

Avvio di copertura del titolo

Equity Research - 25 Maggio 2005

Settore: immobiliare

Il presente studio è stato elaborato dall'Ufficio Studi e Ricerche di IR TOP per Unipol Merchant. - Banca per le imprese S.p.A.

HOLD

IGD - Immobiliare Grande Distribuzione



Data di pricing (IPO):	7/02/2005
Prezzo IPO:	euro 1,45
Mercato:	MTA
Capitalizzazione al 25/05/2005:	euro 444 ml
Prezzo al 25/05/2005:	euro 1,575
Performance da IPO:	+ 10,28%

Azionisti:

COOP ADRIATICA S.C.R.L.	46,98%
UNICOOP TIRRENO SOC. COOP	15,44%
Fondazione Cassa Risparmi Imola	2,01%
Flottante	35,57%

- Il Gruppo **IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE S.p.A. (IGD)** è la prima società italiana immobiliare quotata specializzata nel settore della grande distribuzione (segmento retail). Opera in due aree di business: l'attività di Gestione Immobiliare e Locativa di centri commerciali di proprietà e/o di terzi; l'attività di Servizi di Real Estate (Agency e Facility Management) svolta principalmente attraverso la controllata Gescom.
- Il **portafoglio immobiliare di proprietà di IGD** è composto in prevalenza da immobili destinati ad uso commerciale, e comprende 7 centri commerciali, 5 ipermercati, un supermercato e altri immobili ad uso commerciale o ad uso ufficio concentrati in Emilia Romagna e Toscana. Ad essi si aggiungono inoltre alcuni terreni per una superficie complessiva di circa 260 mila mq.
- L'accordo per l'acquisizione della **Galleria e del Retail Park a Mondovì** siglato in data 26 aprile 2005 per un controvalore di Euro 39,5 milioni, porterà un incremento della superficie complessiva del portafoglio di proprietà pari a 16.800 mq.
- Il **mercato immobiliare** - I centri commerciali rappresentano un'importante formula distributiva che da diversi anni si è imposta a livello europeo. In un contesto di rallentamento della crescita attesa per il settore immobiliare, una situazione più favorevole è prevista per il settore retail, ancora sottodimensionato in Italia rispetto ad altri paesi europei.
- Il **2004 di IGD** si è chiuso con un valore della produzione di Euro 52,4 milioni, in riduzione rispetto al 2003 (Euro 58,3 milioni), generato per il 96% da ricavi della gestione immobiliare e locativa e per il 4% da ricavi di servizi Real Estate. Al netto dell'effetto della plusvalenza 2003 pari a Euro 7,8 milioni, derivante dalla cessione della galleria del Centro Lama di Bologna, l'incremento del valore della produzione è pari a +3%. L'EBITDA è pari a Euro 34,1 milioni, con una riduzione del 5%, l'EBIT a Euro 18,5 milioni, pari al 35% del fatturato. L'utile netto è pari a Euro 6,4 milioni. Il dividendo ammonta a Euro 0,02 per azione con un pay out ratio dell'82% (data stacco cedola 16/5/2005).
- La **strategia del Gruppo** è focalizzata sulla crescita dimensionale (progetti per la costruzione di nuovi centri commerciali e nuove acquisizioni di centri), con rafforzamento della presenza nelle regioni già presidiate del centro-nord Italia e penetrazione progressiva nel sud Italia, sulla valorizzazione del patrimonio immobiliare esistente e sull'espansione dell'attività di servizi RE. Il piano di investimenti stimato per il periodo 2005-2008 prevede di raddoppiare il valore del portafoglio di proprietà gestito. I proventi netti di IPO (Euro 145 milioni) verranno utilizzati per finanziare il piano di investimenti programmato e per sostenere lo sviluppo delle attività di servizi RE.
- Valutazione** - Secondo la nostra analisi, l'applicazione dei metodi dei multipli e del NNAV portano ad una valutazione in linea con i prezzi di mercato attuali del titolo IGD. Pertanto, in riferimento al prezzo di Euro 1,575 (prezzo di chiusura al 25 maggio 2005), rilasciamo, contestualmente all'avvio della copertura, una raccomandazione di **HOLD** sul titolo IGD.

Michela Del Molino
Ufficio Analisi Indipendente
m.delmolino@irtop.com
Tel. 02 45473884

Principali dati economici

	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Ricavi	58,3	52,4	55,3	64,8	82,9	91,8
EBITDA	35,8	34,1	37,6	46,1	62,6	70,6
EBIT	20,9	18,5	20,2	25,0	36,6	41,3
Utile ante imposte	15,5	11,6	9,8	17,9	22,0	22,2
Utile netto	11,6	6,4	5,7	10,9	13,2	13,1

Indicatori di performance

EBITDA Margin	61%	65%	68%	71%	76%	77%
EBIT Margin	36%	35%	36%	39%	44%	45%
ROE	5%	3%	2%	3%	3%	3%

DISCLAIMER IR TOP

Il presente documento è stato redatto da IR TOP per conto di Unipol Merchant - Banca per le Imprese S.p.A. ("Unipol Merchant"). La ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili e provenienti dalla Società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili e si riferiscono all'ultimo documento contabile ufficiale disponibile (Bilancio 2004), ma l'esattezza e la completezza delle stesse non è garantita da IR TOP S.r.l.. La ricerca è divulgata a solo scopo informativo e pertanto non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerata come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. IR TOP S.r.l. non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. In particolare IR TOP S.r.l., considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento, né si assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nella ricerca. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. Pertanto, né IR TOP, né i suoi amministratori, dipendenti e collaboratori, possono essere ritenuti responsabili (per colpa o altro) per danni derivanti dall'utilizzo o dal contenuto del presente documento.

Le informazioni rese disponibili attraverso la presente ricerca non devono essere intese come una raccomandazione o un invito di IR TOP a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione.

E' vietata la rielaborazione, la riproduzione e la diffusione in tutto o in parte della presente ricerca senza previa autorizzazione scritta di IR TOP S.r.l.. La presente ricerca non può essere riprodotta né distribuita a terzi direttamente o indirettamente, né può essere pubblicata in tutto o in parte per qualsiasi motivo. La presente ricerca o parte di essa, in originale o in copia non è destinata e non dovrà essere in alcun modo trasmessa o comunque distribuita direttamente o indirettamente in Australia, Giappone, Canada, o negli Stati Uniti d'America, né ad alcun soggetto ivi residente o a qualunque cittadino statunitense e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. La distribuzione della presente ricerca in altre giurisdizioni può essere soggetta a specifiche restrizioni di legge; è pertanto onere dei soggetti cui essa pervenga informarsi in merito all'eventuale esistenza di specifiche restrizioni, e in tal caso, di attenersi a tali restrizioni. La mancata osservanza di tali restrizioni potrebbe costituire una violazione delle leggi delle suddette giurisdizioni.

IR TOP S.r.l. intende dare continuità alla copertura dello strumento finanziario oggetto del presente documento ed intende produrre nuove analisi su incarico di Unipol Merchant in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e degli eventi societari e di mercato, ritenuti rilevanti, che si verifichino nella sfera di attività dell'emittente. IR TOP S.r.l. Via S. Prospero, 4 - 20121 MILANO - Telefono 02/45473884/3 info@irtop.com - www.irtop.com

DISCLAIMER UNIPOL MERCHANT

Il presente documento è stato redatto da IR TOP per conto di Unipol Merchant - Banca per le imprese S.p.A. ("Unipol Merchant"). Ai sensi dell'art. 69 comma 1 lettera c del Regolamento Consob n. 1/1971/99 Unipol Merchant dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari ed alle operazioni finanziarie oggetto di analisi, derivante dalla prestazione di servizi di finanza aziendale e dall'incarico ricevuto dall'emittente I.G.D. S.p.A. a svolgere l'attività di Co - Sponsor, in analogia, in quanto applicabile, con quanto previsto dal regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e dalle relative istruzioni. Come da "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A." in vigore dal 5 novembre 2004, l'incarico di Co - Sponsor di Unipol Merchant comporta la redazione e la diffusione della presente analisi secondo i migliori standard in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e di un'altra successiva in occasione della pubblicazione dei dati semestrali; comporta inoltre l'impegno "a pubblicare o a far pubblicare a proprio nome brevi analisi in occasione dei principali eventi societari relativi all'Emittente".

I dipendenti del servizio Investment Banking di Unipol Merchant non detengono strumenti finanziari emessi dalla società oggetto di analisi, né svolgono ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per la società.

Le Società del gruppo Unipol, a cui appartiene Unipol Merchant detengono titoli della Società oggetto della presente ricerca. Unipol Banca, capogruppo del gruppo bancario Unipol Banca a cui appartiene Unipol Merchant, affida Coop Adriatica, e società alla stessa facenti capo, per un importo di circa 8 mln di euro nonché Unicoop Tirreno, e società alla stessa facenti capo, per un importo di circa 26,5 mln di euro.

