

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



Data di pricing (IPO) 07/02/2005
Prezzo IPO: euro 1,45
Mercato: MTA
Capitalizzazione al 21/7/2005: euro 488 ml
Prezzo al 21/7/2005: euro 1,709
Performance da IPO: 17,86%

Azionisti (14 luglio 2005):
COOP ADRIATICA S.C.R.L. 46,98%
UNICOOP TIRRENO SOC. COOP 15,44%
Nextra Investment Management SGR S.p.A. 2,06%
Fondazione Cassa di Risparmio di Imola 2,01%
Flottante 33,52%

IGD - Immobiliare Grande Distribuzione

— **I Trimestre 2005** – Al 31/3/2005 il Gruppo IGD ha conseguito un valore della produzione pari a Euro 13,0 milioni (+13,6% rispetto agli Euro 11,4 milioni del I trimestre 2004). In crescita del 19,5% l'EBITDA pari a Euro 8,5 milioni; EBIT pari a Euro 4,3 milioni (+ 74,7% rispetto al I trimestre 2004) con una marginalità del 32,7%. I costi operativi, aumentati in valore assoluto di Euro 243.000, dipendono dal potenziamento della struttura organizzativa e dai costi di IPO spesi. L'utile ante imposte è stato pari a Euro 3,1 milioni rispetto a Euro 1,4 milioni del primo trimestre 2004. La posizione finanziaria netta è migliorata per effetto della quotazione rispetto al 31/12/2004 (negativa per Euro 191,6 milioni) e si è attestata a Euro -31,8 milioni. Le risorse raccolte al netto delle commissioni di Collocamento e di Sponsor ammontano a Euro 145,92 milioni.

— **Risultati 2005 attesi** – I risultati consuntivi del primo trimestre 2005 sono in linea con le nostre previsioni per l'anno in corso. Confermiamo pertanto l'outlook sul 2005: i ricavi da locazione sono attesi pari a Euro 53,2; i ricavi da servizi sono stimati in crescita da Euro 2 milioni nel 2004 a Euro 2,2 milioni nel 2005, pari al 4% dei ricavi totali; in termini di redditività operativa, l'EBITDA è atteso pari a Euro 37,6 milioni e l'EBIT pari a Euro 20,2 milioni; l'utile netto è stimato pari a Euro 5,7 milioni. La riduzione rispetto all'utile netto del 2004 (Euro 6,4 milioni) è imputabile prevalentemente agli oneri straordinari sostenuti per l'operazione di IPO a inizio 2005. L'utile netto rettificato (che esclude le spese di IPO) è atteso pari a Euro 9,26 milioni con una crescita del 45%.

— **Nuovi investimenti** – Con riferimento ai recenti accordi stipulati da IGD per l'acquisizione di nuovi Centri Commerciali segnaliamo che l'investimento a Mondovi (galleria e retail park del "Parco Commerciale e per il Tempo Libero Mondovicino") era già stato incluso nelle nostre proiezioni economico-finanziarie nella ricerca di inizio coverage del titolo, mentre si stima che l'acquisto del Centro Commerciale in fase di realizzazione a Guidonia avrà presumibilmente effetto sul volume di ricavi, sulla redditività operativa e netta e sui flussi di cassa generati dal Gruppo a partire dal 2008.

— **Valutazione** – Abbiamo aggiornato la nostra valutazione applicando la metodologia mista del NNAV – DCF per tener conto dell'acquisizione del Centro Commerciale di Guidonia. Secondo la nostra valutazione (metodo DCF), l'operazione avrà un effetto positivo che impatterà in termini di maggiori ricavi da locazione (freehold) a partire dal 2008 (+8% rispetto alle proiezioni sui ricavi totali dello studio di inizio coverage), e che porterà ad una creazione di valore nell'ordine di Euro 0,07 per azione, assumendo un rendimento dell'investimento in linea con quelli attuali di mercato pari al 7%. Valutiamo positivamente la coerenza dell'approccio strategico di sviluppo del Gruppo mediante l'incremento del patrimonio immobiliare rispetto al piano industriale comunicato. **In attesa di maggiore visibilità su eventuali ulteriori iniziative di investimento, nonché sull'aggiornamento della perizia CB Richard Ellis di prossima pubblicazione, esprimiamo, in riferimento al prezzo di Euro 1,709 (prezzo di chiusura al 21 luglio 2005), una raccomandazione di ADD sul titolo IGD.**

