

R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari

QUANTO VALGONO I FONDI IMMOBILIARI

Analisi quantitativa e qualitativa dei 19 prodotti quotati in Borsa: rendimenti e performance, Nav, valore di mercato e relativo sconto rispetto al valore di bilancio della quota, rendimenti immobiliari e valutazione delle classi di attivo. Bilancio del 2005 con tutte le indicazioni utili agli investitori interessati per un confronto tra le opportunità presenti nel listino

■ a cura di

 E.Capital Partners

Il rapporto che segue è tratto dall'Handbook dei fondi immobiliari italiani presentato nel luglio 2006 da E. Capital Partners, società indipendente di consulenza specializzata nella finanza aziendale e negli investimenti.

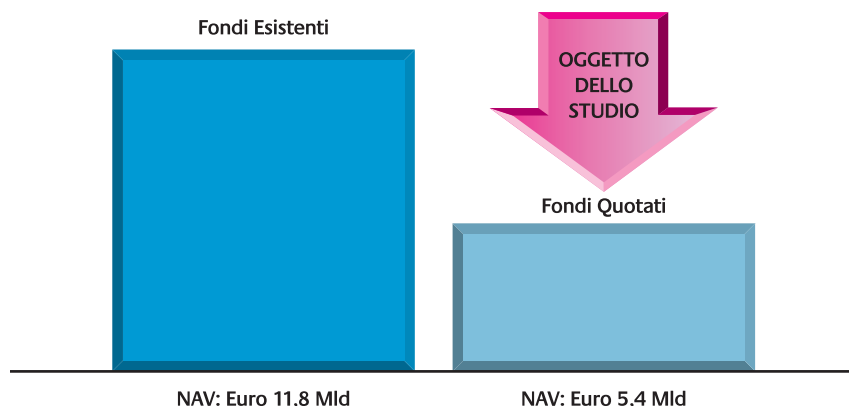
■ Anche nel 2005 Logistica e Strutture Sanitarie si confermano le due asset class che hanno fatto registrare nel 2005 i rendimenti (Yield) e i Cap Rate maggiori.

■ Rispetto al costo di acquisto, gli immobili ad uso uffici/direzionale hanno avuto la rivalutazione maggiore (pari al 16,97%), mentre rispetto allo scorso esercizio il primato va alle Strutture Sanitarie (+6,52%).

■ I fondi dovranno proseguire con l'attuale politica di investimento della liquidità in portafoglio, in modo da garantire un livello di FFO (flussi netti monetari del fondo, vedi definizione a pag.104), legato primariamente ai ricavi derivanti dalle locazioni, sempre più elevato e sfruttare la propria capacità di leverage.

■ Ai fini di una corretta valutazione dei fondi dal punto di vista finanziario, gli investitori dovranno comunque valutare attentamente non solo gli FFO, ma anche altri importanti elementi come: il livello di leverage (ancora decisamente basso), la liquidità ancora da investire, gli entry Cap Rate rispetto al mercato, l'asset allocation; tutti aspetti il cui impatto sulla redditività (IRR) e sul valore (sconto in Borsa) è sicuramente determinante.

Focus sui 19 fondi immobiliari quotati



ANALISI COMPARATA DEI FONDI IMMOBILIARI:

- PERFORMANCE DI MERCATO
- RISCHIO
- RELAZIONE TRA PREZZO E SCONTO
- DIMENSIONE E INDEBITAMENTO
- FUNDS FROM OPERATIONS (FFO) E COSTI DI GESTIONE
- QUALITÀ DEGLI ASSET (ES. ANALISI DEI CAP RATE)
- REDDITIVITÀ DELLA QUOTA
- VALUTAZIONE DEL FONDO

ANALISI DELLE ASSET CLASS IMMOBILIARI OGGETTO DI INVESTIMENTO DEI FONDI:

- UFFICI
- GRANDI SUPERFICI COMMERCIALI (CENTRI COMMERCIALI)
- RETAIL E ALTRE SUPERFICI COMMERCIALI
- LOGISTICA
- HOTELS
- STRUTTURE SANITARIE

INTRODUZIONE

Il presente Rapporto analizza il mercato dei fondi immobiliari italiani con particolare riferimento ai 19 fondi quotati al segmento MTF di Borsa Italiana.

L'analisi è concentrata sulle dinamiche finanziarie dei fondi in termini di:

- rendimento e performance
- NAV e valore di mercato ("sconto")
- "Cap Rate" (vedi definizione a pag.107) e rendimenti immobiliari
- valutazione delle asset class

La data di riferimento del Rapporto è l'esercizio 2005 (ultimo rendiconto finanziario disponibile).

ANALISI COMPARATA DEI FONDI IMMOBILIARI

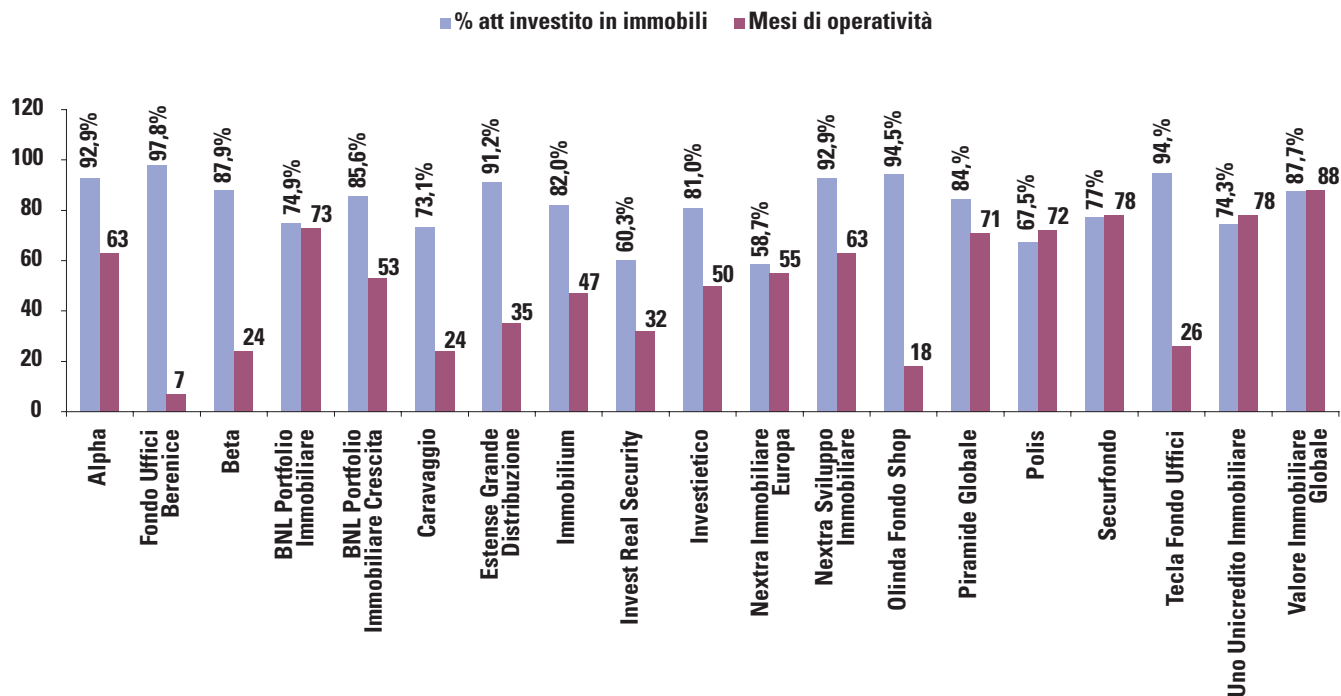
PRINCIPALI RISULTATI EMERSI DALL'ANALISI

■ Il mercato italiano dei fondi immobiliari quotati ha una dimensione in termini di NAV di circa Euro 5,4 miliardi. Il NAV medio dei fondi analizzati è cresciuto del 4,46% rispetto al 2004.

■ La leva finanziaria media utilizzata è pari al 15,92% del valore degli immobili in portafoglio. Considerando il nuovo campione di immobili, nel 2005 questa percentuale è lievemente diminuita rispetto al 2004 (dove era pari al 16,42%) mentre aumenterebbe se considerassimo il vecchio campione dove la percentuale di indebitamento era del 13,63%. L'ingresso nel campione del fondo Berenice, che presenta un livello di indebitamento pari al 50,62%, ha sicuramente contribuito all'incremento di tale media.

■ La capacità residua di indebitamento dei fondi analizzati è quindi pari a circa 2,3 miliardi di euro, a cui si uniscono 116 milioni di euro di liquidità ancora da investire. Entrambi i dati sono in forte aumento rispetto al 2004 quando la capacità di investimento residua era di 1,7 miliardi di euro e la liquidità residua 77 milioni di euro. Tali dati testimoniano ulteriormente lo scarso indebitamento dei fondi immobiliari e la presenza di un elevato livello di liquidità da investire.

I fondi ad apporto sono i più rapidi a investire il patrimonio in immobili



■ Nel 2005 gli FFO/Ricavi sono rimasti sostanzialmente stabili passando dal 37,9% del 2004 del nuovo campione (34,8% del vecchio campione) al 37% del 2005. La componente monetaria dei ricavi quindi aumenta in media dello 0,44% a testimonianza di un anno in cui, accanto a fondi che hanno proseguito l'attività di investimento, altri hanno iniziato il proprio ciclo di disinvestimenti e di rotazione degli immobili in portafoglio.