Coop Adriatica, detiene una partecipazione pari al 10,45% in Holmo S.p.A., società del gruppo a cui appartiene Unipol Merchant; una partecipazione pari allo 0,72% delle azioni ordinarie di Unipol Assicurazioni S.p.A., società del gruppo a cui appartiene Unipol Merchant; una partecipazione pari allo 0,001% delle azioni privilegiate di Unipol Assicurazioni S.p.A., società del gruppo a cui appartiene Unipol Merchant; una partecipazione pari al 2,48% in Unipol Merchant.

Unicoop Tirreno detiene una partecipazione pari al 6,49% in Holmo S.p.A., società del gruppo a cui appartiene Unipol Merchant e una partecipazione pari allo 0,57% in Unipol Merchant.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione di IGD, Gilberto Coffari, è membro del Consiglio di Amministrazione di Unipol Merchant e l'amministratore indipendente di IGD Lorenzo Roffinella è consigliere in società appartenenti al gruppo Unipol.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento si basano su fonti ritenute attendibili, ma l'esattezza e la completezza delle stesse non è garantita da Unipol Merchant.

La ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili e provenienti dalla Società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili e si riferiscono all'ultimo documento contabile ufficiale disponibile (Bilancio 2004). La ricerca è divulgata a solo scopo informativo e pertanto non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerata come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Unipol Merchant non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. Le informazioni rese disponibili attraverso lo Studio non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di Unipol Merchant a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detta ricerca, bensì dovrà consultare anche altre ricerche messe a disposizione da altri Uffici Analisi.

In particolare Unipol Merchant, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento, né si assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nella ricerca. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. Pertanto, né Unipol Merchant, né i suoi amministratori, dipendenti e collaboratori, possono essere ritenuti responsabili (per colpa o altro) per danni derivanti dall'utilizzo o dal contenuto del presente documento.

E' vietata la rielaborazione, la riproduzione e la diffusione in tutto o in parte della presente ricerca senza previa autorizzazione scritta di Unipol Merchant. La presente ricerca non può essere riprodotta né distribuita a terzi direttamente o indirettamente, né può essere pubblicata in tutto o in parte per qualsiasi motivo. La presente ricerca o parte di essa, in originale o in copia non è destinata e non dovrà essere in alcun modo trasmessa o comunque distribuita direttamente o indirettamente in Australia, Giappone, Canada, o negli Stati Uniti d'America, né ad alcun soggetto ivi residente o a qualunque cittadino statunitense e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. La distribuzione della presente ricerca in altre giurisdizioni può essere soggetta a specifiche restrizioni di legge; è pertanto onere dei soggetti cui essa pervenga informarsi in merito all'eventuale esistenza di specifiche restrizioni, e in tal caso, di attenersi a tali restrizioni. La mancata osservanza di tali restrizioni potrebbe costituire una violazione delle leggi delle suddette giurisdizioni. Unipol Merchant intende dare continuità alla copertura dello strumento finanziario oggetto del presente documento, tramite ricerche effettuate da IR TOP, ed intende produrre nuove analisi in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e degli eventi societari e di mercato, ritenuti rilevanti, che si verifichino nella sfera di attività dell'emittente. Unipol Merchant S.p.A. - Banca per le imprese Via Stalingrado, 57 - 40128 BOLOGNA - Telefono 051/6318211 - www.unipolmerchant.it

INDICE

IGD HIGHLIGHTS	4
I RISULTATI DELL'OPS	5
II BUSINESS MODEL	5
ASA 1 - Gestione Immobiliare e Locativa	
- FREEHOLD: Gestione del portafoglio di proprietà	
- Patrimonio immobiliare di proprietà	
- LEASEHOLD: Intermediazione locativa di immobili di proprietà di terzi	
- Patrimonio immobiliare di proprietà di terzi	
- Locazione e gestione del portafoglio immobiliare	
ASA 2 - I servizi Real Estate	
SWOT ANALYSIS	9
L'AZIONARIATO	10
LE STRATEGIE DI SVILUPPO	11
- La corporate strategy	
- La strategia a livello di singola ASA	
GLI INVESTIMENTI	12
- Accordo quadro con le cooperative azioniste	
IL MERCATO IMMOBILIARE	12
I CENTRI COMMERCIALI IN ITALIA	12
IL POSIZIONAMENTO COMPETITIVO	14
LA CORPORATE GOVERNANCE	15
IL REGIME REITS	15
I RISULTATI DEL 2004	16
L'ACCORDO PER L'ACQUISIZIONE DELLA GALLERIA COMMERCIALE E DEL RETAIL PARK A MONDOVÌ	17
LE PREVISIONI	17
VALUTAZIONE	21
- Net Asset Value	
- Confronto con i principali Competitors e analisi dei multipli	
- Opportunità e rischi	

IGD HIGHLIGHTS

La prima realtà italiana quotata specializzata nel real estate della grande distribuzione

Una specializzazione - Immobiliare Grande Distribuzione S.p.A. (IGD), quotata al MTA di Borsa Italiana dall'11 febbraio 2005, è la prima società italiana immobiliare quotata specializzata nel settore della grande distribuzione (segmento retail).

Le ASA - Il core business di IGD si articola in 2 macro-aree di business:

- la Gestione Immobiliare e Locativa di centri commerciali, gallerie e ipermercati, per conto proprio e per conto terzi,
- l'erogazione di servizi di Real Estate (Facility Management e Agency) attraverso la controllata Gescom S.p.A..

Gescom è specializzata nella gestione di immobili destinati ad uso commerciale durante tutte le fasi di vita delle strutture, dallo sviluppo sino alla maturità e al rinnovamento, ed ha un know how specifico nell'attività di servizi: analisi di fattibilità, progettazione del layout delle gallerie e individuazione del tenant mix ideale (tipologia e dimensione dei negozi).

Il patrimonio Immobiliare - IGD è attualmente presente in sette regioni del centro-sud Italia (Veneto, Emilia Romagna, Marche, Toscana, Abruzzo, Campania e Lazio) con un patrimonio immobiliare di proprietà di Euro 555,2 milioni (valutazione indipendente di CB Richard Ellis al 31 luglio 2004), e una superficie complessiva di circa 260 mila mq.



Fonte: Dati societari

IGD gestisce in proprietà gran parte del patrimonio immobiliare di Coop Adriatica e di Unicoop Tirreno, due delle maggiori società cooperative in Italia nel segmento della Grande Distribuzione con le quali esiste un accordo quadro quinquennale (rinnovabile tacitamente per altri cinque anni), siglato in data 20 ottobre 2004, che prevede l'acquisizione da parte di IGD entro il 2008 di 7 centri commerciali e 2 ipermercati.

Nell'analisi abbiamo ipotizzato nuovi investimenti per 510 milioni di euro da realizzarsi tra il 2005 e il 2008, e abbiamo previsto la dismissione di 2 gallerie giunte a maturità. Le operazioni di investimento e disinvestimento dovrebbero portare entro il 2008 a raddoppiare la massa gestita, che passerà, secondo le nostre stime, da Euro 421,6 milioni nel 2004 a Euro 861,6 milioni nel 2008.

I principali azionisti - Coop Adriatica e Unicoop Tirreno rappresentano i 2 azionisti di riferimento di IGD con una quota rispettivamente del 46,98% e del 15,44%.

La forte relazione in essere tra IGD e 2 delle principali realtà cooperative italiane della grande distribuzione rappresenta, a nostro parere, una fonte di vantaggio competitivo e un fattore di crescita e sviluppo che permetterà al Gruppo l'accesso a nuove opportunità di investimento, in particolar modo nel centro-sud Italia.

Il mercato - Le prospettive di crescita di IGD sono fortemente correlate alle potenzialità di espansione di un settore, quello del Real Estate per la grande distribuzione, che si presenta ancora sottodimensionato in Italia rispetto ad altri paesi europei.

In considerazione dei sostenuti ritmi di crescita fatti registrare dal centro Italia negli ultimi anni e delle potenzialità di sviluppo specie nel sud Italia, riteniamo che il Gruppo IGD potrà in futuro cogliere ulteriori opportunità di investimento nel segmento degli immobili ad uso commerciale.

Vantaggio competitivo - IGD si differenzia dalle altre società immobiliari quotate in Italia per la specializzazione nel settore della grande distribuzione, che presenta peculiarità nelle logiche di espansione e di sviluppo in relazione al forte legame con l'andamento dei consumi, e di conseguenza una minor rispondenza alle logiche tradizionali degli investimenti immobiliari.

Tra le leve di vantaggio competitivo per IGD riteniamo strategico il know how acquisito nella gestione di centri commerciali che se ben capitalizzato, costituirà la base di sviluppo dei servizi Real Estate destinati anche al mercato non captive.

Strategie di sviluppo - Il Gruppo IGD intende perseguire una strategia di sviluppo con l'obiettivo di divenire la società leader in Italia nel settore immobiliare della grande distribuzione.

