

SCENARI IMMOBILIARI®

ISTITUTO INDIPENDENTE DI STUDI E RICERCHE

**RELAZIONE DI STIMA
PATRIMONIO IMMOBILIARE
“OLINDA FONDO SHOPS”
ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2014**

Luglio 2014

Indice

1. Premessa	pag.	1
2. Andamento del mercato immobiliare	pag.	2
3. Definizione di valore corrente di mercato e criteri di valutazione degli immobili	pag.	7
4. Metodologie utilizzate nella valutazione degli immobili	pag.	9
5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate	pag.	12
6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativo	pag.	13
7. Limiti della presente relazione	pag.	14
8. Conclusioni	pag.	18

ALLEGATI: Perizie di stima dei singoli immobili

SPETTABILE

Prelios Società di Gestione del Risparmio S.p.A.

Via Piero e Alberto Pirelli, 25

20126 Milano

Milano, 3 luglio 2014

1. Premessa

In relazione all'incarico ricevuto, *Scenari Immobiliari* ha provveduto a redigere la presente Relazione di stima comprendente le informazioni e le conseguenti elaborazioni atte a determinare il più probabile valore di mercato, alla data del 30 giugno 2014, dei seguenti 26 asset rientranti nel perimetro del patrimonio di "Olinda Fondo Shops":

Città	Indirizzo
BOLOGNA	Via Sacco, 2
ROMA	Via Simeto; Via Po
ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188
ROMA	Via Del Serafico,
MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6
MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8
MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54
RIVOLI	C.so Susa, 305-307
MERATE	Via Bergamo, 19
VERGIATE	Via Sempione, 72
BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13
PORDENONE	Via Segaluzza, 32
CAMERANO	Località Aspio Terme
CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30
TORTONA	Strada Comunale Cabannoni
VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6
PIOLTELLO	Via S. Francesco 33
NICHELINO	Via XXV aprile 206
BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36
VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137
TORINO	Via A. Di Francesco 13
REGGIO EMILIA	Via Danubio 8
NOVARA	Corso Vercelli 91
MILANO	Viale Sarca 232
MONCALIERI	Via Postiglione
MILANO	Viale Sarca 336

2. Andamento del mercato immobiliare

LO SCENARIO IMMOBILIARE INTERNAZIONALE

Nel primo semestre 2014 si è assistito a un progressivo miglioramento dell'economia mondiale, anche se la crescita resta moderata e difforme tra le aree. In gran parte delle economie avanzate si registra un rafforzamento, grazie anche all'orientamento della politica monetaria e al minor drenaggio fiscale. Nei Paesi emergenti la ripresa ha perso vigore, in conseguenza dei persistenti ostacoli strutturali, dell'incertezza politica e della volatilità dei mercati finanziari. Gli indicatori macroeconomici indicano il proseguimento di un'espansione moderata dell'economia mondiale e un graduale rafforzamento del commercio internazionale per tutto il 2014. L'inflazione globale rimane bassa a causa della dinamica dei prezzi delle materie prime e di un limitato utilizzo della capacità produttiva.

Anche l'area euro dovrebbe passare dalla recessione alla ripresa, sostenuta soprattutto dal recupero degli investimenti privati e delle esportazioni. A un aumento delle esportazioni corrisponde anche una ripresa delle importazioni imputabile all'affermazione di una domanda inespressa, che aveva frenato gli scambi negli ultimi anni.

Il miglioramento dello scenario economico ha permesso un lieve recupero del settore immobiliare nei cinque principali Paesi europei. Solo la Spagna è ancora in calo, ma in modo meno accentuato rispetto agli anni precedenti. Entro la fine del 2014 tutti i mercati dovrebbero aver lasciato alle spalle la fase recessiva e ricominciare a crescere, in misura variabile e con un'accelerazione dell'attività nella seconda parte dell'anno. Un lieve miglioramento è atteso anche in Italia, sebbene inferiore alla media europea.