■ I costi di gestione rimangono stabili e sono pari in media a 1,9% del NAV (+0,1% rispetto al 2004).

■ Il rendimento medio degli immobili sul costo di acquisto è del 7,67% ed è superiore al medesimo valore per il 2004 (7,21%).

■ Le negative performance di Borsa delle quote dei fondi hanno fatto alzare lo sconto sul NAV (real discount) che è pari al 27% (contro il 25,64% del 2004). Una delle cause principali dello sconto rimane comunque la diretta contabilizzazione delle plusvalenze non realizzate nel NAV dei fondi. Questo valore, infatti, non viene riconosciuto all'interno del prezzo di Borsa della quota, che valuta solo gli effettivi cash flow che il fondo è in grado di realizzare.

■ A livello di performance del prezzo di Borsa della quota, il 2005 è stato un anno piuttosto negativo; come nel 2004, BNL Portfolio

Immobiliare Crescita ha fatto registrare il risultato migliore, con un incremento del prezzo su base annua del 10,17%. Bene anche Alpha con un incremento del 5,88%. Il fondo Invest Real Security, quotato nel 2005, ha registrato invece il peggior risultato con una variazione negativa del 27,72%.

■ Il trend negativo continua anche nei primi mesi del 2006. Il rendimento medio Year to Date (dal 1 gennaio al 1 maggio 2006) è infatti di -3,85%.

■ La volatilità delle quote appare in rialzo rispetto al 2004. La volatilità su base annua media per i fondi passa infatti dal 9,83% del 2004 al 10,39% del 2005; in questo ultimo esercizio si è quindi assistito ad un generale aumento del rischio connesso al prezzo di borsa delle quote.

■ I volumi di scambio sul totale delle quote rimangono bassi, e registrano un incremento medio molto contenuto (pari circa allo 0,02%). Il problema della liquidità rimane quindi una caratteristica costante, quasi strutturale, dei fondi immobiliari quotati.

■ A livello aggregato, i fondi immobiliari quotati hanno incrementato sia il payout ratio (la media passa dal 47,7% al 56,42%) che il dividend yield (dove si passa dal 3,6% al 4,2%).

• La distribuzione di proventi è spesso asso-

ciata alla capacità di produrre FFO adeguati. Ai fondi con la maggiore distribuzione di proventi (es. Alpha, Polis, Nextra Sviluppo Immobiliare) è infatti collegata una buona capacità di produrre FFO.

■ Dal punto di vista della remunerazione YTD (IRR calcolato ipotizzando l'acquisto della quota al conferimento e cessione al 31/12/2005 a valore di mercato) il fondo più redditizio è stato Alpha con un IRR dell'14,3%.

■ A seguito della riduzione dei valori di Borsa delle quote a fine 2005 il settore delle cheap stars è aumentato arrivando a 10 fondi. Sei fondi occupano ancora il settore delle expensive stars. Per questi fondi, nonostante vi sia la possibilità di avere un valore della quota alla scadenza superiore al valore al momento dell'acquisto, il relativo prezzo di Borsa risulta essere maggiore al base value.

VELOCITÀ DI INVESTIMENTO DEI FONDI IMMOBILIARI

Un driver strategico per la valutazione dei fondi immobiliari è sicuramente la velocità di investimento intesa come capacità di impiego della liquidità in portafoglio in tempi brevi, prima ancora delle scelte in termini di asset class.

Come possiamo osservare i fondi ad apporto rimangono la soluzione più immediata a tale problema riuscendo già nelle prime fasi di operatività ad avere percentuali di investimento in immobili molto elevate. (vedi grafico a pag. 100)

I fondi Alpha, Berenice e Olinda sono esempi di fondi immobiliari che presentano investimenti in immobili per oltre il 90% del totale delle attività.

La velocità di investimento è sicuramente uno strumento chiave per valutare le capacità e le performance dei fondi non ad apporto.

DIMENSIONE E INDEBITAMENTO DEI FONDI

NAV PARI A 5,4 MILIARDI DI EURO

I fondi analizzati hanno raggiunto un NAV pari a Euro 5,4 miliardi. Considerando il nuovo campione a seguito dell'ingresso dei nuovi fondi anche nel 2004, assistiamo ad una variazione positiva del 4,4%.

NAV IN CRESCITA PER QUASITUTTI I FONDI

I fondi quotati che hanno registrato un incremento maggiore del NAV nel corso del 2005

sono stati Berenice (che ha registrato un incremento del 40,81% rispetto al NAV al momento del collocamento), Beta (+8,97%) e BNL Portaolio Immobiliare Crescita (+6,83%).

AUMENTA LA PERCENTUALE SUL TOTALE DEGLI ASSETS DEI FONDI

Oltre al NAV, il 2005 ha fatto registrare un netto aumento anche della percentuale di asset immobiliari sul totale. A fine 2005 sono infatti sei i fondi che hanno investito più del 90% delle attività in immobili: Alpha, Berenice, Nextra Sviluppo Immobiliare, Olinda Fondo Shop, Tecla Fondo Uffici e Estense Grande Distribuzione. I fondi Invest Real Security e Beta sono quelli che hanno fatto registrare, per questa voce, l'incremento maggiore.

ANCORA MOLTI FONDI NON HANNO FATTO RICORSO AL DEBITO

Ancora molti fondi non hanno sfruttato il leverage a disposizione (che, ricordiamo, è pari al 60% del valore degli immobili in portafoglio). I fondi che hanno sfruttato maggiormente l'indebitamento (in questa percentuale viene anche considerata la liquidità impegnata per operazioni da regolare) sono Berenice, Tecla e Olinda e BNL Portfolio Immobiliare. La capacità di leverage che può essere ancora veicolata sul mercato immobiliare nazionale, a fine 2005, si attesta a circa 2.383 milioni di euro.

La situazione attuale evidenzia una positiva evoluzione all'interno di questo settore. L'ingresso di nuovi soggetti e nuovi fondi sottolinea ancora la crescente attenzione verso il settore immobiliare.

Un importante impulso è atteso inoltre dalla nascita dei fondi immobiliari speculativi, che hanno fatto la loro comparsa nel secondo semestre del 2006.

UTILIZZO PIÙ DIFFUSO DEL DEBITO E INVESTIMENTI IMMOBILIARI: I DUE ELEMENTI CHIAVE PER LO SVILUPPO FUTURO

In secondo luogo, durante il 2005, la percentuale di assets immobiliari sul totale è cresciuta (passando da una media del 78,98% del 2004 all'82,07% del 2005) a dimostrazione di come molti fondi stiano progressivamente investendo la propria liquidità.

I problemi strutturali del sistema sono rimasti simili a quelli presenti nel 2004. Riteniamo che un maggiore utilizzo del leverage ed una

Caratteristiche riassuntive dei fondi analizzati

	N° DI IMMOB.	DIMENSIONE% DI ATTIVITÀ		% DI ATTIVITÀ		NAV 2005	LIQUIDITÀ			CAP. RESIDUA	
		MEDIA IMMOB.	INVEST IN IMM.	INVEST IN IMM.	RACCOLTA		NAV 2004	ANCORA INVESTIRE	LEVERAGE 2005 (B)	LEVERAGE 2004 (B)	RESIDUA DI INDEBIT 2005
ALPHA	24	18,36	92,9%	93,8%	259,69	390,01	390,97	0,0	15,21%	14,02%	205
BERENICE	54	15,97	97,8%	99,2%	300,00	422,42	300,00	0,0	50,62%	60,44%	81
BETA	21	14,48	88,0%	66,8%	295,32	329,76	302,62	4,8	0,00%	0,00%	187
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	15	26,10	75,0%	80,4%	305,00	370,48	365,67	0,0	36,63%	33,34%	92
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	8	33,86	85,6%	74,3%	173,00	229,32	214,65	0,0	17,45%	16,53%	115
CARAVAGGIO	8	15,98	73,1%	73,2%	130,88	139,50	130,89	0,0	24,86%	23,23%	45
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	13	18,81	91,3%	72,3%	207,00	226,80	222,80	0,0	15,69%	0,00%	108
IMMOBILIUM 2001	7	19,97	82,0%	74,9%	130,00	151,94	150,27	3,6	0,00%	0,00%	214
INVEST REAL SECURITY	7	13,29	60,4%	36,5%	141,00	152,99	146,84	16,9	0,00%	0,00%	61
INVESTIETICO	8	19,37	81,1%	77,0%	153,80	182,38	175,88	35,6	0,00%	0,00%	118
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA (A)	7	21,61	58,7%	75,9%	212,13	215,40	215,08	0,0	11,08%	14,42%	123
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	13	17,95	93,0%	92,1%	166,70	213,03	209,49	0,0	9,79%	13,16%	117
OLINDA FONDO SHOP	44	16,41	94,5%	94,8%	261,05	364,73	351,39	0,0	48,92%	57,05%	80
PIRAMIDE GLOBALE	9	29,74	84,4%	90,1%	250,00	295,53	294,14	0,0	6,33%	6,02%	144
POLIS	10	22,77	67,5%	75,2%	258,00	320,86	323,95	52,0	0,00%	0,00%	159
SECURFONDO	14	11,47	77,0%	74,1%	150,00	198,16	196,78	3,3	0,00%	3,29%	100
TECLA FONDO UFFICI	62	14,71	94,8%	96,2%	323,30	471,89	479,71	0,0	45,06%	47,47%	136
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	16	24,84	74,4%	68,1%	400,00	499,04	478,25	0,0	6,14%	11,40%	214
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	7	26,63	87,7%	85,8%	159,34	183,91	181,73	0,0	14,68%	11,55%	84
MEDIA	18	20	82,07%	78,98%	225,06	282,01	270,06	ND	15,92%	16,42%	ND
MEDIANA	13	19	84,40%	75,92%	212,13	229,32	222,80	ND	11,08%	11,55%	ND
TOTALE ANALIZZATI	347	ND	ND	ND	4.276,21	5.358,14	5.131,13	116,3	ND	ND	2.383
TOTALE GENERALE	ND	ND	ND	ND	6.173,67	6.868,37	4.109,78	ND	ND	ND	ND