- La crescita dimensionale sarà perseguita mediante lo sviluppo di progetti per la costruzione di nuovi centri commerciali (con appalto dei lavori a società edili) o mediante l'acquisizione di centri da proprietari terzi purché costituiscano delle concrete e redditizie opportunità di investimento in linea con le guidelines di rendimento indicate dalla società.
- La valorizzazione del patrimonio immobiliare presente e futuro avverrà attraverso opere di manutenzione, ampliamento ed ottimizzazione della gestione degli spazi con l'obiettivo prioritario di migliorarne le caratteristiche di attrattività e funzionalità.
- L'espansione dell'attività di servizi, indirizzo strategico del piano di crescita di IGD, costituirà un ulteriore elemento di valorizzazione dei centri commerciali sia di proprietà che di terzi, con l'opportunità di sfruttare sinergie con l'attività di gestione immobiliare e locativa nonché ulteriori opportunità di cross selling tra l'Agency e il Facility Management.

Sulla base delle opportunità di investimento già definite oggi con un buon grado di certezza abbiamo stimato un CAGR dei ricavi da locazione di immobili di proprietà del 19% circa nel periodo 2004-2008. Prevista in crescita in termini assoluti anche l'attività di servizi (CAGR 04-08 pari al 16%) che ipotizziamo mantenere un'incidenza costante sui ricavi totali al 4%.

I RISULTATI DELL'OPS

I proceeds dell'operazione di quotazione in Borsa pari a Euro 152,3 milioni lordi verranno destinati al finanziamento di progetti relativi all'acquisizione o alla realizzazione di nuovi centri commerciali nonché al sostegno dello sviluppo dell'attività di servizi di Real Estate.

IPO HIGHLIGHTS

Data di pricing	07-feb-05	Flottante post IPO	37,20%
Mercato	MTA – Borsa Italiana	Destinazione dell'OPS	85% Istituzionale 15% Retail
Settore	REAL ESTATE	Numeri di azioni in circolazione Post IPO	282.249.261
Numero di azioni OPS (inclusa greenshoe)*	105.000.00	Primo giorno di scambio	11-Feb-05
Prezzo di collocamento	Euro 1,45	Prezzo primo giorno di quotazione	Euro 1,71
Controvalore totale dell'Offerta	Euro 152,3 mln	Lock Up	6 mesi dall'IPO

* L'opzione di greenshoe è stata esercitata ai primi di marzo

IL BUSINESS MODEL

IGD opera nel settore immobiliare della grande distribuzione attraverso un modello di business focalizzato su due aree strategiche d'affari: la Gestione Immobiliare e Locativa e i servizi di Real Estate.



Fonte: elaborazioni IR TOP sulla base di informazioni societarie

ASA I - Gestione Immobiliare e Locativa

FREEHOLD: Gestione del portafoglio di proprietà

IGD acquisisce, ottimizza, realizza, loca ed eventualmente cede ipermercati, gallerie, supermercati o interi centri commerciali:

Acquisizione e realizzazione di immobili a destinazione commerciale

IGD valuta le singole opportunità di investimento, avvalendosi della collaborazione di società specializzate ed effettuando studi riguardo la potenzialità demografica del bacino d'utenza e la capacità di spesa dei potenziali clienti finali del centro commerciale. Lo scopo di tali studi è individuare il merchandising mix e il tenant mix ottimale all'interno del nuovo centro commerciale. Conclusa la fase di valutazione, IGD incarica società specializzate affinché compiano perizie valutative di natura tecnica, urbanistica e finanziaria.

Ottimizzazione del rendimento del proprio patrimonio immobiliare

L'ottimizzazione del patrimonio immobiliare si realizza attraverso l'ampliamento, la ristrutturazione e il restauro degli immobili, la rinegoziazione dei contratti di affitto d'azienda o di locazione dei negozi e il monitoraggio/ridefinizione del tenant mix. Le attività di miglioria degli immobili sono svolte da società appaltatrici terze ed esterne al Gruppo.

Cessione delle gallerie appartenenti al proprio patrimonio immobiliare

Il patrimonio immobiliare di proprietà è tendenzialmente immobilizzato: la cessione delle gallerie avviene nella sola ipotesi in cui le stesse abbiano raggiunto un livello di valorizzazione adeguato (criteri basati sul monitoraggio dello scontrino medio annuo e sul calcolo del numero di ingressi al centro). Solitamente il ciclo di vita delle gallerie comprende tre fasi: la crescita (primi tre anni), la stabilizzazione (dai tre ai cinque anni) e il rinnovo o la vendita (quinto anno).

Locazione degli immobili costituenti il portafoglio immobiliare

La locazione degli immobili rappresenta la principale fonte di reddito del Gruppo IGD.

Gli ipermercati di proprietà sono concessi in locazione alle cooperative azioniste (Coop Adriatica e Unicoop Tirreno).

Delle 7 gallerie di proprietà:

- 4 sono gestite da Gescom e da questi locate ai singoli conduttori/affittuari;
- 3 sono concesse in locazione a Vignale Immobiliare, società del Gruppo Unicoop Tirreno, che si occupa della successiva sub-locazione.

Sulla base dell'accordo quadro stipulato lo scorso ottobre 2004, Gescom diverrà titolare delle licenze e delle autorizzazioni amministrative relative a tutte le gallerie di proprietà di IGD e ne curerà la gestione.

Patrimonio immobiliare di proprietà

Il patrimonio Immobiliare di proprietà di IGD è composto in prevalenza da immobili destinati ad uso commerciale, relativi al settore della grande distribuzione, ed è stato costituito, a partire dal 1998, per effetto dei conferimenti delle due cooperative azioniste, Coop Adriatica e Unicoop Tirreno.

Oggi, per effetto di ulteriori acquisizioni, il portafoglio di proprietà si compone di 7 centri commerciali, 5 ipermercati, un supermercato e di altri immobili ad uso commerciale ed ufficio concentrati in Emilia Romagna e Toscana. Ad essi si aggiungono inoltre alcuni terreni per una superficie complessiva di 259.641 mq.

Immobile	Data di costruzione	Superficie totale (mq)	Occupancy rate	Valore di stima al 31 luglio 2004 (perizia di CB Richard Ellis)	Regione
Centro Commerciale Borgo	1989	21.221	75,6%	58.200.000	Emilia Romagna
Centro Commerciale Esp	1998	32.623	96,7%	71.700.000	Emilia Romagna
Centro Commerciale d'Abruzzo	2001	27.675	99,1%	45.600.000	Abruzzo
Centro Commerciale Porto Grande	2001	25.990	99,7%	40.500.000	Lazio
Ipermercato del Centro Commerciale Lama	1996	15.681	100%	37.600.000	Emilia Romagna
Ipermercato del Centro Commerciale Leonardo	1992	15.862	100%	25.000.000	Emilia Romagna
Ipermercato di Lugo	1997	7.937	100%	12.400.000	Emilia Romagna
Ipermercato il Miralfiore	1992	8.857	100%	25.300.000	Marche
Centro Commerciale Casilino	2002	19.772	100%	49.600.000	Lazio
Centro Commerciale Le Porte di Napoli	1998	43.860	100%	74.000.000	Campania
Centro Commerciale Le Fonti del Corallo	2003	25.672	100%	69.900.000	Toscana
Ipermercato "Il Maestrale"	1999	12.501	100%	16.800.000	Marche
Supermercato (Ravenna)	1979	1.226	100%	5.100.000	Emilia Romagna
Terreno (Ravenna)		n.d.		22.200.000	Emilia Romagna
Negozi		279		800.000	
Altri		485		500.000	
Totale		259.641	98,5%	555.200.000	

Fonte: dati societari

LEASEHOLD: Intermediazione locativa di immobili di proprietà di terzi

IGD opera nell'area dell'intermediazione locativa principalmente attraverso la controllata Gescom, la quale prende in locazione gli immobili da proprietari terzi con contratti di durata pari a sei anni e successivamente subloca o affitta i negozi ad operatori del commercio. Gescom stipula alternativamente:

- contratti di affitto d'azienda se l'intestatario della licenza per lo svolgimento della attività commerciale è un società del Gruppo;
- contratti di locazione se i conduttori svolgono attività di fornitura di servizi o in caso in cui le licenze per l'attività commerciale vengano rilasciate solamente ad personam.

Patrimonio immobiliare di proprietà di terzi

Il patrimonio Immobiliare di proprietà di terzi è composto da 6 gallerie commerciali ed un ipermercato localizzati in Veneto, Emilia Romagna e Marche. La tabella sottostante indica le gallerie la cui locazione viene gestita da Gescom.