La seconda parte del 2014 dovrebbe vedere crescere quasi tutti i parametri del settore residenziale, con accentuazione delle differenze tra aree geografiche e livelli qualitativi degli immobili e con un approccio sempre più selettivo da parte di famiglie e investitori. Nel complesso, i valori nominali si sono stabilizzati. Qualche lieve aggiustamento verso il basso sarà ancora possibile nei Paesi dell'Europa del sud con riferimento agli immobili secondari, mentre nei mercati caratterizzati da una ripresa economica più decisa, come la Germania e i Paesi del nord Europa, i valori sono destinati a crescere. Londra guida la ripresa europea, con aumento della domanda, dell'attività edilizia e forte pressione sui valori. Le preoccupazioni relative allo scoppio della bolla immobiliare hanno recentemente indotto la Bank of England a limitare il volume di mutui concessi attraverso lo schema governativo "Help to buy". Nel comparto residenziale in tutta Europa sono considerati interessanti gli immobili di lusso e i progetti di ristrutturazione nei centri storici, mentre la domanda è in calo per l'uso di medio livello. Ottime prospettive provengono dal settore degli immobili specializzati, soprattutto case per anziani e per studenti, in considerazione del progressivo invecchiamento della popolazione e della crescente mobilità degli studenti. In costante crescita, infine, l'interesse per gli immobili innovativi, in considerazione delle nuove esigenze in tema di sostenibilità e impatto ambientale.

Il trend degli uffici è differenziato, con alcune città in crescita e altre ancora in difficoltà. Ovunque, però, la domanda è dominata dai processi di riorganizzazione delle società, che intendono ridurre i propri spazi operativi. Il contenimento dei costi di gestione non è il solo obiettivo. Le società perseguono obiettivi di maggiore efficienza per aumentare la produttività e migliorare la qualità lavorativa. La domanda, quindi, si concentra sugli spazi di alto livello sia dal punto di vista architettonico che tecnologico, attribuendo importanza crescente alla flessibilità. La vacancy rate è in calo per l'effetto combinato dell'aumento della domanda e dalla scarsa attività edilizia degli ultimi anni, solo in parte compensata dall'immissione sul mercato di un buon numero di spazi di seconda mano. Le aree centrali delle città più importanti cominciano a registrare una forte carenza di offerta di prodotti di qualità, ostacolando anche i progetti espansivi degli investitori.

L'andamento del comparto commerciale è variegato e le performance sono influenzate da un insieme di fattori macroeconomici e locali. In generale, gli ultimi mesi hanno evidenziato i segnali di miglioramento nella maggior parte dei mercati, con trend particolarmente positivi per quanto riguarda le top location, sostenute da una domanda in crescita sia da parte degli affittuari che degli investitori. Tuttavia, l'offerta limitata e il livello eccessivo delle quotazioni costituirà un freno per molte società, che saranno costrette a rivolgersi verso spazi di fascia inferiore, soprattutto a Londra e nelle principali città tedesche. Negli altri mercati la domanda di spazi secondari è modesta e le vacancy rate sono ancora elevate. La domanda sta subendo un'importante modificazione strutturale, come conseguenza della crescente importanza dell'e-commerce. Alcune società ridimensionano i propri spazi, mentre altre adottano un approccio multicanale, sviluppando il commercio on-line ma, nello stesso tempo, investendo nell'apertura di nuove sedi e nell'espansione degli spazi esistenti.

Nel primo semestre 2014 il comparto industriale ha evidenziato notevoli segnali di miglioramento, anche se con una crescente disomogeneità tra aree geografiche e segmenti di mercato. La logistica è in netto miglioramento e rappresenta uno dei comparti a maggiore potenziale di sviluppo in molte zone, mentre gli immobili produttivi tradizionali sono in difficoltà e registrano un costante calo della domanda e delle quotazioni. La domanda è guidata ovunque dai piani di ristrutturazione delle società, che si spostano in spazi più efficienti per contenere i costi, migliorare l'immagine e incrementare la produttività.