Variazione tra il 2005 e il 2004

	% INVESTITA IN IMMOBILI 2005	NAV	LEVERAGE SFRUTTATO
ALPHA	-0,92%	-0,25%	1,19%
BERENICE	-1,35%	40,81%	-9,82%
BETA	21,14%	8,97%	0,00%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	-5,44%	1,32%	3,28%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	11,37%	6,83%	0,92%
CARAVAGGIO	-0,11%	6,58%	1,63%
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	19,00%	1,79%	15,69%
IMMOBILIUM 2001	7,19%	1,11%	0,00%
INVEST REAL SECURITY	23,84%	4,18%	0,00%
INVESTIETICO	4,06%	3,70%	0,00%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	-17,19%	0,15%	-3,34%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	0,93%	1,69%	-3,37%
OLINDA FONDO SHOP	-0,24%	3,80%	-8,13%
PIRAMIDE GLOBALE	-5,70%	0,47%	0,31%
POLIS	-7,72%	-0,95%	0,00%
SECURFONDO	2,96%	0,70%	-3,29%
TECLA FONDO UFFICI	-1,38%	-1,63%	-2,41%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	6,23%	4,35%	-5,26%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	1,92%	1,20%	3,13%
MEDIA	3,08%	4,46%	-0,50%
MEDIANA	0,93%	1,69%	0,00%

Note: (a) Non sono stati conteggiati gli immobili detenuti da società partecipate estere.
(b) Capacità di leverage massima pari al 60% del valore degli immobili in portafoglio. Dove 0,00% è presente liquidità disponibile.

Flussi di cassa netti (FFO) e costi di gestione

	% INVESTITA IN		% RIVALUTAZIONE		FFO 05Y	FFO 04Y	FFO 05Y	FFO 04Y	FFO 06E (B)	COSTI DI GEST
	IMMOB. 2005	IMMOB. 2004	2005 (A)	2004 (A)	RICAVI	RICAVI				NAV
ALPHA	92,9%	93,8%	44,2%	40,9%	59,9%	55,1%	27,30	30,78	28,36	2,26%
BERENICE	97,8%	99,2%	14,9%	NA	12,6%	NA	28,79	NA	32,77	2,14%
BETA	88,0%	66,8%	40,7%	NA	30,7%	78,4%	12,15	41,25	8,96	2,14%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	75,0%	80,4%	17,8%	18,0%	43,9%	41,0%	17,52	13,22	13,46	3,04%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	85,6%	74,3%	44,0%	33,4%	12,1%	41,0%	17,52	13,22	13,46	2,68%
CARAVAGGIO	73,1%	73,2%	12,4%	10,5%	1,8%	-5,9%	2,53	(0,75)	5,60	2,12%
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	91,3%	72,3%	5,1%	4,9%	46,8%	50,5%	8,44	7,03	10,64	2,05%
IMMOBILIUM 2001	82,0%	74,9%	12,7%	11,8%	32,1%	36,3%	3,62	3,64	5,10	1,87%
INVEST REAL SECURITY	60,4%	36,5%	10,1%	9,2%	17,7%	-7,1%	1,57	(0,32)	3,03	1,86%
INVESTIETICO	81,1%	77,0%	13,1%	12,3%	42,0%	30,2%	6,83	5,03	5,31	1,54%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	58,7%	75,9%	6,3%	6,1%	-15,4%	-16,7%	(0,41)	(0,88)	(0,71)	1,05%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	93,0%	92,1%	16,5%	15,4%	70,2%	50,1%	11,96	9,75	11,61	1,45%
OLINDA FONDO SHOP	94,5%	94,8%	14,2%	13,8%	54,7%	1,8%	29,51	NA	29,51	2,22%
PIRAMIDE GLOBALE	84,4%	90,1%	9,4%	8,6%	57,8%	63,5%	12,49	12,46	11,54	1,50%
POLIS	67,5%	75,2%	12,3%	9,8%	56,1%	59,5%	13,52	24,56	9,57	1,49%
SECURFONDO	77,0%	74,1%	25,6%	20,0%	28,1%	47,1%	5,11	11,29	3,89	2,22%
TECLA FONDO UFFICI	94,8%	96,2%	13,6%	17,7%	59,9%	55,2%	45,10	37,52	38,79	2,36%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	74,4%	68,1%	31,4%	17,3%	43,2%	35,6%	14,75	9,80	15,14	1,37%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	87,7%	85,8%	7,2%	8,9%	49,3%	67,2%	7,27	7,62	8,49	1,71%
MEDIA	82,1%	79,0%	18,5%	15,2%	37,0%	37,9%	13,98	13,25	13,39	1,9%
MEDIANA	84,4%	75,9%	13,6%	12,3%	43,2%	44,1%	12,15	9,80	10,64	2,0%

Note: (a) Rivalutazione rispetto al valore storico di acquisto. b) Stima elaborata da E. Capital Partners sulla base dei dati forniti dal gestore.

Variatione tra il 2005 e il 2004

	RIVALUTAZIONE DEGLI IMMOBILI	FFO/RICAVI	FUNDS FROM OPERATION (FFO)
ALPHA	3,34%	4,83%	-11,28%
BERENICE	NA	NA	NA
BETA	NA-47,72%	-70,55%	
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	-0,19%	2,91%	32,49%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	10,55%	-28,92%	32,49%
CARAVAGGIO	1,96%	7,74%	NA
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	0,24%	-3,68%	19,94%
IMMOBILIUM 2001	0,94%	-4,23%	-0,66%
INVEST REAL SECURITY	0,88%	24,85%	NA
INVESTIETICO	0,74%	11,78%	35,71%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	0,20%	1,34%	-53,30%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	1,09%	20,01%	22,76%
OLINDA FONDO SHOP	0,35%	52,81%	NA
PIRAMIDE GLOBALE	0,82%	-5,77%	0,21%
POLIS	2,46%	-3,39%	-44,95%
SECURFONDO	5,60%	-19,08%	-54,77%
TECLA FONDO UFFICI	-4,15%	4,77%	20,19%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	14,14%	7,61%	50,44%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	-1,69%	-17,88%	-4,63%
MEDIA	2,19%	0,44%	-1,73%
MEDIANA	0,88%	2,12%	0,21%

una strategia di investimento che prosegue sulla strada intrapresa durante il 2004, sono sicuramente aspetti prioritari per rendere questi prodotti ancora più appetibili agli investitori e per aumentarne la competitività a livello europeo.

LA COSTRUZIONE DEI FUNDS FROM OPERATIONS (FFO)

I Funds From Operations (FFO) di un fondo immobiliare rappresentano la dinamica dei ricavi e dei costi monetari originati dalla gestione del fondo stesso.

GLI ELEMENTI DETERMINANTI DELLE VARIAZIONI DEGLI FFO NEL CORSO DEGLI ESERCIZI

Le differenze che vengono evidenziate tra gli FFO nei diversi periodi non sono originate esclusivamente da un aumento/diminuzione dei canoni da locazione (che rimangono comunque la componente primaria), ma anche da alcuni fattori fondamentali legati all'aspetto reddituale e patrimoniale di un fondo. Nello specifico gli aspetti analizzati, oltre i ricavi da locazione, sono i seguenti:

■ **Acquisto di immobili:** se un fondo ha acquistato degli immobili nel corso di un esercizio, i relativi ricavi da locazione per l'anno di acquisto sono conteggiati nel calcolo degli FFO soltanto per il periodo in cui detti immobili hanno fatto parte del patrimonio del fondo (e non per l'intero esercizio); per gli anni successivi, invece i ricavi da locazione vengono conteggiati pienamente.

■ **Vendita di immobili:** se un fondo ha venduto degli immobili nel corso di un esercizio, i relativi ricavi da locazione per l'anno di vendita sono conteggiati nel calcolo degli FFO soltanto per il periodo in cui detti immobili hanno fatto parte del patrimonio del fondo, per gli anni successivi, invece i ricavi da locazione non vengono conteggiati, mentre per gli anni precedenti vengono conteggiati al 100%.

■ **Immobili in costruzione e in ristrutturazione:** i ricavi da locazione per gli immobili in fase di costruzione o di ristrutturazione (se sfiti) vengono considerati a partire dall'anno in cui si stima che vengano completati i lavori. Questa stima dei ricavi viene fatta esclusivamente se nella documentazione del fondo viene indicato un valore stimato dei ricavi legati a quell'immobile, in caso contrario i ricavi non vengono considerati.