Galleria	N. Negozi	Proprietari	Regione
Centro Leonardo	36	EuroCommerciale	Emilia Romagna
Centro Piave	45	Compagnia Sviluppi Immobiliari SpA	Veneto
Centro Nova	45	Compagnia Sviluppi Immobiliari SpA	Emilia Romagna
Centro Lungosavio	21	Coop Adriatica	Emilia Romagna
Centro Città delle Stelle	52	Coop Adriatica	Marche
Centro S.Ruffillo	10	Coop Adriatica	Emilia Romagna

Fonte: dati societari

Locazione e gestione del portafoglio immobiliare

	Supermercati - Ipermercati	Gallerie	
Tipologia di contratto	Locazione	Affitto d'azienda	Locazione - Sublocazione
Durata contrattuale	- Variabile (min. 6 anni – max. 18 anni) - possibilità di rinnovo tacito alla scadenza	5 anni	6 anni rinnovabili
Contraenti	a) IGD b) Cooperative socie	Gallerie di proprietà di terzi: a) <i>Proprietari terzi</i> b) <i>Gescom</i> c) <i>Conduttori</i> Gallerie di proprietà IGD: a) <i>IGD</i> b) <i>Gescom</i> c) <i>Conduttori</i> d) <i>Vignale Immobiliare</i>	Gallerie di proprietà di terzi: a) <i>Proprietari terzi</i> b) <i>Gescom</i> c) <i>Conduttori</i> Gallerie di proprietà IGD: a) <i>IGD</i> b) <i>Gescom</i> c) <i>Conduttori</i> d) <i>Vignale Immobiliare</i>
Manutenzione dell'immobile	A carico del conduttore (esclusa la manutenzione straordinaria delle aree esterne che è competenza di IGD)	A carico del conduttore (esclusa la manutenzione straordinaria delle aree esterne che è competenza di IGD)	A carico del conduttore (esclusa la manutenzione straordinaria delle aree esterne che è competenza di IGD)
Canone di locazione	- Calcolato in base alla redditività dell'immobile, determinata sul prezzo di compravendita o di costruzione degli immobili locati (1° anno) - Adeguamento annuale all'inflazione: 75% sulla base dell'indice ISTAT	- Calcolato in base ad un fisso minimo garantito e una variabile in relazione al fatturato del singolo conduttore - Adeguamento annuale all'inflazione: in caso di contratto d'affitto d'azienda è previsto un aggiornamento nella misura del 100% sulla base dell'indice ISTAT; in caso di contratto di locazione/sublocazione l'aggiornamento è pari al 75% dell'indice ISTAT	
Assicurazioni	Conduttore e locatore: obbligo di stipulare polizze assicurative (incendio, responsabilità civile verso terzi)	Contratti di Assicurazione completamente a carico di Vignale Immobiliare (Gruppo Unicoop Tirreno) o di Gescom (Gruppo IGD)	

Fonte: dati societari

ASA 2 - I servizi Real Estate

IGD fornisce, attraverso la controllata Gescom (controllata al 100%), servizi di Real Estate (Agency e Facility Management) sia in relazione alla gestione di immobili di proprietà del gruppo che di immobili di terzi (Mediterraneo SpA, Arca Srl, Juma Srl).

Il contributo della componente da servizi al volume d'affari di IGD è destinata a crescere in termini assoluti, mantenendo un'incidenza relativa sul totale ricavi pari a circa il 4%.

Il servizio di Agency include:

- studi sulla destinazione ottimale del centro commerciale, in termini di fasce di clientela e categorie merceologiche cui dedicare gli spazi e analisi del grado di competizione sul territorio;
- individuazione del tenant mix degli operatori più qualificati per ogni categoria;
- gestione del rapporto con i conduttori, sia in fase negoziale che una volta a regime (attraverso la definizione di linee guida per la gestione della galleria);
- pianificazione e gestione di eventuali attività di ristrutturazione e ampliamento dei centri commerciali.

Il servizio di Facility Management include:

- pianificazione e gestione del piano di marketing del centro commerciale;
- organizzazione delle attività funzionali del centro commerciale (pulizia, vigilanza, ecc.);
- attività di reporting attraverso il controllo mensile dell'andamento delle vendite e la rendicontazione periodica al comitato per gli operatori.

SWOT ANALYSIS

STRENGTHS

- Knowledge management;
- Elevata qualità dei tenant;
- Rapporto privilegiato con le cooperative;
- Acquisto immobili "chiavi in mano";
- Interessi del Gruppo coincidenti con quelli dei tenant;
- Forte potere contrattuale.

OPPORTUNITIES

- Sud Italia ad elevato potenziale di crescita;
- Forte concentrazione del mercato immobiliare;
- Sinergie tra attività di servizi e attività "core";
- Aciclicità del settore immobiliare.

WEAKNESSES

- Autorizzazioni amministrative il cui ritardo ottenuto può provocare dilazioni e un aggravio dei costi;
- Assetto proprietario e limitata liquidità del titolo.

THREATS

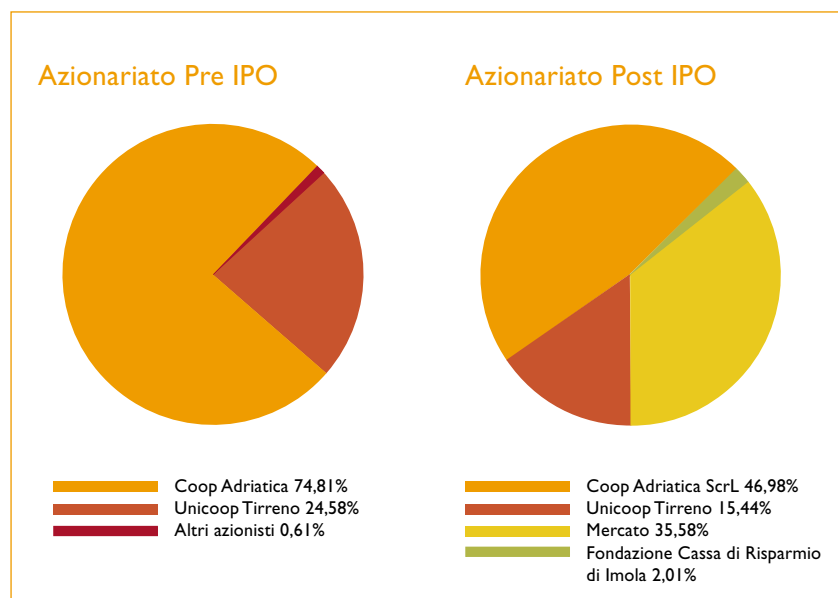
- Incremento della concorrenza di operatori italiani ed esteri;
- Inversione del ciclo immobiliare.

La scelta di concentrare le risorse sul segmento della grande distribuzione, conferisce ad IGD un vantaggio competitivo in termini di differenziazione dell'offerta rispetto ai competitors. Il know how acquisito nella gestione di centri commerciali legato alle origini storiche di IGD all'interno delle cooperative (Gruppo Coop Adriatica), le conferisce il vantaggio di first mover di settore e costituisce la base di sviluppo dei servizi Real Estate destinati anche al mercato non captive.

L'AZIONARIATO

Gli azionisti di maggioranza di IGD sono Coop Adriatica, con una quota del 46,98%, e Unicoop Tirreno con il 15,44%. Coop Adriatica è una delle maggiori imprese distributive italiane e leader delle cooperative con un fatturato 2003 di 1,7 miliardi di euro e con un portafoglio di proprietà composto da 115 punti vendita, di cui 102 supermercati e 13 ipermercati. Unicoop Tirreno si posiziona al settimo posto con 71 supermercati e 7 ipermercati e con vendite totali di oltre 973 milioni di euro (dati 2003).

Le tabelle sottostanti descrivono il cambiamento avvenuto nella struttura partecipativa di IGD a seguito della quotazione.



Fonte: Consob (aggiornamento al 29/04/2005)

LE STRATEGIE DI SVILUPPO

Il progetto strategico di IGD è finalizzato al raggiungimento della leadership nel settore immobiliare della Grande Distribuzione in Italia attraverso: la crescita dimensionale, l'acquisizione di nuovi centri commerciali, l'ottimizzazione della struttura finanziaria e lo sviluppo dell'attività di servizi.

Le tabelle seguenti sintetizzano gli obiettivi e le strategie che IGD ha dichiarato di perseguire sia a livello Corporate che a livello di singole ASA.