LO SCENARIO ITALIANO

Il mercato immobiliare italiano nel corso del primo semestre 2014 ha visto avvicinarsi la conclusione della fase negativa che lo ha caratterizzato negli ultimi anni, anche se ha continuato a subire l'influenza di fattori sfavorevoli che hanno portato a una contrazione in tutti i comparti, sebbene in misura meno marcata rispetto all'anno precedente. Nonostante la complessità del quadro sociopolitico ed economico, si è assistito ad un ritorno dell'interesse per il mercato immobiliare italiano da parte degli investitori esteri, particolarmente attivi nella prima metà del 2014. Si è passati da un mercato

completamente ingessato a uno decisamente più dinamico, grazie ad una generalizzata diminuzione del valore degli immobili ed un aumento medio dei rendimenti.

Ancora drammatica la contrazione delle nuove costruzioni. La flessione dei permessi di costruire per fabbricati residenziali nella prima metà del 2014 ha raggiunto il meno 35,0 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dopo un 2013 già di forte diminuzione (meno 25 per cento rispetto al 2012). Significativa anche la riduzione per l'edilizia non residenziale, meno 30,5 per cento, in confronto al primo semestre del 2013.

La contrazione del comparto residenziale, alimentata soprattutto dalle difficoltà di accesso al credito, nonostante sia stata più morbida rispetto al crollo del 2013, ha influito sull'andamento negativo del mercato immobiliare in generale. Tuttavia si avvertono segnali di miglioramento, a cominciare dalle grandi città, mentre i piccoli centri mostrano ancora un mercato debole. La domanda prevalente è di sostituzione, mentre è quasi inesistente quella per investimento. Sono attive quasi sempre le famiglie di fascia media, desiderose di acquistare una casa per cogliere le opportunità proposte a quotazioni vantaggiose. L'offerta è abbondante, le nuove costruzioni rimangono a lungo sul mercato in seguito ai costi elevati di realizzazione e per i quali è difficile concedere ulteriori sconti. Per il 2014 si attende un consolidamento dei segnali positivi finora registrati.

Fra tutti i mercati il terziario/uffici è quello che ha subito le contrazioni più elevate. È un settore che risente maggiormente della situazione economica ed è strettamente legato al tipo di prodotto. La domanda continua ad essere depressa, le aziende sono orientate alla riorganizzazione degli spazi e al contenimento dei costi, anziché al miglioramento della propria sede o allo spostamento in sedi più ampie. La ripresa di questo settore sarà legata quasi esclusivamente all'immobile di qualità elevata, le altre strutture dovranno essere riconvertite e trasformate per altri usi. Nel primo semestre sono migliorati gli assorbimenti nelle zone prime. Anche per l'immobiliare commerciale le contrazioni nel 2013 sono state consistenti, ma è in corso un miglioramento nel 2014. Tuttavia, si è avvertito e continua ancora un forte interesse per i prodotti di qualità elevata e per le posizioni prime. Infatti, è stato proprio il commerciale il comparto sul quale si è manifestato più chiaramente l'interesse da parte degli investitori esteri che hanno portato a compimento importanti acquisizioni.

Stessa tendenza per il comparto industriale, che ha avuto un andamento negativo. Il riferimento di mercato è quasi esclusivamente per gli immobili logistici, in quanto quelli produttivi subiscono da tempo una profonda crisi con transazioni esigue e offerta elevatissima. Per la logistica il 2013 è stato un anno di contrazione, sia nei volumi scambiati che nei livelli delle quotazioni. Tuttavia la domanda di servizi logistici continua ad essere attiva ed è alimentata sia dalla crescita dell'e-commerce che dall'interesse da parte di aziende industriali internazionali di creare sulla penisola una porta d'ingresso delle merci via mare, per poi essere trasportate verso i mercati di sbocco nel nord Europa. Fanno ben sperare in una ripresa del mercato già dalla seconda parte dell'anno, importanti recenti operazioni, quali la creazione di un fondo dedicato e

l'acquisizione di un ampio pacchetto di immobili da parte di importanti investitori esteri.