■ **Plusvalenze e Minusvalenze realizzate:** le plusvalenze e le minusvalenze realizzate dalla cessione vengono ovviamente considerate solo per l'esercizio in cui sono state realiz-

zate, influenzando inevitabilmente solo sul valore degli FFO di quell'esercizio

■ **Canoni di locazione pagati parzialmente:** i flussi di cassa prodotti vengono rivisti al rialzo o al ribasso anche in funzione della diversa entità dei canoni di locazione per gli anni successivi a quello analizzato. Nel caso venga indicato dalla documentazione un canone maggiore-minore per gli anni successivi, il valore dei flussi di cassa viene rivisto in funzione di queste variazioni.

GLI ELEMENTI DETERMINANTI DEI RICAVI DA GESTIONE DEGLI IMMOBILI

I ricavi generati dalla gestione degli immobili nei fondi analizzati sono sostanzialmente costituiti da tre principali componenti. La prima deriva dai canoni da locazione, la seconda dalla rivalutazione / svalutazione dei beni immobili in portafoglio operata annualmente dagli esperti indipendenti e la terza dalle plusvalenze / minusvalenze realizzate al momento della cessione di un immobile.

L'INDICATORE FFO/RICAVI

L'indice FFO/Ricavi misura la percentuale di ricavi che si trasforma effettivamente in flusso di cassa per chi detiene le quote del fondo. La restante parte, infatti è costituita da componenti non monetarie.

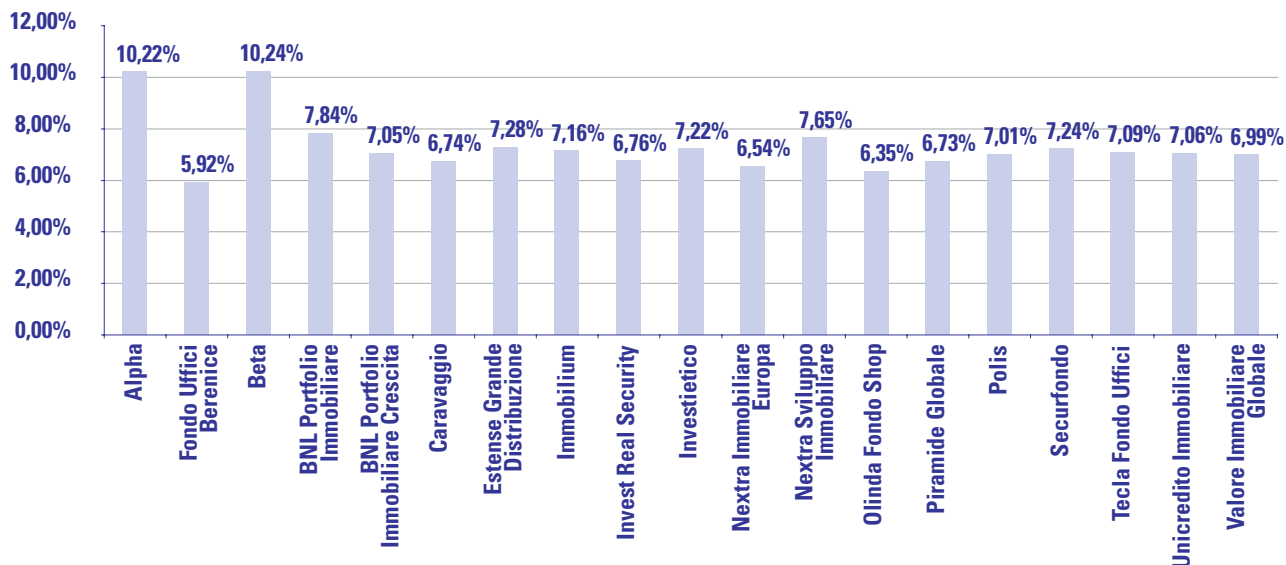
NEL 2005 LA COMPONENTE MONETARIA DEI RICAVI CRESCE

Il primo aspetto da sottolineare per quanto riguarda il 2005 è un livello di FFO sui ricavi in crescita; nel 2004 la percentuale era del 34,8% (vecchio campione) mentre a seguito dell'ingresso dei nuovi fondi la componente monetaria dei ricavi passa al 37%. Come nell'esercizio precedente per 6 fondi questo valore supera il 50%, il che significa che più della metà dei ricavi è costituita da proventi di tipo monetario. La crescita media (considerando il nuovo campione) è dello 0,44%, mentre i fondi che hanno avuto un incremento maggiore nel 2005 sono Olinda (+52,81%) e Invest Real Security (+24,85%). Tra le maggiori diminuzioni troviamo Beta (-47,72%) e BNL Portfolio Immobiliare Crescita (-28,92%).

CRESCITA DEI FUNDS FROM OPERATIONS

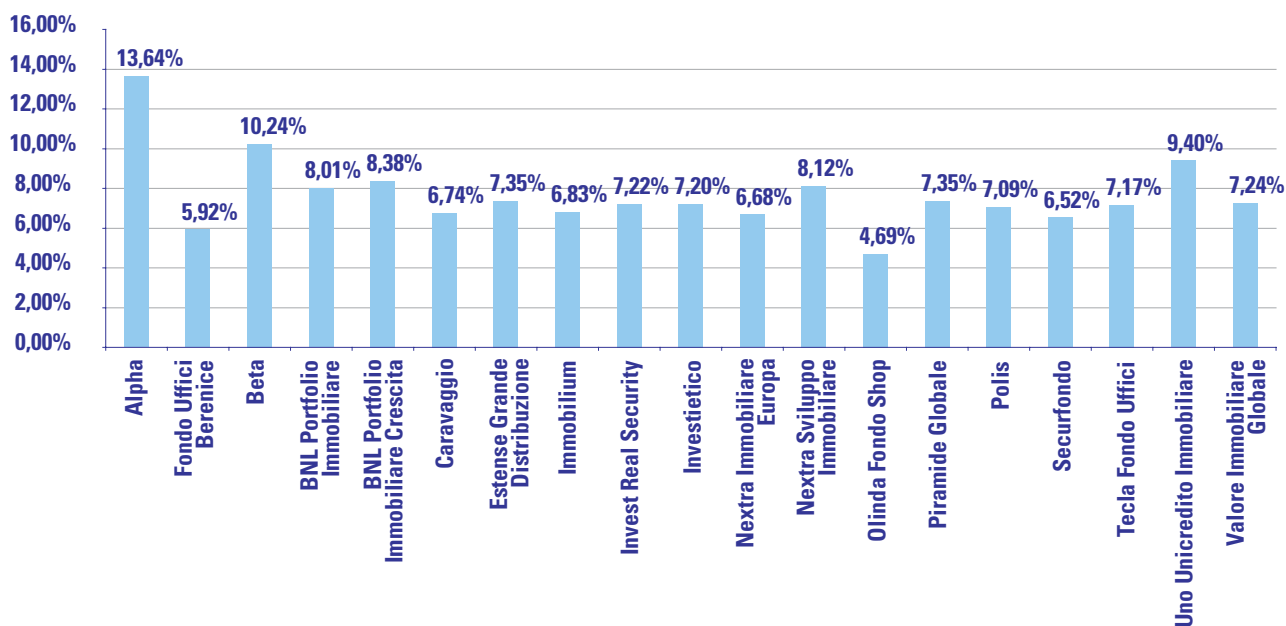
Gli FFO di Unicredit Immobiliare Uno e Investietico sono cresciuti molto rispetto al 2005 con incrementi del 50,44% e 35,71%. Le riduzioni maggiori sono invece dei fondi Beta (-70,55% dopo il primo anno di operatività), Securifondo (-54%) e Nextra immobiliare Eu-

I rendimenti degli affitti del primo anno oscillano tra il 5,92% e il 10,24%



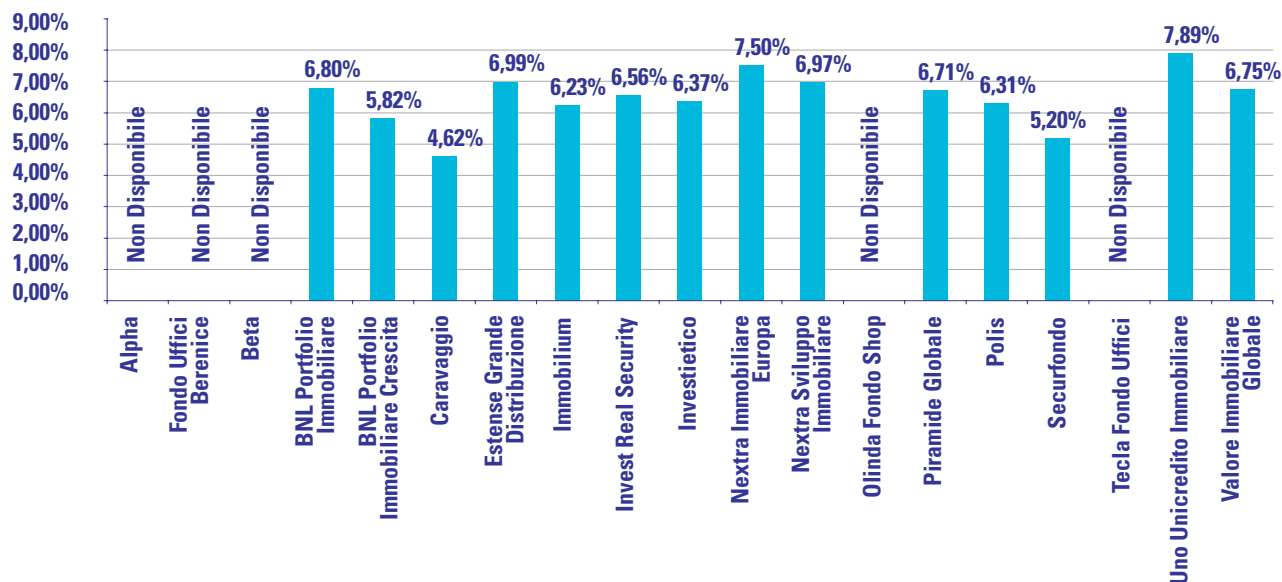
Entry yield (Yield di entrata): rendimenti calcolati dal rapporto tra i ricavi da locazione degli immobili al primo anno di investimento e il loro costo.