LA CORPORATE STRATEGY

obiettivi

- Crescita dimensionale
- Incremento del portafoglio immobiliare a 25-28 proprietà

misure strategiche

- Acquisizione di nuove proprietà immobiliari sul segmento della grande distribuzione
- Relazione privilegiata con Coop Adriatica e Unicoop Tirreno nell'ambito dell'Accordo Quadro (previsto l'avvio di nove iniziative da realizzarsi nei prossimi cinque anni)
- Compravendita e gestione dei centri commerciali



- Ottimizzazione della struttura finanziaria
- Indebitamento finanziario netto sul totale fonti pari al 60%

- Utilizzo della leva finanziaria
- Cash flow che garantisca la sostenibilità del debito
- Costante monitoraggio del rapporto mezzi propri e mezzi di terzi
- Gestione del rischio di tasso di interesse



Fonte: elaborazioni IR TOP sulla base di informazioni societarie

La Strategia a livello di singola ASA

obiettivi ASA I

- Accrescere il valore del patrimonio immobiliare

misure strategiche ASA I

- Locazione ai rendimenti di mercato degli spazi sfitti (attualmente il vacancy rate è pari a meno dell'1%)
- Rinegoziazione dei contratti in scadenza per verificare il Revisionary Potential esistente
- Interventi di valorizzazione
- Cessione di alcune gallerie commerciali



obiettivi ASA2

- Sviluppare l'attività di servizi sia per i centri di proprietà sia per quelli di terzi
- Diventare leader italiano nell'offerta dei servizi immobiliari

misure strategiche ASA2

- Stipula di nuovi mandati di gestione
- Sfruttamento delle opportunità di cross selling tra Facility e Agency
- Maggiore diversificazione dell'offerta di servizi



Fonte: elaborazioni IR TOP sulla base di informazioni societarie

GLI INVESTIMENTI

IGD prevede di incrementare i propri investimenti negli anni futuri, rafforzando la propria presenza nelle regioni già presidiate del centro-nord Italia e ampliando la penetrazione nel sud Italia. La Società intende in questo modo sfruttare l'elevato potenziale di crescita della grande distribuzione e gli alti rendimenti futuri prospettati dal segmento. In particolare, la pianificazione degli investimenti prevede:

- la realizzazione di 9 investimenti (7 centri commerciali e 2 ipermercati) in base all'Accordo Quadro con le Cooperative;
- l'acquisto della galleria commerciale e del retail park "Parco commerciale e per il Tempo libero Mondovicino" situati a Mondovì in provincia di Cuneo (accordo formalizzato in data 26/04/2005);
- l'ampliamento della Galleria del Centro Commerciale Leonardo di proprietà di terzi mediante la costruzione di un immobile su un terreno appartenente ad IGD e la cessione della galleria stessa;
- l'ampliamento della Galleria del Centro Commerciale Borgo.

Inoltre la Società intende realizzare ulteriori 5-6 investimenti in centri commerciali e ipermercati nel periodo di riferimento.

Accordo quadro con le cooperative azioniste

L'Accordo Quadro, siglato il 20 ottobre 2004, ha una durata di cinque anni e prevede che Coop Adriatica e Unicoop Tirreno propongano in via preferenziale a IGD tutte le nuove iniziative e i piani d'investimento futuri in relazione all'acquisto di immobili o a progetti di sviluppo. A fronte dell'opzione garantita ad IGD di valutare positivamente la convenienza degli investimenti proposti, IGD concederà in locazione alle Cooperative gli ipermercati ed i supermercati interni ai nuovi centri commerciali, con contratti di durata compresa tra i 12 anni ed i 18 anni, ad un rendimento lordo di mercato che le parti ora individuano pari al 7%.

IL MERCATO IMMOBILIARE

Negli ultimi due anni il mercato immobiliare italiano ha registrato ottime performances rispetto agli altri paesi Europei.

Il 2004, in particolare, è stato un anno "record" per l'Italia che ha registrato performances superiori alla media europea con un incremento del fatturato immobiliare del +5,5% rispetto all'anno precedente: le abitazioni hanno reso il 5,5%, gli uffici il 5,8% e i negozi il 8,1% (Fonte Nomisma).

Per il 2005, ci si attende un rallentamento dei segmenti maggiormente influenzati da fenomeni macroeconomici, come il terziario (uffici) e l'industriale.

Al contrario, una situazione più favorevole è prevista per il settore retail, in particolare nel segmento dei centri commerciali, con una crescita attesa del 6,1%. (Fonte Scenari Immobiliari).

2004 Real Estate Investment Yields (%)

	Initial yield	Gross total yield ⁽¹⁾
Houses	5.5	15.3
Offices	5.8	13.9
Shops	8.1	16.8
Industrial	8.0	14.8

Fonte: Nomisma

I CENTRI COMMERCIALI IN ITALIA

L'andamento del mercato immobiliare degli spazi destinati al commercio è tradizionalmente legato all'andamento della spesa delle famiglie. Secondo un'analisi Nomisma, la crisi dei consumi privati (cresciuti nel 2004 dell'1% a prezzi costanti) non sembra avere influenzato l'andamento complessivo del mercato immobiliare della distribuzione commerciale, trascinato ancora da bassi tassi di interesse finanziari e da rendimenti più competitivi rispetto a quelli finanziari medi.

Dagli anni settanta ad oggi, il segmento retail dei centri commerciali in Italia è in forte

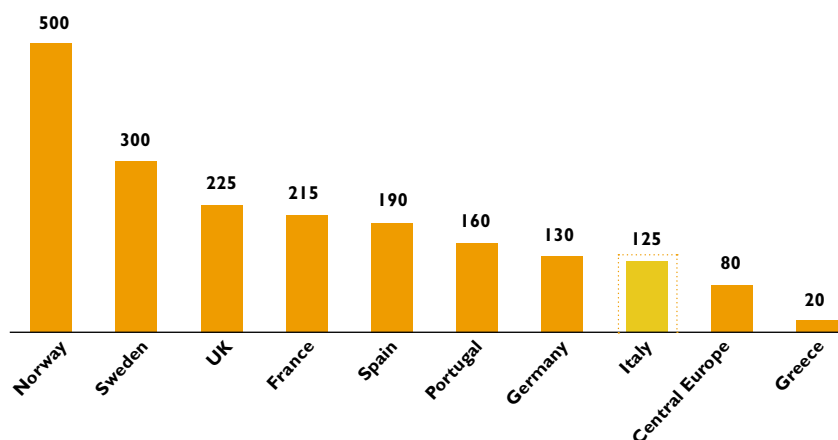
espansione con una superficie complessiva a fine 2004 pari a 8,5 milioni di mq (circa 547 centri). Secondo le previsioni Jones Lang LaSalle, tra il 2005 e il 2007, la superficie retail è stimata in crescita di un ulteriore 45%. Il settore è quindi di particolare interesse anche considerando la limitata offerta di spazi di qualità esistente fino ad ora a causa delle restrizioni nella concessione delle necessarie autorizzazioni governative. A partire dagli anni novanta, molte regioni italiane hanno implementato "piani regolatori" su base regionale che, secondo le previsioni, porteranno allo sviluppo di 70 nuovi centri commerciali entro la fine del 2006. (Fonte Jones Lang LaSalle).

I nuovi sviluppi riguarderanno formule distributive di nuova generazione, già affermatesi all'estero, quali *retail parks* o *factory outlet*.

In particolare, per i "*retail parks*" ci si attende un importante sviluppo supportato dalla crescente domanda degli investitori e degli stessi retailers, mentre i "*factory outlet*" sono ancora considerati dagli investitori istituzionali impieghi ad alto rischio. (Fonte Jones Lang LaSalle)

L'Italia si posiziona al quinto posto nel mercato dei centri commerciali in Europa e, ad oggi, rimane tra i paesi con la più bassa densità di centri. Nel 2003 la superficie adibita ai "Shopping Centres" era, infatti, inferiore di oltre il 35% alla media europea.

Mq di centri commerciali per 1000 abitanti (dati 2003)



Fonte: Europroperty, Jones Lang LaSalle, Cushman & Wakefield, CB Richard Ellis

In termini di localizzazione geografica è il nord Italia a mantenere il primato con una superficie lorda affittabile che si presume possa raggiungere gli 1,8 milioni di mq nei prossimi tre anni, per il centro-sud si prevede un forte incremento di nuovi centri. Fra i mercati ad elevato potenziale di crescita si segnalano la Sicilia, il Lazio e la Campania.

Sul piano degli investimenti, la vivacità del mercato immobiliare dei centri commerciali è molto alta. Secondo i primi dati diffusi dall'Agenzia del Territorio sul numero di transazioni, il mercato immobiliare degli spazi commerciali ha ripreso quota nel 2004 dopo una perdita di oltre 11 punti percentuali nel 2003 sull'anno precedente, attestandosi sui 209.487 scambi di negozi, laboratori, magazzini e centri commerciali (+6,3% sul 2003).

Per la grande distribuzione i dati del Ministero del Commercio al primo gennaio 2003 conteggiavano 603 *Shopping Centres*, il 65% dei quali concentrato nelle Regioni del nord Italia, con un sud Italia che mostrava interessanti segnali di crescita

Dai dati Nomisma il trend non risulta essersi arrestato anche nel corso del 2003 e del 2004: le nuove aperture conteggiate risultano una sessantina (28 nell'ultimo anno, concentrate ancora in prevalenza nel Sud) che incrementerebbero così il numero complessivo di *Shopping Centres* del Paese di un ulteriore 10% in due anni.

Per quanto concerne i canoni di mercato, la rivalutazione media in conto capitale dei prezzi nominali degli *Shopping Centres*, in base ad un campione monitorato, sarebbe risultata del +6,6%, mentre i canoni di locazione dei negozi standard sono incrementati mediamente del 5,3% e le medie superficiali del 7,1% (riduzione dei rendimenti potenziali medi lordi di un decimo di punto rispetto al 2003).