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

Principali dati economici e finanziari

	I Trim. 2004	I Trim. 2005	Var %	2003	2004	2005E
Ricavi	11,4	13,0	13,6%	58,3	52,4	55,3
EBITDA	7,1	8,5	19,5%	35,8	34,1	37,6
EBIT	2,4	4,3	74,7%	20,9	18,5	20,2
Utile ante imposte	1,5	3,1	110,4%	15,5	11,6	8,6
Utile netto rettificato	1,4	1,7	14,7%	11,6	6,4	4,9
PFN		-31,8		-196,1	-191,6	-117,1

Indicatori di performance

	I Trim. 2004	I Trim. 2005	2003	2004	2005E
EBITDA Margin	62,0%	65,2%	61,5%	65,2%	67,9%
EBIT Margin	21,3%	32,7%	35,8%	35,4%	36,4%

SISTEMA DI RATING

Performance attesa in termini di rendimento totale del titolo nei prossimi 12 mesi:
BUY – apprezzamento atteso superiore al 10%
ADD - apprezzamento atteso compreso tra il 5% e il 10%
HOLD – apprezzamento/deprezzamento nell'intervallo di (-5% ; +5%)
REDUCE - deprezzamento atteso compreso tra il 5% e il 10%
SELL – deprezzamento atteso superiore al 10%

Il sistema di rating sopra riportato è stato adottato dall'Ufficio Analisi Indipendente IR TOP a partire dal luglio 2005. Il precedente sistema di rating era:
BUY – apprezzamento atteso superiore al 10%
HOLD – apprezzamento/deprezzamento nell'intervallo di (-10% ; +5%)
SELL – deprezzamento atteso superiore al 10%

DISCLAIMER IR TOP

Il presente documento è stato redatto da IR TOP per conto di Unipol Merchant S.p.A. - Banca per le imprese ("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 (Trimestrale al 31 marzo 2005), 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 S.p.A. - Banca per le imprese ("Unipol Merchant"). Ai sensi dell'art. 69 del Regolamento Consob n. 11971/99 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. L'incarico di Co - Sponsor 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.

I dipendenti del servizio Capital Markets di Unipol Merchant e i loro familiari non detengono strumenti finanziari emessi dalla società oggetto di analisi, né svolgono ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per la società, né gli analisti ricevono bonus, stipendio o altre forme di retribuzione correlate, direttamente o indirettamente, al successo di operazioni di investment banking.

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 nonché Unicoop Tirreno, e società alla stessa facenti capo, per un importo di circa 25,4 mln.

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

FATTI DI RILIEVO	4
ITRIMESTRE 2005	5
- Corporate Governance	
- Nuovi investimenti	
RISULTATI 2005 ATTESI	5
VALUTAZIONE	6
- Aggiornamento del metodo del NAV	
- Aggiornamento del metodo dei multipli	
- Opportunità e rischi	
TABELLE DI SINTESI	8

FATTI DI RILIEVO

Corporate Governance - L'ingegnere Sergio Santi è entrato a far parte del Consiglio di Amministrazione di IGD S.p.A. in rappresentanza dei soci di minoranza delle fondazioni bancarie. La composizione del CDA a luglio 2005 è la seguente:

Nome	Carica
Gilberto Coffari	Presidente IGD
Sergio Costalli	Vicepresidente
Filippo Maria Carbonari	Amministratore Delegato
Roberto Zamboni	Consigliere
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
Sergio Santi	Consigliere Indipendente
Stefano Pozzoli	Consigliere Indipendente

Fonte: la Società

Nuovi Investimenti - In attuazione della strategia di crescita dimensionale presentata al mercato finanziario in occasione della quotazione, IGD, durante i mesi successivi all'IPO, ha realizzato i seguenti investimenti:

1) Parco Commerciale e per il Tempo Libero Mondovicino

Il 26 aprile 2005 il Gruppo ha formalizzato l'accordo per l'acquisizione della galleria e del retail park del "Parco Commerciale e per il Tempo Libero Mondovicino", situato a Mondovì, in provincia di Cuneo. L'acquisizione avverrà per un controvalore netto di 39,5 milioni di Euro e il pagamento sarà effettuato per cassa in tre tranches: 6 milioni contestualmente alla firma del contratto, Euro 2 milioni ad inizio lavori e il rimanente importo a fine lavori (2007/2008). *L'operazione era già stata inclusa nelle nostre ipotesi di investimento alla base delle stime elaborate per lo studio di avvio di copertura del titolo.*