Unico comparto ad aver registrato un andamento positivo è stato quello alberghiero, alimentato principalmente dal turismo straniero, mentre quello domestico soffre, e dalle prospettive di crescita in occasione di Expo 2015. Particolare interesse sul settore è stato mostrato dagli investitori internazionali che hanno effettuato acquisizioni di asset di prestigio, in un'ottica di diversificazione del portafoglio.

IL FATTURATO IMMOBILIARE ITALIANO – nuova serie (milioni di euro)

Settore	2013	Var % 2013/2012	2014*	Var % 2014/2013
Residenziale	80.000	-5,3	81.000	1,3
Alberghiero	1.750	2,9	1.850	5,7
Terziario/uffici	5.900	-9,2	5.800	-1,7
Industriale	3.900	-13,3	3.900	0,0
di cui produttivo/artigianale	100	-80,0	50	-50,0
di cui Logistica	3.800	-5,0	3.850	1,3
Commerciale	7.200	-4,0	7.100	-1,4
di cui Gdo	5.000	-2,0	5.000	0,0
di cui Retail	2.200	-8,3	2.100	-4,5
Fatturato	98.750	-5,7	99.650	0,9
Altri mercati				
Seconde case localita turistiche	3.200	-11,1	3.100	-3,1
Box\posti auto	4.200	-6,7	4.100	-2,4
Fatturato totale	106.150	-5,9	106.850	0,7

(*) Previsioni

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI®

IL MERCATO DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

L'andamento dei consumi nel primo semestre del 2014 ha stentato a riprendersi. Nei primi mesi dell'anno i volumi delle vendite, rispetto al trimestre precedente, sono rimasti invariati per i prodotti alimentari, mentre si sono leggermente contratti per i beni non alimentari (meno 0,1 per cento).

La variazione risulta più accentuata se il confronto si effettua rispetto allo stesso periodo del 2013. Infatti, la riduzione dei consumi in questo caso è pari allo 0,5 per cento per i beni alimentari, e dello 0,8 per cento per i prodotti non alimentari. Tuttavia, in relazione al tipo di distribuzione le vendite dei beni alimentari per la grande distribuzione è stata positiva, sebbene in maniera contenuta (più 0,1 per cento), invece per la piccola distribuzione il segno è stato fortemente negativo (meno 2,3 per cento). Per i prodotti non alimentari le vendite nella grande distribuzione sono rimaste invariate (variazione pari a zero), per la piccola superficie si è registrato una contrazione dell'1,2 per cento. In riferimento al tipo di esercizio, le diminuzioni più forti si sono avute per gli ipermercati (meno uno per cento) e per i supermercati (meno 0,7 per cento), mentre per

i discount alimentari e per gli specialisti a prevalenza non alimentare il segno è stato positivo (più 3,1 e più 0,9 per cento rispettivamente).

Il mercato immobiliare commerciale, in termini di volumi scambiati, ha rallentato fortemente la curva di risalita intrapresa nella seconda parte del 2013, sebbene risulti in miglioramento se confrontato con l'omologo periodo dell'anno precedente.

Sono stati particolarmente attivi gli investitori istituzionali, sia nazionali che stranieri, mostrando uno spiccato interesse soprattutto per i centri commerciali. Infatti, il settore retail rappresenta una interessante asset class in un'ottica di diversificazione del portafoglio, perché attualmente gode di una redditività elevata, di un rischio più contenuto e di un livello di quotazioni più adeguato rispetto ad altri comparti. Tutti elementi che concorrono ad alimentare la domanda globale che cerca prodotto ben posizionato, qualitativamente valido, in un'ottica di investimento di breve periodo.

In Italia, negli ultimi sei mesi sono stati oggetto di transazioni importanti asset con valori di mercato molto elevati, nello specifico sono stati compravenduti circa sette gallerie e/o centri commerciali distribuiti lungo tutta la penisola.

