che sottende la determinazione del valore così definito presuppone la contestuale applicazione della pluralità di technicalities e metodologie di analisi, in modo da sfruttarne i reciproci aspetti di confronto, complementarità e sinergia.

(viii) **"Market Rent/ERV-Estimated Rental Value"** – l'ammontare stimato a cui un asset immobiliare dovrebbe essere locato a un conduttore 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 nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene – ciascun fattore come verificato e secondo assunzione alla Data di Riferimento della valutazione stessa. La definizione di "Market Rent/ERV-Estimated Rental Value" è una variazione della definizione di Valore di Mercato, facente di conseguente pieno ed integrale riferimento alle condizioni di ordinarietà proprie della definizione di Market Value.

(ix) **"FV-Fair Value (as is)"** – coerentemente alla definizione adottata dall'International Accounting Standards Board (IASB) nell'IFRS 13, come richiamata negli IVS-International Valuation Standards e recepita da RICS-Royal Institution of Chartered Surveyors (VPS 4 par. 1.5 e VPGA 1 degli "Standards Professionali di Valutazione RICS – Gennaio 2014), rappresenta il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

La locuzione "as is" adottata nella market practice di K2Real identifica che, in relazione ad un bene immobile, lo 'status' che si assume per la stima di tale prezzo di trasferimento è lo stato di fatto e di diritto in cui il bene 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 nonché la situazione locativa, il titolo di proprietà, l'eventuale presenza di servitù, gravami ed altri fattori connessi al godimento del bene – ciascun fattore come verificato e secondo assunzione alla Data di Riferimento della valutazione stessa

Il Fair Value è un concetto più ampio rispetto al Valore di Mercato e rappresenta una base di misurazione del valore richiesta o permessa in conformità ai Principi Contabili Internazionali IFRS, laddove nella definizione sopra richiamata, recepita negli Standard Internazionali di Valutazione IVS (standard IVS 300) e utilizzata ai fini dell'inclusione nei rendiconti economico-finanziari, il Fair Value è equiparato al Valore di Mercato, fermo restando che può essere determinato anche in assenza di un mercato di riferimento ampio

e dinamico, facendo pertanto ricorso a metodologie non direttamente correlate al mercato, quali le metodologie finanziarie e/o per capitalizzazione del reddito.

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

ALLEGATO D – MODUS OPERANDI & CONDIZIONI AL CONTORNO

- D.1 K2Real ha indicato espressamente la Data di Riferimento alla quale sono riferiti i giudizi di valore raggiunti. Il giudizio di valore espresso è basato sulle condizioni di mercato e sul potere d'acquisto della moneta alla Data di Riferimento, nonché sulla situazione urbanistica, come verificata e/o secondo assunzione, alla medesima data. Si precisa che per condizioni di mercato si intendono a mero titolo esemplificativo le condizioni economiche generali, i tassi di interesse, i livelli dei prezzi di mercato, la situazione locativa, le condizioni di liquidità generale del mercato, la normativa vigente et al..
- D.2 K2Real non ha proceduto ad una verifica delle aree e delle dimensioni degli assets immobiliari oggetto della presente analisi. Non si è proceduto (i) al *rilevo metrico in situ* finalizzato alla verifica delle aree e delle dimensioni degli assets immobiliari nè (ii) alla computazione grafica delle planimetrie fornite. Le consistenze utilizzate ai fini valutativi sono quelle fornite dal Cliente e l'analisi immobiliare è stata condotta sulla base della ulteriore documentazione disponibile. Si fa presente che il sopralluogo è stato svolto per quanto visibile e consentito dal Cliente o da chi per esso.
- D.3 K2Real non ha eseguito alcuna indagine ambientale, ma ha ipotizzato, ai fini valutativi, la conformità degli assets immobiliari in questione a quanto previsto dalle vigenti regolamentazioni in materia. K2Real inoltre, ha assunto che la parte proprietaria dei beni rispetti le regolamentazioni in materia ambientale e sia titolare di tutti i permessi, le concessioni rilevanti ai fini della presente analisi o che, in ogni caso, possa ottenerli e/o rinnovarli.
- D.4 L'analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l'esame dell'impatto ambientale derivante da sostanze pericolose (amianto, formaldeide, rifiuti tossici, ecc.) o potenzialmente tali, o il danno strutturale e le contaminazioni derivanti dagli effetti di terremoti.
- D.5 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito verifiche circa la compatibilità degli assets immobiliari con le prescrizioni vigenti in materia di accessibilità dei luoghi di lavoro alle persone disabili.
- D.6 K2Real, salvo diversamente previsto, non ha eseguito alcuna analisi del suolo, né analizzato i diritti di proprietà e sfruttamento dei gas e dei minerali presenti nel sottosuolo.