Canoni e rendimenti medi lordi di negozi localizzati nel 2004 in Shopping Centres e variazioni percentuali rispetto allo scorso anno

	Minimo	Massimo	Medio
Canoni di locazione 2004 (Euro mq/anno)			
- negozio standard (60-100 mq)	442	674	558
- media superficie o ancora (1.000-3.000 mq)	130	234	182
Variazioni % dei canoni 2004/2003			
- negozio standard (60-100 mq)	7,7	3,7	5,3
- media superficie o ancora (1.000-3.000 mq)	8,6	6,3	7,1
Rendimenti medi (%)	6,9	7,6	7,2

Fonte: Elaborazioni Nomisma su fonti varie

IL POSIZIONAMENTO COMPETITIVO

INDUSTRY COMPETITION

Potenziali Entranti

Operatori italiani ed esteri che intendono investire in Italia

Barriere all'entrata: le autorizzazioni amministrative relative all'acquisto di centri commerciali di nuova costruzione rappresentano alte barriere per i potenziali entranti

Fornitori

I grandi gruppi distributivi sono tra i maggiori venditori degli immobili. La relazione privilegiata con due dei principali operatori del mondo delle cooperative conferisce ad IGD maggiore potere contrattuale

Ambiente competitivo

Asa Servizi Real Estate

Il mercato è frammentato. I quattro attori principali sono PSG (Klepierre), Gallerie Commerciali Italia, Cogest ed Espansione Commerciale che rappresentano il 42% del mercato totale

Asa Gestione Immobiliare e Locativa

IGD è l'unica realtà immobiliare quotata specializzata nella grande distribuzione in Italia. Si segnalano inoltre due realtà non quotate: Gallerie Commerciali Italia e Cogest Italia

All'estero il mercato è più competitivo. Tra gli operatori principali: Immochan (Gruppo Auchan) EuroCommercial Properties ed infine Klepierre che è il competitor più specializzato nella GD

Prodotti sostitutivi

I piccoli esercizi commerciali possono rappresentare un'alternativa ai centri commerciali. La tendenza del mercato è peraltro favorevole ad attitudini di acquisto "one shot"

Clienti

Le cooperative azioniste sono i principali clienti di IGD. Con le stesse cooperative sono in essere relazioni fidelizzate

Fonte: elaborazioni IR TOP sulla base di informazioni societarie

LA CORPORATE GOVERNANCE

La società è amministrata da un consiglio composto da quindici membri, di cui otto amministratori indipendenti non esecutivi, ed è dotata di un comitato per il controllo interno formato da tre consiglieri non esecutivi, dei quali due indipendenti. In linea con la best practice, IGD ha adottato, in data 30 Agosto 2004, "l'internal dealing code" e le procedure per il trattamento dei dati personali.

Ai sensi dell'art. 16 dello Statuto, la Società può essere amministrata da un CdA composto da un minimo di sette ad un massimo di diciannove membri, nominati dall'Assemblea previa determinazione del numero. Ai sensi del medesimo articolo gli amministratori durano per un periodo fino a tre esercizi e sono rieleggibili secondo le norme di legge.

La composizione del CdA è la seguente:

Nome	Carica
Gilberto Coffari	Presidente IGD
Sergio Costalli	Vicepresidente
Filippo-Maria Carbonari	Amministratore Delegato
Roberto Zamboni	Consigliere
Sergio Santi	Consigliere Indipendente
Fernando Pellegrini	Consigliere
Massimo Franzoni	Consigliere indipendente
Maurizio Filippini	Consigliere
Aristide Canosani	Consigliere indipendente
Riccardo Sabadini	Consigliere indipendente
Fabio Carpanelli	Consigliere indipendente
Mauro Bini	Consigliere indipendente
Lorenzo Roffinella	Consigliere indipendente
Francesco Gentili	Consigliere indipendente
Stefano Pozzoli	Consigliere indipendente

Il Collegio Sindacale è stato nominato il 26 marzo 2003 con decorrenza fino alla data di approvazione del bilancio al 31 Dicembre 2005. A sensi dell' art. 26 dello Statuto, il Collegio Sindacale è composto da tre sindaci effettivi e due supplenti che durano per un triennio e sono rieleggibili.

IL REGIME REITS

Nel settore immobiliare le diverse modalità di tassazione riguardanti le società immobiliari quotate possono avvantaggiare gli operatori del settore rispetto alla concorrenza estera.

L'Italia presenta oggi un significativo ritardo rispetto ai principali paesi europei nell'adozione di un regime fiscale REITS che consenta agli operatori del Real Estate di beneficiare di un trattamento fiscale agevolato.

La Francia ha adottato un regime simile a partire dall'anno fiscale 2003 che prevede un beneficio in capo alle società che si concretizza in una tassazione iniziale (una tantum) inferiore al 20%, e la successiva totale esenzione. Tale beneficio fiscale è subordinato all'obbligo di distribuzione da parte dell'Emittente di dividendi (stimati pari al 90% del reddito d'esercizio) a favore degli azionisti.

Anche Regno Unito e Germania sono prossime all'introduzione di tale regime.

E' auspicabile pensare pertanto che anche il Governo Italiano inizi a valutare possibili interventi fiscali a favore delle società immobiliari nazionali, se non in risposta alle

sollecitazioni che iniziano a provenire dagli stessi operatori del settore, quantomeno con l'intento di colmare un gap che rischia di trasformarsi in pochi anni in un pesante fattore di debolezza per l'economia italiana.

Va segnalato che in Italia allo stato attuale esiste un regime fiscale agevolato del quale possono però beneficiare solo i fondi immobiliari. Con una legge del 25 Gennaio 1994 è stato, infatti, introdotto il regime di FIL (Fondi d'Investimento Immobiliare), il cui principio base era quello di incentivare la privatizzazione del patrimonio immobiliare di proprietà dello Stato. La legge ha introdotto rilevanti modifiche alla disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare e ha sostanzialmente modificato il precedente regime, eliminando in primo luogo, la previsione dell'imposta sostitutiva di tipo patrimoniale sul fondo e sancendo la non insorgenza nei confronti dei fondi comuni di investimento immobiliare dei presupposti applicativi dell'IRPEG (ora IRES) e dell'IRAP.

I RISULTATI DEL 2004

Nel 2004 il Gruppo IGD ha conseguito ricavi di vendita da locazione pari a Euro 49,7 milioni, in crescita del 2,5% sul 2003. Il valore della produzione (Euro 52,4 milioni) si è ridotto rispetto all'esercizio precedente (Euro 58,3 milioni). Al netto dell'effetto della plusvalenza 2003 pari a Euro 7,8 milioni, derivante dalla cessione della galleria del Centro Lame di Bologna, l'incremento è stato pari a +3%. Alla determinazione del valore della produzione concorrono:

- i ricavi derivanti dalla gestione immobiliare e locativa (Euro 49,7 milioni) pari al 95% del totale ricavi,
- i ricavi derivanti dall'attività di servizi per circa Euro 2 milioni (4% del fatturato totale), in crescita del 67% rispetto a Euro 1,2 milioni dell'esercizio 2003.

L'EBITDA è stato pari a Euro 34,1 milioni, con una riduzione del 5% (Euro 35,8 milioni nel 2003), l'utile operativo (EBIT) è passato da 20,9 milioni di Euro a 18,5 milioni, rilevando una marginalità del 35%. Nel 2004 si sono sostenuti oneri per la quotazione pari a Euro 0,9 milioni.

L'utile netto della società si è attestato a Euro 6,4 milioni (Euro 11,5 milioni nel 2003).

Il dividendo approvato dall'Assemblea (stacco della cedola in data 16/05/2005) è pari a Euro 0,02 per azione (pay out ratio 82%).

La posizione finanziaria netta si è attestata a Euro 191,5 milioni (Euro 196,10 nel 2003). Nel corso dell'esercizio 2004 IGD ha acquistato il Centro commerciale "Le fonti del Corallo" di Livorno e il rimanente 40% di GESCOM, posseduto da Coop Adriatica.

In considerazione delle acquisizioni realizzate da IGD durante gli ultimi anni (2001 - 2004), la società ha predisposto i prospetti di conto economico e stato patrimoniale anche in versione pro-forma considerando con effetto retroattivo le suddette operazioni di acquisizioni/cessione nonché l'adozione di nuove politiche adottate con riferimento al calcolo degli ammortamenti di terreni e fabbricati (a partire dal 2002 l'aliquota applicata passa dal 6% al 3%) e alla contabilizzazione separata di terreni e fabbricati a partire dal settembre 2004 con calcolo degli ammortamenti (aliquota del 3%) solo per i fabbricati.