Continua ad avere una grande attenzione il commercio urbano, in posizione prime, dove i principali retailer desiderosi di aprire una propria vetrina superano di gran lunga l'offerta disponibile sul mercato.

Tutto il settore immobiliare commerciale è influenzato dallo scenario competitivo imposto dall'e-commerce. È in atto un processo di integrazione tra ambiente fisico e acquisto on-line, dove il livello di servizio e grado di esperienzialità offerto, possono costituire l'elemento determinante nel raggiungimento dei fatturati per i retailer.

Le difficoltà di accesso al credito negli ultimi anni hanno praticamente bloccato lo sviluppo di nuove iniziative, il credito è indirizzato principalmente all'esistente. Tuttavia, alcuni segnali di apertura da parte degli istituti di credito hanno dato spazio ad alcuni progetti che dovrebbero avviarsi nel breve periodo.

Per quanto riguarda le quotazioni nei primi sei mesi dell'anno, in confronto al semestre precedente, i prezzi medi di vendita sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i canoni di locazione sono leggermente diminuiti (meno 0,2 per cento).

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

Nella stima del valore corrente di mercato degli immobili si è fatto riferimento alla definizione contenuta nel Titolo V – Capitolo IV, sezione II, Paragrafo 2 (criteri di valutazione) del Regolamento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successivi aggiornamenti, che recita:

2.5 Beni immobili

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

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

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

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

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

Il valore corrente degli immobili può essere determinato:

1. ove siano disponibili informazioni attendibili sui prezzi di vendita praticati recentemente per immobili comparabili a quello da valutare (per tipologia, caratteristiche, destinazione, ubicazione, ecc.) sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali, tenendo conto dei suddetti prezzi di vendita e applicando le rettifiche ritenute adeguate, in relazione alla data della vendita, alle caratteristiche morfologiche

del cespite, allo stato di manutenzione, alla redditività, alla qualità dell'eventuale conduttore e ad ogni altro fattore ritenuto pertinente;

2. facendo ricorso a metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone. Tali metodologie presuppongono, ad esempio, la determinazione dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà, la definizione di un valore di mercato del cespite e l'attualizzazione alla data di valutazione dei flussi di cassa.

Il tasso di attualizzazione va definito tenendo conto del rendimento reale delle attività finanziarie a basso rischio a medio-lungo termine a cui si applica una componente rettificativa in relazione alla struttura finanziaria dell'investimento e alle caratteristiche del cespite;

3. sulla base del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzare l'immobile con un nuovo bene avente le medesime caratteristiche e utilità dell'immobile stesso. Tale costo dovrà essere rettificato in relazione a vari fattori che incidono sul valore del bene (deterioramento fisico, obsolescenza funzionale, ecc.) ed aumentato del valore del terreno. Per gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto, il valore corrente è determinato, per la durata del contratto, attualizzando i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, secondo il tasso del contratto eventualmente rettificato per tener conto del rischio di insolvenza della controparte.

Alternativamente, il valore dei cespiti è determinato sulla base del valore corrente all'atto in cui gli stessi sono concessi in locazione, ridotto della differenza maturata tra il valore corrente di cui sopra e il valore di riscatto alla conclusione della locazione.

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

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

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

4. Metodologia utilizzata nelle valutazioni degli immobili

Metodo della capitalizzazione del reddito

Il criterio può essere utilizzato per i beni immobiliari in grado di generare reddito, quando si hanno informazioni certe (o stimabili) sui redditi lordi o netti, e sul tasso di capitalizzazione richiesto dagli investitori. Quest'ultimo è funzione della tipologia dell'immobile, della localizzazione e dell'andamento del mercato immobiliare.

Il metodo si basa sull'esistenza di una relazione diretta tra il valore di un bene e il reddito che il bene stesso è in grado di generare. Due sono quindi i problemi da affrontare: la quantificazione del reddito e il tipo di relazione algebrica che intercorre tra valore e reddito.