La forbice degli affitti 2005 spazia tra il 4,69% e il 13,64%



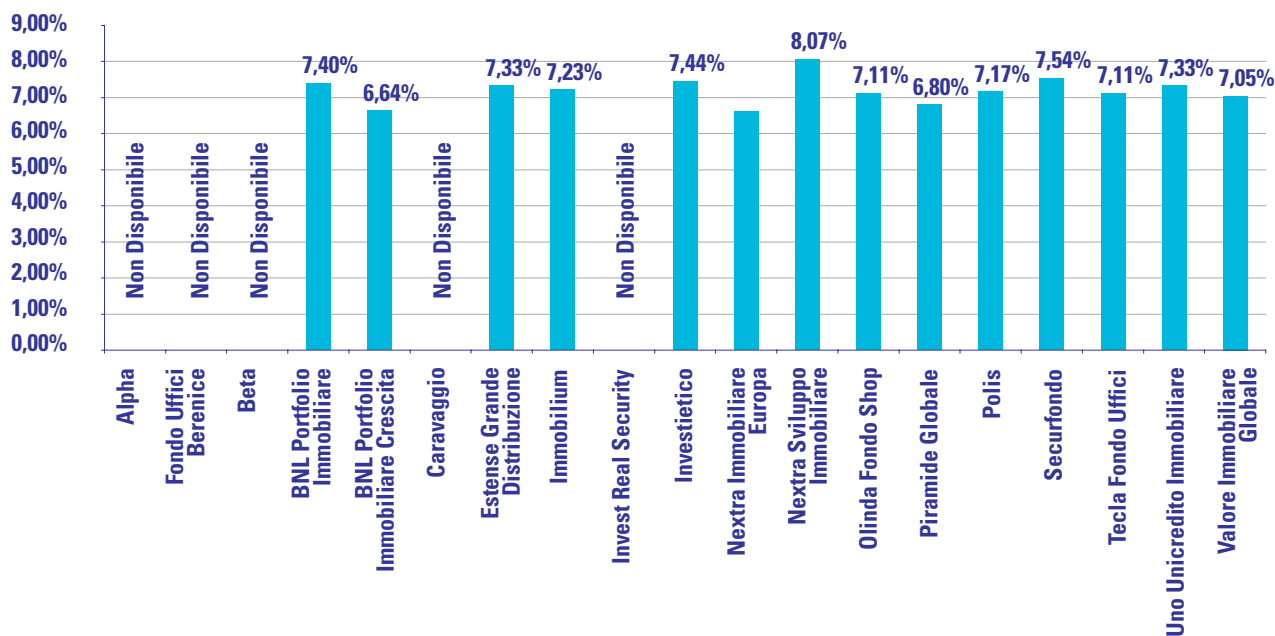
Running Yield 2005 (rendimenti correnti dell'anno 2005): rendimenti calcolati dal rapporto tra i ricavi da locazione degli immobili al 2005 ed il loro costo storico.

Il current cap rate 2005 si attesta al 6,48%



Cap Rate al 2005: rendimenti calcolati dal rapporto tra i ricavi da locazione degli immobili al 2005 ed il loro valore di perizia (secondo le valutazioni degli esperti indipendenti) nello stesso anno

Il rendimento medio 2004 ha raggiunto il 7,20%



Yield al 2004: rendimenti calcolati dal rapporto tra i ricavi da locazione degli immobili al 2004 ed il loro costo.

ropa (-53%).

La rivalutazione media degli immobili è invece del 2,19%. I fondi che hanno avuto una rivalutazione maggiore del proprio patrimonio immobiliare rispetto al 2004 è stato BNL Portfolio Immobiliare Crescita (+10,55%).

I costi di gestione in rapporto al NAV si mantengono costanti rispetto al 2004 e fanno registrare un lieve aumento, passando da un valore medio dell'1,8% all'1,9%.

Costi di gestione in linea con lo scorso esercizio. I valori più elevati sono fatti registrare da BNL Portfolio immobiliare con una percentuale del 3% mentre i minori sono del fondo Berenice (al primo anno di quotazione).

I costi di gestione comprendono tutte le voci di costo afferenti alla gestione del fondo nel suo complesso (Sgr, oneri per esperti indipendenti, spese per pubblicazioni ecc.).

QUALITÀ DEGLI ASSETS IN PORTAFOGLIO (RENDIMENTI, CAP RATE E CANONI DI LOCAZIONE OBIETTIVO)

La qualità degli assets immobiliari in portafoglio è stata valutata sulla base dei tassi di rendimento che essi garantiscono e dei tassi impliciti della valutazione degli assets.

I tassi calcolati sono di quattro tipi differenti:

■ **Entry Yield.** Media ponderata dei tassi di rendimento degli immobili all'inizio dell'investimento calcolati come rapporto tra i ricavi da locazione del primo anno dell'investimento (normalizzati su 12 mesi) e il costo d'acquisto per singolo immobile.

■ **Yield (su diversi anni).** Media ponderata dei tassi di rendimento degli immobili durante i differenti esercizi calcolati come rapporto tra i ricavi da locazione dell'anno di riferimento e il costo di acquisto dei singoli immobili (nel caso in cui l'anno considerato coincida con quello in cui l'immobile è stato acquistato, il valore corrisponderà ovviamente con quello dell'entry yield). Per l'yield atteso nel 2006 si sono considerati i ricavi da locazione incrementati della rivalutazione ISTAT.

■ **Cap Rate al 2005.** Tasso che rappresenta il rapporto tra i ricavi da locazione al 2005 e la relativa valutazione compiuta dagli esperti indipendenti sul valore dei singoli immobili. Rappresenta la relazione tra un cash flow in un anno particolare e il presente valore a un tasso applicabile al cash flow (overall Cap Rate) per la stima del valore.

■ **Canoni da locazione /Valore degli immobili (storico e rivalutato).** È un indicatore di bilancio che esprime sinteticamente la reddi-

tività del portafoglio di immobili calcolato come rapporto tra ricavi da locazione complessivi 2005 e costo storico e rivalutato degli immobili.

Sono stati considerati nel calcolo tutti gli immobili presenti sul territorio italiano che risultano essere a reddito. Non sono stati considerati gli immobili in fase di ristrutturazione (attualmente inagibili) o quelli attualmente in costruzione (salvo che parte di essi non sia effettivamente completata e quindi locabile) negli immobili detenuti all'estero. Per quanto riguarda le valutazioni dei rendimenti e i relativi Cap Rate, si è proceduto al calcolo laddove la documentazione fornita dai fondi includesse valori puntuali (in termini sia di ricavi da locazione che di valori di perizia) per i singoli immobili.

YIELD 2005 SI MANTIENE IN CRESCITA RISPETTO AL VALORE D'ENTRATA

Il rendimento degli immobili sul costo d'acquisto nel 2005 è aumentato rispetto allo scorso esercizio anche grazie all'ingresso di numerosi immobili.

Non si sono manifestati particolari problemi di insolvenza nel pagamento delle locazioni.

I fondi con uno Yield particolarmente elevato nel 2005 risultano essere Alpha (+13,64%), e mentre il profilo di rendimento più basso è quello del fondo Olinda Fondo Shop. Il valore medio per i fondi analizzati è pari al 7,67% in aumento rispetto al 7,2% del 2004.

LA RISCHIOSITÀ DEL SINGOLO ASSET E IL NUMERO DI IMMOBILI CONTENUTI NEL PORTAFOGLIO D'INVESTIMENTO INFLUENZANO IL LIVELLO DI RENDIMENTO AGGREGATO PER IL SINGOLO FONDO

I motivi sono riconducibili principalmente ad una diversa composizione del portafoglio immobiliare dei fondi, sia a livello singolo che a livello generale. L'ingresso dei diversi fondi nel corso del 2005 ha modificato la composizione rischio/rendimento del portafoglio di mercato dei fondi.

Va infatti segnalato che lo Yield è influenzato dal numero di immobili che compongono il portafoglio del fondo e dalle differenti asset class (dotate di livelli medi di rendimento diversi). In altre parole, lo Yield di un fondo con un'asset allocation più rischiosa (es. Logistica e / o Strutture Sanitarie) sarà maggiore di quello di un fondo che investe solo in uffici. Il Cap Rate medio è del 6,48% contro il 6,42% del 2004.