- D.7 I valori espressi non comprendono l'IVA e non sono stati considerati i costi, ivi compresi quelli fiscali, potenzialmente connessi alla vendita e/o alla acquisizione degli assets immobiliari.
- D.8 K2Real ha svolto delle indagini di mercato i cui risultati considera rappresentativi della situazione di mercato alla Data di Riferimento della presente valutazione. Tuttavia non si esclude che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta riferibili alle attività analizzate che possano, seppur non significativamente, variare parte dei parametri unitari utilizzati quali dati di input nella presente analisi.
- D.9 L'analisi che K2Real ha eseguito esclude specificatamente l'esame degli aspetti legali e fiscali. Restano di conseguenza espressamente esclusi dalla suddetta analisi gli accertamenti di natura amministrativa/giuridica/legale con riferimento, a mero titolo esemplificativo, alla situazione amministrativa (titoli di proprietà, servitù, vincoli e gravami, et. al.), alla correttezza e coerenza della situazione urbanistica rispetto alle norme generali, particolari o speciali, alla copertura assicurativa degli immobili, ai contratti di gestione immobiliare ed alla situazione locativa.
- D.10 K2Real, ai fini valutativi, ha presupposto che il diritto di proprietà sia valido ed efficace, esercitato nell'ambito dei confini e pienamente trasferibile, che non esista violazione del diritto di proprietà altrui né sconfinamento e che non esista alcuna ipoteca che non possa essere cancellata attraverso procedure ordinarie.
- D.11 In seno agli output di progetto, e negli allegati che li completano, sono contenute, sia in forma esplicita che implicita, previsioni e proiezioni, realizzate da K2Real, relative all'andamento del principale mercato di riferimento del Cliente. Data tuttavia l'impossibilità di prevedere con certezza gli eventi futuri, qualsiasi conclusione relativa alle previsioni economiche e finanziarie contenute negli output di progetto non può essere considerata certa, né i commenti presentati da K2Real possono essere considerati una garanzia degli sviluppi previsti.
- D.12 K2Real, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento da parte del Cliente dei propri obiettivi né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati forniti dal Cliente o da terzi riportati e/o elaborati in seno agli output di progetto e/o negli allegati che li completano, né delle opinioni basate su tali dati, che fossero analogamente riportate negli output di progetto e/o negli allegati che li completano.

ALLEGATO E – DISCLAIMER & GENERAL AGREEMENT

.....

E.1 Indipendenza & precisazioni di merito

K2Real ha agito in qualità di Esperto Indipendente. In particolare:

- (i) il ruolo di Esperto Indipendente è rivestito in coerenza a quanto disposto dall'art 16 del D.M. n. 30 del 5 marzo 2015;
- (ii) K2Real possiede una conoscenza adeguata del mercato specifico e capacità professionali e conoscenze sufficienti per effettuare la valutazione con competenza, e che rispetta quanto riportato nel paragrafo 1.2, Responsabilità della valutazione, dello standard PS 2 degli "Standard professionali di valutazione RICS – Gennaio 2014".

E.2 Informazioni

Tutte le informazioni ed i dati forniti dalla SGR (o da chi per essa), sui quali K2Real ha basato le proprie considerazioni e giudizi di valore, sono stati assunti quali attendibili ed accurati, non rientrando nell'ambito della commessa una loro sistematica verifica. K2Real non assume pertanto alcuna responsabilità circa la veridicità di dati, opinioni o stime fornite da terzi ed impiegate nello svolgimento del progetto, ancorché raccolte presso fonti attendibili, a meno che non rientrasse espressamente nell'oggetto della commessa la verifica di tali informazioni e dati.

E.3 Riservatezza

K2Real si è obbligata a mantenere strettamente riservati tutti i dati e le informazioni, relativi all'oggetto della commessa ed al suo svolgimento, e a non divulgarli o renderli noti a terzi, salvo che in ottemperanza a disposizioni e provvedimenti dell'Autorità.

K2Real si è obbligata a rispettare le norme contenute nel nuovo codice in materia di protezione dei dati personali (Decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196).