La scelta di quale reddito utilizzare è molto complessa e non univocamente definita. In generale si parte dal reddito medio ordinario lordo annuo, calcolato riferendosi alla complessiva superficie lorda commerciale.

Il rapporto tra reddito e valore viene espresso mediante una formula del tipo:

$$\text{Valore} = \text{Reddito} / I$$

dove I è il tasso di capitalizzazione (o di rendimento) minimo richiesto dagli investitori, cioè il tasso medio ordinario ottenibile da capitali investiti nel settore edilizio per fabbricati analoghi situati nella medesima area geografica.

Perché la formula risulti corretta è importante che la configurazione di reddito sia coerente con il tasso di capitalizzazione, la cui determinazione può seguire tre diversi percorsi.

Il primo, che è possibile definire comparativo, prende in considerazione i tassi di capitalizzazione espressi dal mercato, attraverso l'analisi di valori e redditi annui di beni scambiati e comparabili.

Il secondo percorso considera il tasso di capitalizzazione come somma di due componenti:

- il rendimento per investimenti privi di rischio (titoli di Stato)
- il premio legato al rischio di investire in un bene immobiliare (il cui valore è possibile determinare in maniera soggettiva, per comparazione o utilizzando modelli statistici).

Infine il terzo percorso, che utilizza i risultati di indagini effettuate presso i grandi investitori (fondi immobiliari, ecc.) sul livello di tassi da loro atteso.

Metodo del Discounted Cash Flow (Flussi di Cassa Attualizzati)

Il Discounted Cash Flow, o DCF, è il criterio di calcolo del valore immobiliare basato sull'analisi dei flussi di cassa, positivi e negativi, generabili dall'immobile in un periodo medio o medio-lungo: 10, 15-20 anni.

Alla base di questo criterio è il concetto che l'investitore è disposto a pagare per un bene il valore corrispondente all'attualizzazione di tutti gli incassi ed i costi generati dallo stesso, in un periodo prefissato, al tasso di rendimento atteso, in funzione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche del bene. Il grado di rischio dell'investimento immobiliare deriva direttamente da tutti gli elementi (tipologia, ubicazione, stato locativo, dimensioni, ecc.) che caratterizzano il bene.

Per l'applicazione del DCF è necessaria la costruzione di un modello (rappresentato da una tabella) che descrive su un arco di tempo prefissato quella che, in effetti, è un'operazione immobiliare: acquisizione al tempo 0, valorizzazione per N anni, e alienazione all'ultimo anno.

Il valore di acquisizione (che rappresenta il nostro obiettivo come valutatori) è costituito dalla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore attualizzato del bene al termine dell'arco temporale.

I passaggi affrontati nell'applicazione del criterio sono stati:

1. costruzione della distribuzione dei flussi di cassa attesi
2. determinazione del più idoneo tasso di attualizzazione
3. determinazione del più probabile valore finale del bene

Per l'elaborazione di questa analisi è stato necessario conoscere i fattori che compongono la tabella del DCF, quali ad esempio:

- situazione locativa con canoni attuali, adeguamenti previsti da contratto, scadenze, morosità, clausole contrattuali particolari ecc.;
- costi per lavori di manutenzione straordinaria;
- ammontare annuo dell'Imposta Comunale sugli Immobili.

Qualunque tipo di modello si fonda su ipotesi che permettono di effettuare una simulazione:

- alla prima scadenza del contratto, viene effettuata una verifica ponendo a confronto il canone di locazione in essere con i canoni correnti di mercato: se l'importo del canone in essere è minore o uguale, la locazione viene considerata costante (salvo adeguamento indice Istat) fino alla seconda scadenza, momento in cui il canone, in ogni caso, viene adeguato al mercato; le unità immobiliari rimaste libere vengono quindi riaffittate a valori locativi correnti; se invece alla prima scadenza il canone di locazione in essere è maggiore di quello di mercato, si ipotizza direttamente l'adeguamento al mercato, considerando probabile una rinegoziazione favorevole al conduttore;
- a fine modello, si simula la vendita dell'immobile stimandolo per capitalizzazione del reddito netto di allora (valore di uscita); il valore finale verrà cioè determinato nel seguente modo:

$$V_{finale} = (\text{reddito netto ultimo anno}) / (\text{tasso di uscita})$$

- il tasso di uscita sarà determinato in funzione del tasso di attualizzazione utilizzato nell'intero modello e delle condizioni di mercato prevedibili all'ennesimo anno.

Nell'elaborazione del modello è inoltre necessario fare delle ipotesi di carattere quantitativo relativamente a:

- evoluzione del mercato immobiliare nei prossimi anni (andamento dei prezzi di vendita e dei canoni di locazione);
- tempi medi necessari per la locazione delle unità sfitte o liberate;
- costi di adeguamento sulla base delle possibili richieste di nuovi conduttori per le unità da locare;
- costi di gestione.

Una volta definito il modello sulla base delle informazioni raccolte e delle ipotesi fatte, il valore immobiliare verrà determinato mediante attualizzazione dei flussi di cassa sulla base di un tasso che viene determinato ponendo a confronto le aspettative di rendimento degli operatori nel settore immobiliare e quelle riscontrabili nei mercati mobiliari. Questo tasso viene individuato tenendo conto del fatto che la remunerazione attesa per un qualsiasi tipo di investimento è direttamente proporzionale al livello di rischio associato al medesimo.

Tale tasso è il frutto di un calcolo di ponderazione tra mezzi di terzi (Debito) e mezzi propri (Equity).

Superfici e processo di ragguaglio

Sulla scorta delle informazioni fornite dal committente relative alle consistenze distinte per destinazione d'uso si è ritenuto opportuno effettuare sulle superfici accessorie un processo di ragguaglio in modo tale da equipararle in termini di valore alla destinazione d'uso principale.

Le superfici al lordo dei tramezzi e delle strutture interne sono state ragguagliate utilizzando opportuni parametri determinati in funzione della tipologia edilizia analizzata e del mercato immobiliare di riferimento.

5. Motivazioni sulla scelta delle metodologie utilizzate

Il portafoglio immobiliare del fondo “Olinda Fondo Shops” è composto quasi esclusivamente da immobili a reddito, cioè da beni che ogni anno generano un flusso di cassa positivo a fronte di costi inerenti spese di manutenzione, tasse e property.

In tal caso, in linea con le direttive emanata da Banca d’Italia, il valore di mercato può essere determinato tenendo conto del reddito riveniente dal contratto in relazione alla data di scadenza del contratto medesimo, alle eventuali clausole di revisione del canone e alle ipotesi di revisione dello stesso.

La condizione di fondo per l’applicabilità di tale criterio è che il bene immobiliare possa essere considerato come un bene di investimento permettendo così di riferirsi nella valutazione ai principi di razionalità economica e di anticipazione dei benefici attesi.

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

6. Documentazione e soggetti responsabili dei processi valutativi

Per la valutazione degli immobili non si è realizzata (come da incarico) una due diligence tecnica, ma è stata utilizzata la documentazione fornita direttamente dai soggetti proprietari, e precisamente:

- *regolamento del fondo;*
- *documentazione relativa ai singoli immobili (due diligence);*
- *database con estremi dei contratti di locazione in essere al 30 giugno 2014;*
- *copia dei contratti di locazione in essere;*
- *elenco analitico delle superfici attualmente non locata;*
- *tabelle IMU;*
- *elenco degli eventuali lavori e relativi importi effettuati tra il 1° gennaio e il 30 giugno 2014;*
- *estremi del contratto di assicurazione in capo al Fondo immobiliare.*

I soggetti responsabili dei diversi processi di valutazione sono: Maurizio Sinigagliesi, Francesca Zirnstein, Andrea Masseroni ed Erica Gerosa.