Profili di rendimento degli immobili dei fondi

	ENTRY YIELD	YIELD 2004	YIELD 2005	EXPECTED YIELD 2006	CURRENT CAP RATE 2005	CANONI/VALORE STORICO IMMOB.	CANONI/VALORE RIVALUT IMMOB.
ALPHA	10,22%	-	13,64%	13,98%	-	13,64%	-
BERENICE FONDO UFFICI	5,92%	-	5,92%	6,05%	-	5,92%	-
BETA	10,24%	-	10,24%	10,50%	-	10,24%	-
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	7,84%	7,40%	8,01%	8,21%	6,80%	8,01%	6,80%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	7,05%	6,64%	8,38%	8,59%	5,82%	8,38%	5,82%
CARAVAGGIO	6,74%	-	6,74%	6,90%	4,62%	6,74%	4,62%
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	7,28%	7,33%	7,35%	7,53%	6,99%	7,35%	6,99%
IMMOBILIUM	7,16%	7,23%	6,83%	7,00%	6,23%	6,83%	6,23%
INVEST REAL SECURITY	6,76%	-	7,22%	7,40%	6,56%	7,22%	6,56%
INVESTIETICO	7,22%	7,44%	7,20%	7,38%	6,37%	7,20%	6,37%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	6,54%	6,62%	6,68%	6,85%	7,50%	6,68%	7,50%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	7,65%	8,07%	8,12%	8,33%	6,97%	8,12%	6,97%
OLINDA FONDO SHOP	6,35%	7,11%	4,69%	4,80%	-	4,69%	-
PIRAMIDE GLOBALE	6,73%	6,80%	7,35%	7,53%	6,71%	7,35%	6,71%
POLIS	7,01%	7,17%	7,09%	7,26%	6,31%	7,09%	6,31%
SECURFONDO	7,24%	7,54%	6,52%	6,69%	5,20%	6,52%	5,20%
TECLA FONDO UFFICI	7,09%	7,11%	7,17%	7,35%	-	7,17%	-
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	7,06%	7,33%	9,40%	9,64%	7,89%	9,40%	7,89%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	6,99%	7,05%	7,24%	7,42%	6,75%	7,24%	6,75%
MEDIA	7,32%	7,20%	7,67%	7,86%	6,48%	7,67%	6,48%
MEDIANA	7,06%	7,20%	7,22%	7,40%	6,64%	7,22%	6,64%

E' pari al 27% lo sconto medio tra prezzo di Borsa e valore di bilancio

	PREZZO 31-12-2005	NAV/NOSH 2005	NAV/NOSH 2004	REAL DISCOUNT 2005	REAL DISCOUNT 2004	FAIR DISCOUNT 2005	FAIR DISCOUNT 2004
ALPHA	3.081	3.755	3.764	-17,9%	-22,7%	-14,0%	-16,7%
BERENICE	465	704	NA	-34,0%	NA	-31,4%	NA
BETA	1.130	1.228	NA	-8,0%	NA	-36,7%	NA
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	2.160	3.037	2.997	-28,9%	-24,9%	-53,3%	-44,8%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	2.644	3.314	3.102	-20,2%	-22,6%	-47,7%	-47,5%
CARAVAGGIO	2.530	2.893	NA	-12,5%	NA	-30,0%	NA
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	2.505	2.739	2.691	-8,5%	-6,5%	-7,4%	-16,5%
IMMOBILIUM 2001	3.725	5.844	5.780	-36,3%	-33,4%	-23,8%	-34,1%
INVEST REAL SECURITY	1.825	2.713	NA	-32,7%	NA	-39,8%	NA
INVESTIETICO	1.948	2.965	2.860	-34,3%	-33,4%	-10,6%	-31,3%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	1.555	2.590	2.535	-40,0%	-36,2%	-31,7%	-49,0%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	2.004	3.195	3.142	-37,3%	-36,3%	-11,01%	-20,15%
OLINDA FONDO SHOP	471	699	673	-32,6%	-23,3%	-21,45%	ND
PIRAMIDE GLOBALE	1.625	2.364	2.353	-31,3%	-15,0%	-25,2%	-21,2%
POLIS	1.845	2.487	2.511	-25,8%	-25,1%	-22,0%	-32,2%
SECURFONDO	2.518	3.303	3.280	-23,8%	-24,4%	-44,0%	-42,5%
TECLA FONDO UFFICI	506	740	731	-31,6%	-30,5%	-25,7%	-43,4%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	2.210	3.119	2.989	-29,1%	-27,1%	-37,5%	-25,5%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	4.232	5.961	5.891	-29,0%	-23,1%	-18,2%	-20,4%
MEDIA	2.052	2.824	3.020	-27,04%	-25,64%	-27,96%	-31,81%
MEDIANA	2.004	2.893	2.989	-29,14%	-24,93%	-25,67%	-31,73%

RELAZIONETRA PREZZO E SCONTO: IL MERCATO VALUTA I FONDI IMMOBILIARI SENZA INCORPORARE LE PLUSVALENZE LATENTI

Come già osservato in più parti, tutti i fondi immobiliari italiani quotano a sconto. In altre parole, il NAV del fondo è maggiore del prezzo al quale la quota è trattata sul segmento MTF di Borsa Italiana.

LE CAUSE DELLO SCONTO

Le cause dello sconto dei fondi sono generalmente ricercate nell'illiquidità delle quote sul mercato. In alcuni casi, lo sconto può derivare da cause non spiegabili con il semplice meccanismo di mercato. In altri casi, infine, lo sconto può non riflettere in pieno gli elementi di rischio insiti nel portafoglio immobiliare del fondo.

IL DILEMMA DELLE PLUSVALENZE LATENTI

La causa principale tuttavia è determinata dalle plusvalenze, legate alla rivalutazione degli immobili, che i fondi realizzano ogni anno. Il NAV dei fondi, infatti, considera al suo interno anche le plusvalenze generate dalla rivalutazione del portafoglio immobiliare (che vengono indicate come "plusvalenze da realizzare"). Questo elemento non viene invece considerato all'interno del prezzo di borsa della quota, che valuta solo gli effettivi flussi di cassa che il fondo è in grado di realizzare.

Risulta quindi inevitabile una discrepanza tra i due valori, soprattutto in relazione alla costante rivalutazione che gli immobili presenti nel portafoglio dei fondi stanno avendo in questi ultimi anni.

REAL DISCOUNT MEDIO PASSA DAL 25,6% AL 27%

Il real discount medio passa dal 25,6% del 2004 al 27%. Durante il 2005 molti fondi immobiliari quotati hanno fatto registrare una performance negativa per quanto riguarda il prezzo di borsa delle quote aumentando di conseguenza lo sconto rispetto al NAV. Piramide Globale e Olinda sono i fondi che hanno fatto registrare l'aumento maggiore.

DIFFERENZA TRA REAL DISCOUNT E FAIR DISCOUNT

Il real discount si differenzia dal fair discount in quanto quest'ultimo non raffronta al NAV il prezzo di borsa della quota, ma lo raffronta ad un ipotetico valore della quota dato dalla

somma tra gli FFO attualizzati, la posizione finanziaria netta e il valore degli immobili nell'ipotesi di cederli al loro prezzo di acquisto rivalutato annualmente del 75% dell'inflazione (base value). Questo valore appare quindi abbastanza prudenziale, in quanto ipotizza di realizzare una plusvalenza limitata al momento della cessione degli immobili. Come conseguenza, quindi, vengono inevitabilmente penalizzati da questa metodologia di valutazione i fondi ad accumulazione dei proventi in quanto, per questi fondi, i flussi di cassa durante i primi anni di vita risultano essere contenuti per incrementare progressivamente alla scadenza o, nel caso limite, al momento della cessione degli immobili.

FAIR DISCOUNT IN DIMINUZIONE: E CAUSE

Il valore del fair discount rispetto al 2004 decresce, passando dal 31,8% al 27,96%. Tale decremento è determinato da alcuni fattori, come per esempio la riduzione della posizione finanziaria netta (a seguito, per esempio, di cassa generata da disinvestimenti), l'aumento degli FFO (a seguito, per esempio, di un aumento del patrimonio immobiliare, o della diminuzione dei costi di gestione), l'aumento del valore degli immobili al costo storico e, naturalmente, la variazione del NAV.

RAPPORTO TRA REAL DISCOUNT E FAIR DISCOUNT

Se alcuni fondi diminuiscono il valore dello sconto fair, il 2005 ha fatto registrare comunque anche degli aumenti significativi.

La differenza tra real discount e fair discount indica quanto il mercato sopravvaluti o sottovaluti i singoli fondi in relazione alla loro capacità di produrre flussi di cassa adeguati. Soltanto per due fondi (Estense Grande Distribuzione e Berenice) si nota un sostanziale allineamento tra i due valori.

REAL DISCOUNT MAGGIORE DEL FAIR DISCOUNT

Alcuni fondi (Alpha, Berenice, etc.) hanno il real discount maggiore del fair discount, di conseguenza, il mercato borsistico sottovaluta il valore delle quote in relazione alla capacità del fondo di produrre flussi di cassa.

REAL DISCOUNT MINORE DEL FAIR DISCOUNT

Altri fondi si trovano invece nella situazione opposta. Il valore di borsa delle quote, infatti, risulta essere superiore rispetto alla capacità del fondo di produrre flussi di cassa. Questa analisi non va comunque presa in termini as-

soluti. Esistono numerosi aspetti che possono spiegare un valore elevato del fair discount rispetto allo sconto reale; alcuni fondi, per esempio, sono di recente costituzione e non hanno ancora investito una buona parte del capitale raccolto deprimendo la redditività del prodotto con flussi di cassa contenuti. Inoltre, alcuni dei fondi con fair discount elevato sono fondi ad accumulazione di proventi e, pertanto, i flussi di cassa durante i primi anni di vita del fondo risultano essere contenuti per incrementare progressivamente alla scadenza o, nel caso limite, al momento della cessione degli immobili.