Dati economici, finanziari e patrimoniali di sintesi

(Milioni di Euro)	2004 (Pro-forma)	%	2003 (Pro-forma)	%
Risultati economici				
Totale Ricavi	52,4	100,0%	58,3	100,0%
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	34,1	65,1%	35,8	61,4%
Reddito Operativo (EBIT)	18,5	35,3%	20,9	35,8%
Utile Netto	6,4	12,2%	11,5	19,7%
Risultati patrimoniali e finanziari				
Posizione finanziaria netta	191,6		196,1	
Capex	73,5		172,8	

Fonte: dati societari

La situazione economico-patrimoniale-finanziaria è presentata applicando i principi contabili italiani. IGD prevede di presentare per la prima volta i risultati economici, finanziari e patrimoniali seguendo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) nel I semestre 2005. Gli impatti più rilevanti per IGD dovuti all'introduzione degli IAS riguarderanno la rappresentazione contabile degli immobili e della partecipazione in Gescom che verranno valutati al fair value.

L'ACCORDO PER L'ACQUISIZIONE DELLA GALLERIA COMMERCIALE E DEL RETAIL PARK A MONDOVÌ

In data 26 aprile 2005 è stato siglato l'accordo per l'acquisizione, da parte non correlata, della galleria e del retail park del "Parco Commerciale e per il Tempo Libero Mondovicino", situato a Mondovì, in provincia di Cuneo. Il Parco, progettato da Giugiario Architettura, include un ipermercato e una galleria che si estendono rispettivamente per circa 7.500 mq di vendita e 6.800 mq di GLA. L'acquisizione, per un controvalore di 39,5 milioni di Euro, si riferisce all'immobile che ospita il retail park ed alla società proprietaria della galleria. Il pagamento sarà effettuato tramite la cassa di IGD e, nel dettaglio, 6 milioni contestualmente alla firma e 2 milioni di euro ad inizio lavori. Il rimanente importo verrà saldato alla conclusione dei lavori previsti per il 2007/2008.

LE PREVISIONI

I canoni da locazione degli immobili di proprietà rappresentano la principale componente di ricavo del business model di IGD e il driver di crescita per il futuro in relazione ai nuovi impieghi stimati.

La tabella seguente illustra le ipotesi incorporate nel nostro modello di proiezione dei risultati con riferimento agli investimenti e ai disinvestimenti previsti nel periodo 2005 – 2008. Ci attendiamo che il valore contabile delle immobilizzazioni nette (non considerando le immobilizzazioni immateriali) aumenti da Euro 421,6 milioni del 2004 a Euro 861,6 milioni del 2008, raddoppiando il valore del portafoglio di proprietà gestito. Abbiamo incluso nelle previsioni di Investimenti per il 2005 l'acquisizione della galleria e del retail park del "Parco Commerciale e per il Tempo Libero Mondovicino" (Mondovì Cuneo) avvenuta in data 26 aprile 2005, per un valore di Euro 39,5 milioni.

Nelle proiezioni sono stati considerati inoltre gli investimenti previsti dall'accordo quadro stipulato con Coop Adriatica e Unicoop Tirreno. Si sono inoltre ipotizzate 2 dismissioni di gallerie nel 2007 e nel 2008 per un importo unitario medio di Euro 35 milioni.

(Milioni di Euro)	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Investimenti	73,5	58,0	116,0	197,0	139,0
Disinvestimenti		-	-	35,0	35,0
CAPEX	73,5	58,0	116,0	162,0	104,0
Valore Contabile Attivo Fisso (tangible)	421,6	479,6	595,6	757,6	861,6

Fonte: dati societari - stime IR TOP

Per gli investimenti netti previsti si è ipotizzato un gross yield del 7%, in linea con gli attuali rendimenti di mercato, ipotesi che si può definire conservativa considerando la crescita attesa per il segmento degli immobili ad uso commerciale.

IGD Immobiliare Grande Distribuzione

Conto economico storico e previsionale

(Milioni di Euro)	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Ricavi	42,9	58,3	52,4	55,3	64,8	82,9	91,8
Costi operativi	16,3	21,4	17,0	16,4	17,2	18,3	19,0
Valore aggiunto	26,6	36,8	35,4	38,9	47,6	64,6	72,8
Costo del lavoro	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2
MOL	25,8	35,8	34,1	37,6	46,1	62,6	70,6
Ammortamenti	12,5	14,1	15,3	17,0	20,5	25,4	28,5
Altri stanziamenti	0,6	0,9	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8
EBIT	12,7	20,9	18,5	20,2	25,0	36,6	41,3
ROS	29%	36%	35%	36%	39%	44%	45%
Oneri finanziari netti	3,9	5,4	7,0	5,1	7,2	14,6	19,1
Proventi/oneri straordinari	-0,1	-0,1	-0,1	5,3	0,0	0,0	0,0
Utile prima delle imposte	8,7	15,5	11,6	9,8	17,9	22,0	22,2
Imposte	1,2	4,1	5,0	4,1	7,0	8,8	9,1
Utile netto	7,9	11,6	6,4	5,7	10,9	13,2	13,1

Fonte: dati societari - stime IR TOP

I canoni da locazione degli immobili di proprietà esistenti sono stimati in crescita per effetto dell'inflazione assunta pari al 2% medio annuo. In particolare, l'adeguamento al tasso di inflazione avviene al 75% per gli ipermercati (contratti da locazione) e al 100% per le gallerie (contratti d'affitto d'azienda).

Con riferimento alla gestione degli immobili di terzi, attività considerata poco strategica dal Gruppo in prospettiva futura, si è considerato un CAGR 2004/2008 negativo dell'1% (considerando anche l'annunciata cessione del Centro Commerciale Leonardo).

Ricavi consolidati 2004 – 2008E

(Milioni di Euro)	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	CAGR 04 – 08
Ricavi da affitti (immobili di proprietà)	35,0	39,7	48,4	60,6	68,8	19%
Ricavi da affitti (immobili di terzi)	14,7	13,5	13,7	14,0	14,2	-1%
Capital Gain	0,3	-	-	5,0	5,0	-
Ricavi da servizi	2,0	2,2	2,6	3,3	3,7	16%
Altri ricavi	0,3	-	-	-	-	-
Totale ricavi	52,4	55,3	64,8	82,9	91,8	15%

Fonte: dati societari - stime IR TOP

In relazione alle dismissioni previste negli anni 2007 e 2008, si stima un capital gain unitario di Euro 5 milioni pari a circa il 15% del valore di cessione delle gallerie (differenza tra il valore di mercato medio delle gallerie attualmente possedute da IGD e il loro valore contabile medio).

Si assume che i ricavi generati dall'attività di servizi si mantengano pari al 4% dei ricavi totali (da Euro 2,02 milioni del 2004 a Euro 3,67 milioni del 2008), aumentando quindi in termini assoluti in proporzione alla crescita della massa gestita.

I ricavi totali del Gruppo pertanto crescono con un CAGR 04-08 del 15% circa da Euro 52,37 milioni del 2004, a Euro 91,76 milioni del 2008.

Costi operativi consolidati 2004 – 2008E

(Milioni di Euro)	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	CAGR 04 – 08
Costi per servizi	2,5	2,6	3,1	4,0	4,4	15%
Costi per godimento beni di terzi	12,5	11,4	11,6	11,8	12,1	-1%
Altri costi operativi	2,0	2,4	2,4	2,5	2,5	6%
TOTALE	17,0	16,4	17,2	18,3	19,0	3%
Costo del lavoro	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	15%

Fonte: dati societari - stime IR TOP

I costi operativi sono determinati prevalentemente dai canoni di locazione passiva derivanti dall'attività di intermediazione locativa che si stima rimarranno costanti in termini relativi rispetto ai corrispondenti canoni attivi da locazione immobili di terzi.

I costi per servizi, composti principalmente da costi per utenze e spese condominiali, si stimano in crescita proporzionale con i ricavi totali (CAGR 04–08 15%) per effetto delle nuove acquisizioni di centri commerciali.

Il costo del lavoro si assume in crescita da Euro 1,24 milioni a Euro 2,15 milioni, proporzionalmente alla crescita del fatturato per effetto dell'incremento stimato del portafoglio gestito.

In considerazione delle assunzioni sopra esposte, si ottiene una stima di margine operativo lordo e di reddito operativo nel 2008 pari rispettivamente a Euro 70,6 milioni e a Euro 41,30 milioni.

Con riferimento alla gestione finanziaria, abbiamo ipotizzato un costo del debito in aumento sino al 4,2% nel triennio 2006–2008 rispetto al livello attuale pari, secondo le dichiarazioni della società, all'Euribor a sei mesi + 39 bp. Tale aumento è imputabile in parte all'incremento atteso dei tassi di interesse di mercato (crescita dello spread sull'euribor) e in parte all'aumento del debito netto per effetto dei nuovi investimenti realizzati.

In considerazione delle risorse finanziarie raccolte dalla società con l'operazione di aumento di capitale da IPO conclusa nel febbraio scorso, la leva finanziaria (Debito/PN) si assume in diminuzione sino al 2006 per poi risalire oltre i livelli attuali a sostegno del piano di investimenti.

Le imposte sono stimate applicando il 33% di IRES sull'utile ante imposte e il 4,25% di IRAP rispetto all'attuale livello di tassazione pari a circa il 42%.