7. Limiti della presente relazione

La presente relazione di stima include i seguenti limiti:

- a) non sono stati effettuati collaudi statici o di funzionamento degli impianti sugli immobili esistenti, né analisi per la presenza di eventuali sostanze nocive nei terreni o nei manufatti, né verifiche sulla presenza di sorgenti di campi elettromagnetici dannosi per la salute;
- b) i valori di riferimento (prezzi e canoni di mercato) sono stati attinti dal mercato immobiliare, sulla base di rilevazioni dirette, utilizzando i principali prezziari a disposizione oltre che la *BancaDati-ScenariImmobiliari*;
- c) il computo delle superfici e la determinazione dei canoni di locazione in essere sono stati effettuati sulla base della documentazione fornitaci dalla proprietà;
- d) nel corso dei sopralluoghi è stata effettuata solo una verifica sommaria sia della corrispondenza tra destinazioni ed uso effettivo delle superfici che dello stato di conservazione e di manutenzione degli immobili;
- e) dati catastali, di provenienza e le altre documentazioni fornite dalla proprietà sono state assunte come veritiere;
- f) la documentazione fornitaci dalla società committente è stata assunta come veritiera, in particolare per quanto attiene l'identificazione e la delimitazione dell'oggetto da valutare;
- g) *Scenari Immobiliari* ha effettuato la stima di quanto in oggetto (vedi premessa) senza effettuare accertamenti sull'esistenza di particolari diritti di terzi sulle proprietà;
- h) le valutazioni sono state realizzate per il committente con lo scopo di individuare il valore di mercato secondo la definizione contenuta nel Capitolo 2; l'utilizzo da parte di terzi delle informazioni, dei dati, delle analisi e delle valutazioni in esso contenuti è soggetto ad autorizzazione scritta da parte di *Scenari Immobiliari*;
- i) in riferimento all'incarico ricevuto o all'attività effettuata in esecuzione dello stesso, *Scenari Immobiliari* non assume alcuna responsabilità che non sia ricompresa tra quelle espressamente contenute nell'incarico;
- j) la presente Relazione non costituisce un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di azioni, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione in termini di investimento;

8. Conclusioni

Alla data del 30 giugno 2014, sulla base delle metodologie utilizzate e sopradescritte, si ritiene che i più probabili valori correnti di mercato degli *asset* presenti nel Fondo Immobiliare “Olinda Fondo Shops” siano i seguenti:

Città	Indirizzo	Valori 30 giugno 2014
		€
BOLOGNA	Via Sacco, 2	
ROMA	Via Simeto; Via Po	
ROMA	Via Tripolitania, 180-184/188	
ROMA	Via Del Serafico,	
MILANO	Gall. C.so Buenos Aires, 4-6	
MILANO	Via Pisani, 13; Via Filzi, 8	
MUGNANO DI NAPOLI	Via Pietro Nenni, 54	
RIVOLI	C.so Susa, 305-307	
MERATE	Via Bergamo, 19	
VERGIATE	Via Sempione, 72	
BAGNARIA ARSA	Via Mattei, 13	
PORDENONE	Via Segaluzza, 32	
CAMERANO	Località Aspigo Terme	
CAMPOGALLIANO	Via del Passatore, 30	
TORTONA	Strada Comunale Cabannoni	
VEGGIANO	Via Lissaro, 2-4-6	
PIOLTELLO	Via S. Francesco 33	
NICHELINO	Via XXV aprile 206	
BUROLO	Via S.S. Lago di Viverone 36	
VADO LIGURE	Via G. Ferraris 137	
TORINO	Via A. Di Francesco 13	
REGGIO EMILIA	Via Danubio 8	
NOVARA	Corso Vercelli 91	
MILANO	Viale Sarca 232	
MONCALIERI	Via Postiglione	
MILANO	Viale Sarca 336	
Totale		404.235.000


Maurizio Sinigaglia
(Consigliere delegato)