K2Real si è riservata il diritto di mostrare documenti di lavoro nell'ambito di verifiche ispettive di qualità o di conformità, svolte da enti accreditati ai quali K2Real è associata o intende associarsi. Sia K2Real che gli enti di certificazione garantiranno, per queste forme di accesso ai dati, la medesima riservatezza. Le informazioni non saranno trattate come riservate qualora:

- (i) esse siano, al momento o nel futuro, di pubblica accessibilità;
- (ii) le informazioni, nel momento in cui vengono fornite a K2Real, siano già pubbliche;
- (iii) le informazioni siano fornite da una parte terza non soggetta ad obblighi di riservatezza verso la SGR.

E.4 Incerteza di scenario

K2Real, in relazione all'incerteza dello scenario in cui si colloca l'opinione di valore espressa, per la presente analisi ha fatto riferimento alla VPGA9 del Red Book "Valutazione in mercati suscettibili di cambiamenti: certezza e incerteza", a cui si rimanda.

A seguito degli sviluppi occorsi in ambito finanziario, che hanno provocato notevoli effetti di restrizione del credito e carenza di liquidità e, più in generale, della crisi e della recessione globale che hanno coinvolto molte economie, compresa quella italiana, si registrano situazioni di estrema incerteza riguardanti l'evoluzione prevedibile dello scenario di mercato futuro, con conseguenze evidenti in termini di rischiosità e di volatilità sia dei valori di vendita che dei canoni di locazione degli immobili. Sulla base di queste considerazioni si consiglia pertanto, nel caso ci si appresti ad effettuare transazioni concrete, di fare riferimento a stime aggiornate che tengano conto dell'evoluzione di tali eventi. Tale raccomandazione risulta più attuale in considerazione dello scenario che la recente vicenda della Brexit ha determinato sui mercati finanziari e, coerentemente, anche sul comparto immobiliare. In particolare, sebbene i mercati risultino in fluttuazione a causa dell'imprevedibilità circa il futuro rapporto economico e politico tra UE e Regno Unito, coerentemente a quanto riportato in seno al documento "The implications of Brexit for RICS members in Europe" di Luglio 2016, si ritiene che lo scenario contingente possa produrre molteplici fattori in grado di influire, direttamente e indirettamente, sul mercato degli investimenti immobiliari, tali da acuire anche in misura significativa il carattere di volatilità dei giudizi espressi in un siffatto contesto di incerteza.

E.4 Limitazioni d'uso delle risultanze di progetto

Soltanto il Cliente (SGR), firmatario del Contratto, potrà utilizzare le risultanze del progetto svolto da K2Real. Il Cliente non potrà consentire a terzi l'utilizzo delle medesime risultanze e non potrà consentire a terzi di considerarle quali sostitutive di quelle eventualmente derivanti da proprie verifiche. Il Cliente, d'altro canto, non divulgherà, né renderà accessibile a terzi, nemmeno in parte, le risultanze del progetto svolto da K2Real, il materiale di proprietà di K2Real, l'oggetto della commessa, del servizio e del ruolo svolto da K2Real, fatto salvo il caso in cui il Cliente sia tenuto a fornire le informazioni in ottemperanza a disposizioni o provvedimenti dell'Autorità.

La presente "R.P.-Relazione di Progetto", eventualmente inclusiva di "Appraisal Forms" e "Analytical Report", elaborati da K2Real, potrà essere utilizzata esclusivamente per le finalità

pattuite tra le parti e secondo le avvertenze specificate nel documento stesso. Ogni altro uso è considerato improprio. Il possesso dei suddetti documenti – in originale o in copia – non dà dunque il diritto di renderli pubblici. Nessuna parte di detti documenti (in particolare, né le conclusioni né la firma o l'identità dei membri di K2Real che hanno firmato la R.P., né l'affiliazione alle organizzazioni professionali dei membri di K2Real) potranno essere divulgati a terzi attraverso prospetti, pubblicità, pubbliche relazioni, notiziari o altri mezzi di comunicazione senza il consenso scritto di K2Real.

E.5 *Standards professionali*

K2Real ha svolto i servizi di cui trattasi conformemente agli standards professionali applicabili. In ogni caso, i servizi professionali prevedono anche giudizi espressi in un ambito non sempre certo e basati su un'analisi di dati che possono non essere verificabili o assoggettati a cambiamenti nel corso del tempo. Il Cliente dovrà giudicare l'operato sulla base di quanto pattuito tra le parti e sulla base degli standards professionali applicabili.