L'utile al 2005 è al netto dei costi legati all'IPO.

L'utile netto rettificato (che esclude le spese di IPO) sarebbe pari a Euro 9,26 milioni con un CAGR 04 – 08 del 20%.

Si assume un pay-out ratio costante dell'80% nel quadriennio considerato, in linea con le indicazioni societarie.

IGD Immobiliare Grande Distribuzione

Stato Patrimoniale storico e previsionale

(Milioni di Euro)	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Attivo immobilizzato	372,2	434,9	427,8	468,8	564,2	735,9	846,4
Cassa	0,5	2,7	0,8	80,0	5,0	5,0	5,0
Crediti vs clienti	2,2	3,8	4,1	4,3	5,1	6,5	7,2
Altre attività a breve	27,4	24,9	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7
Attivo a breve	30,1	31,4	27,6	107,0	32,8	34,2	34,9
TOTALE ATTIVO	402,3	466,3	455,4	575,8	597,0	770,0	881,2
Debiti vs fornitori	2,9	4,8	3,3	3,2	3,3	3,6	3,7
Debiti finanziari BT	41,3	40,4	53,1	57,4	56,0	55,0	55,0
Altri debiti BT	1,9	1,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Imposte differite	12,9	10,3	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Totale passivo a breve	59,0	56,9	66,7	70,9	69,6	68,9	69,0
Fondi (TFR e rischi)	0,5	3,0	5,5	5,9	6,4	7,0	7,8
Debiti finanziari LT	103,9	158,4	139,3	107,9	123,5	292,2	399,9
Altri debiti LT	8,9	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Totale passività a LT	113,3	178,5	161,9	130,9	147,0	316,4	424,9
Patrimonio netto	230,0	231,0	226,8	374,0	380,3	384,8	387,4
TOTALE PASSIVO E NETTO	402,3	466,3	455,4	575,8	597,0	770,0	881,2

Fonte: dati societari - stime IR TOP

Flussi di cassa

(Milioni di Euro)	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
PFN iniziale	-144,7	-196,1	-191,6	-85,2	-174,6	-342,3
Utile netto	11,6	6,4	5,7	10,9	13,2	13,1
Ammortamenti e acc.ti	14,1	15,3	17,0	20,5	25,4	28,5
Accantonamenti	0,9	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8
Capital gains	7,8	0,3	-	-	-	-
Flusso di cassa Gestione corrente	18,7	21,7	23,1	31,9	39,2	42,4
Var CCN	-0,3	-1,0	-0,3	-0,6	-1,2	-0,6
Flusso di cassa operativo	18,4	20,7	22,8	31,3	38,0	41,9
Investimenti	-100,3	-73,5	-58,0	-116,0	-197,0	-139,0
Aumenti di capitale	-	-	147,2	-	-	-
Distribuzione dividendi	0,0	-9,2	-5,6	-4,7	-8,7	-10,6
Variazione altre poste LT	10,7	2,5	-	-	-	-
Altre variazioni	19,8	64,0	-	-	-	-
Variazione PFN	-51,4	4,5	106,4	-89,3	-167,7	-107,7
PFN finale	-196,1	-191,6	-85,2	-174,6	-342,3	-450,0

Fonte: dati societari - stime IR TOP

VALUTAZIONE

NAV Sulla base delle valutazioni espresse da CB Richard Ellis effettuata il 31 luglio 2004 (vedi tabella), il valore del portafoglio immobiliare di proprietà di IGD risulta pari a Euro 555,2 milioni.

Immobile	Valore netto di libro al 30 settembre 2004	Valore di stima al 31 luglio 2004 (perizia di CB Richard Ellis)
Centro Commerciale Borgo	42.322.478	58.200.000
Centro Commerciale Esp	24.857.896	71.700.000
Centro Commerciale d'Abruzzo	41.728.203	45.600.000
Centro Commerciale Porto Grande	31.730.924	40.500.000
Ipermercato del Centro Commerciale Lama	28.437.958	37.600.000
Ipermercato del Centro Commerciale Leonardo	8.024.083	25.000.000
Ipermercato di Lugo	9.929.730	2.400.000
Ipermercato il Miralfiore	17.324.318	25.300.000
Centro Commerciale Casilino	48.776.513	49.600.000
Centro Commerciale Le Porte di Napoli	68.819.191	74.000.000
Centro Commerciale Le Fonti del Corallo	65.221.563	69.900.000
Ipermercato il Maestrale	13.058.378	6.800.000
Supermercato e Negozio Aquileia (RA)	5.067.603	5.460.000
Terreno (Ravenna)	7.955.000	22.200.000
Negozi	-	800.000
Altri	-	500.000
TOTALE	420.800.000	555.200.000

Fonte: dati societari

Per la stima del NAV, *Net Asset Value*, abbiamo assunto una crescita implicita del valore di mercato di proprietà degli immobili del 2% annuo. Il NNAV, *Net Net Asset Value*, del Gruppo, è stato ottenuto applicando una tassazione sulla plusvalenza implicita pari al 37,25%.

Net Asset Value

(Milioni di Euro)	2004 <i>pre money</i>	2005E	2006E	2007E	2008E
Valore contabile immobili di proprietà	420,8	478,8	594,8	791,8	930,8
Valore di mercato immobili di proprietà	555,2	566,3	636,8	767,8	984,1
Investimenti netti	-	58,0	116,0	197,0	139,0
Valore di mercato totale	555,2	624,3	752,8	964,8	1123,1
Capital gain	134,4	145,5	157,9	173,0	192,3
Tassazione implicita Capital gain	50,1	54,2	58,9	64,5	71,6
Patrimonio netto	226,8	374,0	380,3	384,8	387,4
NAV	361,2	519,5	538,3	557,9	579,7
NNAV	311,1	465,3	479,5	493,4	508,1
Numero azioni	177,2	282,2	282,2	282,2	282,2
NAV per azione	2,04	1,84	1,91	1,98	2,05
NNAV per azione	1,76	1,65	1,70	1,75	1,80

Fonte: dati societari - stime IR TOP

Confronto con i principali Competitors e analisi dei multipli

IGD si caratterizza per l'unicità del suo modello di business sul mercato immobiliare italiano nel segmento *retail*. Nel sistema competitivo italiano pertanto non si individuano altri operatori quotati specializzati nel settore degli immobili ad uso commerciale.

Il confronto con Beni Stabili risulta in ogni caso significativo perché, benché posizionata su segmenti differenti del mercato immobiliare, Beni Stabili si caratterizza per l'elevata specializzazione del modello di business e una struttura di bilancio simile.

In base al criterio di focalizzazione del modello di business sul segmento *retail*, riteniamo di includere nell'analisi le società Corio, Rodamco Europe e Klepierre, evidenziando peraltro che il confronto risulta condizionato dalle differenze nel sistema di tassazione (es.: regime REITS), nel sistema di regolamentazione del mercato immobiliare e nelle modalità di concessione delle autorizzazioni governative.

	EV/EBITDA 2004	EV/EBITDA 2005	EV/EBITDA 2006	P/NAV
BENI STABILI	13,90	14,62	15,16	-24%
KLEPIERRE	18,27	16,49	14,75	+32%
RODAMCO Europe	19,38	18,02	16,91	+24%
CORIO	17,98	16,75	15,92	+23%
MEDIA retail estero	18,54	17,09	15,86	+26%
MEDIA	17,38	16,47	15,68	14%

Fonte: IBES - stime IR TOP

Secondo la nostra analisi l'applicazione dei metodi dei multipli e del NNAV portano ad una valutazione in linea con i prezzi di mercato attuali del titolo IGD. Pertanto, in riferimento al prezzo di Euro 1,575 (chiusura al 25 maggio 2005), rilasciamo, contestualmente all'avvio della copertura, una raccomandazione di HOLD sul titolo IGD.

Opportunità e rischi

Le nostre stime alla base delle proiezioni dei risultati e della valutazione effettuata sono da considerarsi conservative, in quanto non considerano:

- l'eventuale maggior valore del portafoglio di proprietà rispetto all'ultima perizia indipendente di CB Richard Ellis realizzata a fine luglio 2004;
- ulteriori future opportunità di investimento in aggiunta a quanto previsto dall'accordo quadro e dalla lettera di intenti già sottoscritta (accordo per l'acquisizione della Galleria e Retail Park a Mondovì);
- la possibilità che si realizzino rendimenti maggiori del 7% (nostra ipotesi, in linea con gli attuali rendimenti del mercato) sulle nuove acquisizioni.

Inoltre, una futura riforma fiscale introdotta dal governo italiano a favore delle società immobiliari nazionali, colmerebbe un gap esistente rispetto ad altre nazioni europee migliorando la competitività internazionale degli operatori italiani del settore Real Estate.

Il potenziale rallentamento del settore immobiliare rappresenta invece un fattore di rischio, attenuato per il settore retail ancora sottodimensionato in Italia rispetto ad altri paesi europei.