2) Centro commerciale a Guidonia

Il 30 maggio 2005 IGD ha siglato l'accordo preliminare per l'acquisizione di un centro commerciale (galleria e ipermercato) che sarà realizzato a Guidonia, in provincia di Roma, sulla strada Tiburtina a pochi chilometri dal Raccordo Anulare. L'investimento complessivo sarà di circa 105 milioni di Euro. Il pagamento è già avvenuto per 23 milioni (per cassa) alla stipula dell'accordo preliminare mentre il saldo sarà versato a fine lavori. I lavori dovrebbero cominciare nel corso del 2005 e dovrebbero terminare nel corso del 2007. *Secondo la nostra valutazione effettuata con il metodo DCF, l'operazione, che impatterà in termini di maggiori ricavi da locazione (freehold) a partire dal 2008 (+8% rispetto alle proiezioni sui ricavi totali dello studio di inizio coverage), porta ad una creazione di valore nell'ordine di Euro 0,07 per azione, assumendo un rendimento dell'investimento in linea con quelli attuali di mercato pari al 7%.*

Entrambi gli investimenti non rientrano nell'accordo Quadro stipulato con i soci Coop Adriatica e Unicoop Tirreno e dimostrano la capacità di IGD di crescere autonomamente al di là delle opportunità di investimento offerte dai soci.

I TRIMESTRE 2005

Nel primo trimestre 2005 il Gruppo IGD ha conseguito un valore della produzione pari a Euro 13,0 milioni (+ 13,6% rispetto agli Euro 11,4 milioni del IQ 2004), originato per il 97% da ricavi di locazione del patrimonio di proprietà e del patrimonio di terzi e per il 3% da ricavi per servizi (Agency e Facility Management). La crescita è ascrivibile all'investimento realizzato a fine marzo 2004 nel centro Commerciale "Le Fonti del Corallo" di Livorno e ai maggiori ricavi generati dall'attività di Agency.

In crescita del 19,5% l'EBITDA che è pari a Euro 8,5 milioni mentre l'EBIT è pari a Euro 4,3 milioni (+ 74,7% rispetto al I trimestre 2004) con una marginalità del 32,7%. I costi operativi, aumentati in valore assoluto di Euro 243.000, dipendono dal potenziamento della struttura organizzativa e dai costi di IPO spesi.

L'utile ante imposte è stato pari a Euro 3,1 milioni rispetto a Euro 1,4 milioni del primo trimestre 2004.

Dati economici di sintesi

(Milioni di Euro)	I Trimestre 2005	I Trimestre 2004	Var %
Risultati economici			
Valore della produzione	13,0	11,4	13,6%
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	8,5	7,1	19,5%
Reddito Operativo (EBIT)	4,3	2,4	74,7%
Utile Ante Imposte	3,1	1,4	110,4%

Fonte: la Società

La posizione finanziaria netta è migliorata rispetto al dato al 31/12/2004 (-191,6 milioni di Euro) per effetto della quotazione e si è attestata a -31,8 milioni di euro. Le risorse raccolte al netto delle commissioni di Collocamento e di Sponsor a 145,92 milioni di Euro.

Dati patrimoniali e finanziari di sintesi

(Milioni di Euro)	I Trimestre 2005	31 dicembre 2004
Risultati patrimoniali e finanziari		
Attivo immobilizzate	435,4	431,5
CCN	(6,3)	4,0
Patrimonio netto	374,9	226,6
Posizione finanziaria netta	(31,8)	(191,6)

Fonte: la Società

La situazione economico-patrimoniale-finanziaria è stata redatta 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) in occasione della diffusione dei dati relativi al I semestre 2005. Gli impatti più rilevanti per IGD dovuti all'introduzione degli IAS riguarderanno principalmente le aree relative alle immobilizzazioni immateriali, alle immobilizzazioni materiali ed agli strumenti finanziari.