L'aver un basso livello di liquidità in portafoglio, la presenza di un elevato numero di asset immobiliari a reddito, costi di gestione particolarmente contenuti ed un utilizzo non troppo elevato del debito sono elementi che favoriscono l'aumento del fair value e, di conseguenza, una riduzione del relativo fair discount.

PERFORMANCE DI MERCATO: I FONDI IMMOBILIARI IN RAPPORTO ALL'INDICE REITA, IL PROBLEMA DELLA LIQUIDITÀ E LE INVERSIONI DITENDENZA DEL PREZZO DI BORSA DELLE QUOTE

Dopo i rendimenti elevati dello scorso esercizio, il 2005 si dimostra come un esercizio di flessione del valore delle quote. BNL Portfolio Immobiliare Crescita ha fatto registrare l'incremento maggiore: il prezzo di borsa della quota è cresciuto infatti del 10,17% proseguendo il trend dell'esercizio precedente.

Buona performance anche per Alpha (+5,88%) e Beta (+2,73%).

Tra le performance negative troviamo Invest Real Security (-27,72%), Piramide Globale (-18,74%) e Olinda Fondo Shop (-8,72%).

In generale si può affermare che il 2005 sia stato un anno piuttosto negativo per quanto riguarda la performance di Borsa delle quote dei fondi immobiliari, dal momento che sono stati maggiori i casi di diminuzione del prezzo di borsa, piuttosto che quelli di aumento (Tra i 19 fondi quotati ben 13 registrano una variazione negativa del prezzo della quota).

Il rendimento medio per il 2005 è stato negativo e pari al -3,6%

Permane invece il problema degli scambi, dato che il 2005 ha fatto registrare un volume di scambi medio settimanale sul totale delle quote in crescita ma ancora piuttosto basso. La media, infatti, è passata dallo 0,12% allo 0,14% delle quote.

I fondi, ad oggi, maggiormente scambiati sono Beta, Alpha e Tecla Fondo; i valori più bassi si registrano per Caravaggio e Invest Real Security.

Per quanto riguarda la performance Year To Date (calcolata fino al 1 maggio 2006) continua il trend negativo iniziato nel corso del 2005 con una performance media del -3,85%.

Il miglior fondo risulta essere ancora BNL Portfolio Immobiliare crescita con una variazione del valore della quota del 3,25% mentre il peggiore è Piramide Globale con una variazione negativa del 10,04%.

RISCHIO: VOLATILITÀ ETRACKING ERROR IN AUMENTO

Anche nel 2005 quasi tutti i fondi immobiliari quotati sono caratterizzati da una volatilità che risulta essere maggiore dell'indice REITA (che rappresenta tutti i fondi immobiliari quotati in Italia e le principali Property Company italiane).

ANDAMENTO INDIPENDENTE DA PARTE DELLE SINGOLE QUOTE

Le uniche eccezioni sono costituite dai fondi Beta e BNL Portfolio immobiliare Crescita.

Un aspetto che influenza molto la rischiosità è dato dal prezzo di borsa della quota dei fondi immobiliari, che risulta avere un andamento indipendente rispetto al mercato (rappresentato dall'indice REITA) soprattutto nella seconda parte del 2005 dove l'indice ha performato positivamente mentre la maggior parte dei fondi ha avuto subito una variazione negativa di prezzo.

Questa caratteristica è messa in evidenza da alcuni aspetti:

■ L'andamento del prezzo dei singoli fondi è differente per ogni unità, e non si riscontra quindi un'omogeneità nelle variazioni su base settimanale da parte del prezzo di borsa delle quote pur registrando in generale una omogeneità di comportamento delle quote a livello di trend generale.

■ Il rendimento finale a un anno è differente per ogni singolo fondo e può avere valore decisamente positivo (es. BNL Portfolio Immobiliare Crescita) o negativo (es. Valore Immobiliare Globale) con degli spread che possono superare anche il 30% tra un fondo e l'altro.

■ Gli elevati valori di tracking error sull'indice REITA (formato dai fondi immobiliari italiani e dalle property companies) indicano uno scarso legame del singolo fondo con il comparto di riferimento.

■ Il livello medio degli scambi su base settimanale è decisamente contenuto.

VOLATILITÀ ANNUALIZZATA IN AUMENTO RISPETTO AL 2004

La volatilità delle quote è in aumento rispetto all'esercizio precedente.

L'ingresso di nuovi soggetti nel mercato di borsa ha sicuramente contribuito ad aumentare la volatilità media (Caravaggio (27,4%), Berenice (14,4%). L'aumento più sensibile di volatilità è stato registrato dal fondo Investietico (+5%) mentre il calo più evidente è del fondo BNL Portfolio Immobiliare Crescita (-5,71%).

REDDITIVITÀ DELLA QUOTA

Dall'analisi dei Funds from Operations (FFO) per quota emerge che alcuni fondi generano flussi di cassa generosi per singola quota, generalmente accompagnati da una politica di distribuzione dei dividendi maggiore.

TECLA È IL FONDO CON IL DIVIDEND YIELD MAGGIORE

Il fondo Tecla è nel 2005 il fondo con il Dividend Yield maggiore (pari al 9,7%) seguito dal fondo Alpha (con un Dividend Yield del 9,4%). Polis è invece il fondo che presenta il maggior livello di Payout Ratio: a fine 2005, il fondo ha infatti distribuito una quota di dividendi pari al 117,6% degli utili; al secondo posto troviamo ancora il fondo Alpha con un valore del 103,4%.

I fondi con un livello di FFO più elevato, a fine 2005, risultano essere Alpha, Valore Immobiliare Globale e Nexta Sviluppo Immobiliare. A questi fondi è associata una buona distribuzione di dividendi, in molti casi, infatti il Dividend Yield risulta essere in linea o superiore al valore medio.

2005 ALL'INSEGNA DI UNA MAGGIORE DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI

A livello aggregato, i fondi immobiliari quotati hanno comunque incrementato sia il payout ratio (la media passa dal 47,7% al

Volatilità in aumento

	VOLATILITÀ ANNUALIZZATA 2005	VOLATILITÀ ANNUALIZZATA 2004	VARIAZIONE	TRACKING ERROR SULL'INDICE REITA 2005	TRACKING ERROR SULL'INDICE REITA 2004	VARIAZIONE
ALPHA	8,18%	12,93%	-4,75%	9,75%	12,57%	-2,82%
BERENICE	14,41%	NA	NA	12,74%	NA	NA
BETA	6,22%	NA	NA	6,91%	NA	NA
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	7,79%	8,13%	-0,34%	9,39%	8,70%	0,69%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	6,10%	11,81%	-5,71%	6,10%	11,61%	-5,51%
CARAVAGGIO	27,41%	NA	NA	26,94%	NA	NA
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	9,21%	4,85%	4,36%	12,47%	14,87%	-2,40%
IMMOBILIUM 2001	8,74%	12,15%	-3,41%	8,77%	12,54%	-3,77%
INVEST REAL SECURITY	10,00%	NA	NA	11,91%	NA	NA
INVESTIETICO	10,95%	5,91%	5,04%	13,32%	6,76%	6,55%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	11,98%	16,76%	-4,78%	11,40%	15,92%	-4,52%
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	9,91%	10,01%	-0,10%	11,36%	10,36%	1,00%
OLINDA FONDO SHOP	8,61%	NA	NA	8,98%	NA	NA
PIRAMIDE GLOBALE	11,96%	9,50%	2,46%	13,84%	10,92%	2,92%
POLIS	8,86%	11,03%	-2,16%	9,78%	10,84%	-1,06%
SECURFONDO	10,15%	8,94%	1,20%	11,66%	8,77%	2,89%
TECLA FONDO UFFICI	8,19%	6,33%	1,87%	10,33%	7,54%	2,79%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	9,57%	7,77%	1,79%	10,02%	7,16%	2,86%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	9,09%	11,47%	-2,38%	10,99%	11,41%	-0,42%
MEDIA	10,39%	9,83%	-0,56%	11,40%	10,71%	0,69%
INDICE REITA	7,45%	4,85%	-2,60%			

56,42%) che il Dividend Yield (dove si passa dal 3,8% al 4,2%). Nei prossimi esercizi, con un presumibile incremento degli investimenti in immobili (e un conseguente aumento degli FFO) questi valori dovrebbero incrementare ulteriormente.

IRR IN CRESCITA: TECLA FONDO UFFICI È ALPHA IN TESTA

È stato calcolato l'IRR dell'investimento in quote di fondi immobiliari in ipotesi di acquistarle sul mercato di Borsa (IRR a) con prezzo di riferimento preso al 31 dicembre 2005 oppure di acquistarle al valore del NAV (IRR b). È stato inoltre introdotto il calcolo dell'IRR generato in ipotesi di acquisto della quota del fondo al momento dell'apporto e vendita al 31/12/2005 a valore di mercato (IRR c).

Tecla si conferma uno dei fondi maggiormente redditizi, con un IRR (con valore calcolato nell'ipotesi di acquisto a valore di mercato) pari al 26,5%. Subito dopo troviamo Olinda (24,3%), Berenice (18,3%) e Alpha (14,8%). Situazione pressoché invariata anche in ipotesi di acquisto al NAV dove rimangono primi Tecla (17,3%) e Olinda (15,7%) mentre al terzo posto Alpha supera Berenice con un IRR del 11,9% contro il 10,8% del fondo di Pirelli RE.