RISULTATI 2005 ATTESI

I risultati consuntivi del primo trimestre 2005 sono in linea con le nostre previsioni per l'anno in corso. Confermiamo pertanto l'outlook sul 2005: i ricavi da locazione sono attesi pari a Euro 53,2 milioni con gli affitti da immobili di proprietà in crescita del 14% per effetto di nuove acquisizioni (gross yield stimato pari al 7%, in linea con gli attuali rendimenti di mercato) e i ricavi dalla gestione degli immobili di terzi in diminuzione in considerazione dell'annunciata cessione del Centro Commerciale Leonardo. I ricavi da servizi sono stimati in crescita da Euro 2 milioni del 2004 a Euro 2,2 milioni del 2005, pari al 4% dei ricavi totali. Si sottolinea che mentre l'attività di facility management si svolge con continuità durante tutto l'anno, i servizi di agency si concentrano nell'ultimo

semestre dell'anno in corrispondenza dell'apertura di nuovi centri commerciali. In termini di redditività operativa, stimiamo un EBITDA pari a Euro 37,6 milioni nel 2005 e un EBIT di Euro 20,2 milioni. L'utile netto è stimato pari a Euro 5,7 milioni nel 2005. La riduzione rispetto all'utile netto del 2004 (Euro 6,4 milioni) è imputabile prevalentemente agli oneri straordinari sostenuti per l'operazione di IPO a inizio 2005. L'utile netto rettificato (che esclude le spese di IPO) sarebbe pari a Euro 9,26 milioni con una crescita del 45%.

Con riferimento ai nuovi recenti accordi stipulati da IGD per le acquisizioni di Centri Commerciali segnaliamo che il primo investimento a Mondovì era già stato incluso nelle nostre proiezioni di Conto Economico e Stato Patrimoniale nel precedente studio di inizio copertura del titolo, mentre l'acquisto del Centro Commerciale di Guidonia avrà presumibilmente effetto sul volume di ricavi, sulla redditività operativa e netta e sui flussi di cassa generati dal Gruppo a partire dal 2008.

VALUTAZIONE

Aggiornamento del metodo del NAV

Si è ritenuto opportuno aggiornare la valutazione espressa con il metodo del Net Asset Value per tenere conto del nuovo investimento di Guidonia.

Sulla base delle valutazioni espresse da CB Richard Ellis effettuata il 31 luglio 2004, il valore del portafoglio immobiliare di proprietà di IGD risulta pari a Euro 555,2 milioni. Per la stima del NAV, *Net Asset Value*, abbiamo considerato il valore iniziale stimato da CB Richard Ellis, il valore dei nuovi investimenti ipotizzati e 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%.

(Milioni di euro)	2004 pre money	2005E	2006E	2007E	2008E
Valore contabile immobili di proprietà	420,8	478,8	594,8	791,8	1.035,8
Valore di mercato immobili di proprietà	555,2	566,3	636,8	767,8	984,1
Investimenti netti		58,0	116,0	197,0	244,0
Valore di mercato totale	555,2	624,3	752,8	964,8	1228,1
Capital Gain	134,4	145,5	158,0	173,0	192,3
Tassazione implicita del Capital Gain	50,1	54,2	58,9	64,5	71,6
Patrimonio netto	226,8	373,2	379,3	383,6	386,4
NAV	361,2	518,7	537,3	556,6	578,8
NNAV	311,1	464,5	478,5	492,2	507,1
Numero di azioni	177,3	282,2	282,2	282,2	282,2
NAV per azione	2,04	1,84	1,90	1,97	2,05
NNAV per azione	1,76	1,65	1,70	1,74	1,80

Fonte: dati societari – stime IR TOP

Aggiornamento dell'analisi dei multipli

Ai fini dell'analisi dei multipli abbiamo considerato il campione di Competitors già selezionato nello studio di inizio coverage e abbiamo aggiornato le informazioni di borsa relative ai quattro titoli.

	EV/EBITDA 2004	EV/EBITDA 2005	EV/EBITDA 2006	P/NAV
BENI STABILI	14,76	15,53	16,10	-14%
KLEPIERRE	18,67	16,85	15,07	+37%
RODAMCO Europe	20,65	19,20	18,02	+36%
CORIO	18,50	17,23	16,38	+29%
MEDIA retail estero	19,27	17,76	16,49	+34%
MEDIA	18,14	17,20	16,39	+22%

Fonte: IBES - stime IR TOP

La nostra valutazione, basata sui multipli EV/EBITDA 2005, corrisponde ad un premio del 7% sul NNAV.

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 agli accordi per le acquisizioni di Mondovì e di Guidonia;
- 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.

TABELLE DI SINTESI

Conto economico storico e previsionale

(milioni di Euro)	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Ricavi da affitti (immobili di proprietà)	27,7	32,6	35,0	39,7	48,4	60,6	76,2
Capital Gain	0,0	7,8	0,3	0,0	0,0	5,0	5,0
Ricavi da affitti (immobili di terzi)	13,2	15,9	14,7	13,5	13,7	14,0	14,2
Ricavi da servizi	1,3	1,2	2,0	2,2	2,6	3,3	4,0
Altri Ricavi	0,7	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale ricavi	42,9	58,3	52,4	55,3	64,8	82,9	99,4
Costi operativi	16,4	21,4	17,0	16,4	17,2	18,3	19,3
Valore Aggiunto	26,6	36,8	35,4	38,9	47,6	64,6	80,1
Costo del lavoro	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	2,0	2,4
EBITDA	25,8	35,8	34,1	37,6	46,1	62,6	77,7
Ammortamenti nuovi	12,5	14,1	15,3	17,0	20,5	25,4	31,7
Altri stanziamenti	0,6	0,9	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8
EBIT	12,6	20,9	18,5	20,2	25,0	36,6	45,2
ROS	29%	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Oneri finanziari netti	3,9	5,4	7,0	6,2	8,5	15,9	23,4
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	8,6	16,6	20,7	21,8
Imposte	1,2	4,1	5,0	3,7	6,5	8,4	9,1
Minorities	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Utile netto	7,9	11,6	6,4	4,9	10,0	12,3	12,7

Fonte: dati societari – stime IR TOP

Stato Patrimoniale storico e previsionale

(Milioni di Euro)	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
Attivo immobilizzato	372,2	434,9	427,8	499,8	595,2	766,9	948,2
Cassa	0,5	2,7	0,8	80,0	5,0	5,0	5,0
Altre attività BT	27,4	24,9	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7
Crediti vs clienti	2,2	3,8	4,1	4,3	5,1	6,5	7,8
Attivo a breve	30,1	31,4	27,6	107,0	32,8	34,2	35,5
TOTALE ATTIVO	402,30	466,3	455,4	606,8	628,0	801,0	983,7
Debiti vs fornitori	2,9	4,8	3,3	3,2	3,3	3,6	3,8
Debiti finanziari BT	41,3	40,4	53,1	43,0	42,0	40,0	40,0
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	56,9	66,7	56,5	55,6	53,9	54,1
Fondi (TFR e rischi)	0,5	3,0	5,5	5,9	6,4	7,0	7,9
Debiti Finanziari LT	103,9	158,4	139,3	154,1	169,5	339,5	518,2
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	177,1	193,0	363,6	543,2
Patrimonio Netto	230	231,0	226,8	373,2	379,3	383,6	386,4
TOTALE PASSIVO E NETTO	402,3	466,4	455,4	606,8	628,0	801,0	983,7

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	-117,1	-206,5	-374,5
Utile netto	11,6	6,4	4,9	10,0	12,3	12,7
Ammortamenti	14,1	15,3	17,0	20,5	25,4	31,7
Acantonamenti	0,9	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8
Capital Gains	7,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa Gestione Corrente	18,7	21,7	22,4	31,1	38,3	45,1
Var CCN	-0,3	-1,0	-0,3	-0,6	-1,2	-1,1
Flusso di cassa operativo	18,4	20,7	22,0	30,5	37,1	44,1
Investimenti	-100,3	-73,5	-89,0	-116,0	-197,0	-213,0
Aumenti di capitale	0,0	0,0	146,4	0,0	0,0	0,0
Distribuzione dividendi	0,0	-9,2	-5,6	-4,0	-8,0	-9,8
Variazione altre poste LT	10,7	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre variazioni di SP	19,8	64,0	0,7	0,1	0,0	0,0
Variazione PFN	-51,4	4,5	74,5	-89,5	-167,9	-178,8
PFN Finale	-196,1	-191,6	-117,1	-206,5	-374,5	-553,2

Fonte: dati societari – stime IR TOP