Relativamente al calcolo dell'IRR in ipotesi di

acquisto al momento dell'apporto e vendita oggi al valore di mercato (IRR c), è Alpha il fondo più redditizio con un IRR del 14,3% seguito da Beta con un IRR del 13%. Il rendimento medio totale è negativo al -0,2% soprattutto a causa dell'andamento negativo delle quote di mercato nel corso del 2005.

In definitiva mentre quasi tutti i fondi presentano un IRR positivo nel lungo periodo, i profili di redditività fino ad oggi sono stati piuttosto bassi.

Anche per il 2005 si conferma un legame tra gli FFO prodotti e la relativa distribuzione di dividendi. Appare abbastanza evidente anche durante l'esercizio appena trascorso che la capacità di produrre adeguati flussi di cassa garantisca con maggiore probabilità una politica più generosa di dividendi.

Securifondo, Immobilium e Polis risultano essere i fondi con un maggior rapporto DIV/FFO.

In termini di flussi di cassa e dividendi, la redditività della quota è legata alla qualità degli assets immobiliari in portafoglio e alla percentuale di investimento immobiliare a reddito del fondo. Questo valore può essere quindi considerato una misura della qualità della gestione del fondo come prodotto di investimento finanziario. ■

Flussi di cassa netti e dividendi dei 19 fondi quotati

	FFO 2005	DIVIDENDO 2005	DIV/FFO
ALPHA	27,30	29,72	108,8%
BERENICE	28,79	0,00	0,0%
BETA	12,15	0,00	0,0%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	17,52	10,98	62,7%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	2,77	0,00	0,0%
CARAVAGGIO	2,53	0,00	0,0%
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	8,44	7,53	89,3%
IMMOBILIUM 2001	3,62	6,50	179,6%
INVEST REAL SECURITY	1,57	1,18	75,4%
INVESTIETICO	5,19	5,23	100,8%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	-0,71	3,67	NA
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	11,96	10,67	89,2%
OLINDA FONDO SHOP	29,51	8,82	29,9%
PIRAMIDE GLOBALE	12,49	12,50	100,1%
POLIS	13,52	20,64	152,7%
SECURIFONDO	5,11	12,00	234,9%
TECLA FONDO UFFICI	45,10	31,99	70,9%
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	14,75	12,16	82,4%
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	7,27	6,79	93,4%
MEDIA	13,10	9,49	82%
MEDIANA	11,96	7,53	86%

	FFO 05Y (MLN)	FFO 06E (MLN)	FFO 07E (MLN)	PAYOUT RATIO 2005	PAYOUT RATIO 2004	DIVYIELD 2005	DIVYIELD 2004	DIFFER.-	IRR (A)	IRR (B)	IRR (C)	P/FFO 2005	P/FFO 06E	P/FFO 07E
ALPHA	262,8	273,0	276,9	103,4%	88,5%	9,4%	13,5%	-4,12%	14,8%	11,9%	14,3%	11,72X	11,28X	11,13X
BERENICE	48,0	54,6	58,8	0,00%	NA	0,0%	NA	NA	18,6%	10,8%	-7,0%	9,69X	8,51X	8,34X
BETA	45,3	33,4	33,2	0,00%	NA	0,0%	NA	NA	4,7%	3,1%	13,0%	24,97X	33,86X	34,09X
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	143,6	110,3	110,2	69,5%	73,4%	4,1%	2,5%	1,54%	12,8%	4,8%	-0,3%	15,04X	19,58X	19,60X
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	40,1	26,8	23,6	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	1,0%	-4,6%	1,4%	66,01X	98,73X	112,06X
CARAVAGGIO	52,5	116,0	118,4	0,0%	NA	0,0%	NA	NA	1,7%	-0,3%	0,6%	48,23X	21,80X	21,36X
ESTENSE GRANDE DISTRIBUZIONE	101,9	128,5	129,5	65,3%	25,5%	3,7%	1,2%	2,48%	7,2%	5,9%	2,5%	24,59X	19,49X	19,34X
IMMOBILIUM 2001	139,2	196,1	197,2	79,6%	0,0%	6,5%	0,0%	6,47%	7,6%	3,1%	-7,4%	26,76X	18,99X	18,89X
INVEST REAL SECURITY	27,8	53,7	53,2	16,2%	NA	1,1%	NA	NA	2,2%	-2,6%	-14,1%	65,54X	33,97X	34,28X
INVESTIETICO	84,3	86,4	87,1	44,6%	4,5%	4,3%	0,5%	3,77%	7,1%	0,9%	-6,5%	23,10X	22,55X	22,37X
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	-8,4	60,4	59,8	74,3%	170,3%	2,5%	5,6%	-3,07%	5,1%	0,0%	-9,4%	NA	25,75X	26,01X
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	179,4	174,1	176,0	85,6%	47,5%	7,9%	4,2%	3,72%	13,0%	7,1%	-0,4%	11,17X	11,51X	11,39X
OLINDA FONDO SHOPS	56,5	61,9	63,4	39,8%	NA	0,0%	NA	NA	24,3%	15,7%	-1,2%	8,33X	7,61X	7,43X
PIRAMIDE GLOBALE	99,9	92,3	93,3	90,0%	78,8%	5,7%	4,1%	1,57%	8,6%	4,1%	-2,0%	16,27X	17,61X	17,42X
POLLIS	104,8	74,2	74,7	117,6%	30,6%	8,3%	4,4%	3,84%	4,8%	0,5%	1,4%	17,60X	24,87X	24,69X
SECURFONDO	85,1	64,8	63,9	89,7%	26,7%	8,0%	3,70%	4,30%	2,4%	-0,6%	3,6%	29,58X	38,88X	39,38X
TECLA FONDO UFFICI	70	60	61	83,8%	12,0%	9,7%	6,0%	NA	26,5%	17,3%	8,5%	7,25X	8,46X	8,30X
UNICREDITO IMMOBILIARE 1	92,2	94,6	124,7	36,9%	30,1%	3,5%	3,52%	-0,06%	8,2%	3,8%	-0,2%	23,97X	23,36X	17,72X
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	235,6	275,2	278,2	75,7%	80,2%	5,0%	3,50%	1,45%	10,4%	5,9%	-0,4%	17,96X	15,38X	15,21X
MEDIA	97,9	107,2	109,5	56,4%	47,7%	4,2%	3,8%	1,7%	9,5%	4,6%	-0,2%	24,9	24,3	24,7
MEDIANA	85,1	86,4	87,1	69,5%	30,3%	4,1%	3,6%	1,6%	7,6%	3,8%	-0,3%	20,5	19,6	19,3

Tutte le voci che contribuiscono alla redditività del valore della quota dei fondi immobiliari quotati

Note: (a) In ipotesi di acquisto della quota sul mercato.
(b) In ipotesi di acquisto della quota al NAV.
(c) In ipotesi di acquisto della quota al conferimento e vendita al mercato.

Grafici e tabelle, fonte:



Handbook dei fondi immobiliari italiani, luglio 2006.

FONDI IMMOBILIARI QUOTATI PRINCIPALI AVVENIMENTI 2005

DATA	FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	AVVENIMENTO
GEN-05	UNICREDIT 1	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	CESS. CONTR. PRELIMINARE DI VENDITA DEL CENTRO COMM. LA TENUCELLA EURO 1,35 MLN
FEB-05	ESTENSE GRANDE DISTRIB.	BNL	ACQUISTO GALLERIA DEL CENTRO COMMERCIALE DI ORTONA EURO 19,5 MLN
MAR-05	ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	CESSIONE DELL'IMMOBILE DI VIA F. GENTILE A ROMA EURO 8,15 MLN
APR-05	NEXTRA IMMOB. EUROPA	CREDIT AGRICOLE/BANCA INTESA	ACQUISTO DI NAHMITZERDAMM 12 E 18 A BERLINO EURO 25, 21 MLN
APR-05	BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	VENDITA UNITÀ IMMOBILIARE DI VIA G. MARCONI A ROMA EURO 0,236 MLN
MAG-05	NEXTRA IMMOB. EUROPA	CREDIT AGRICOLE/BANCA INTESA	CESSIONE DI 1/3 ROYAL EXCHANGE AVENUE, LONDRA GBP 15,75
MAG-05	SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	CESSIONE IMMOBILE DI PIAZZALE FLAMINIO A ROMA EURO 1,54 MLN
MAG-05	CARAVAGGIO	SORGENTE SGR	QUOTAZIONE AL MERCATO MTF DI BORSA ITALIANA
MAG-05	BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	VENDITA 2 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIALE EUROPA A ROMA EURO 1,402 MLN
MAG-05	BNL PORT. IMMOB. CRESCITA	BNL	ACQUISTO IMMOBILE VIA MAESTRI DEL LAVORO A BARI EURO 4,050 MLN
MAG-DIC 05	TECLA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 18 UNITÀ IMMOBILIARI DI LARGO CAIROLI A MILANO EURO 26,2 MLN
GIU-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 1 UNITÀ IMMOBILIARE C.SO RINASCIMENTO A ROMA EURO 0,170 MLN
GIU-05	TECLA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VEDITA IMMOBILE VIA S. AGATA A IMPERIA EURO 3,5 MLN
GIU-05	INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA MAROCCHETTI 11 A TORINO EURO 18 MLN
GIU-05	INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA MAROCCHETTI 11 A TORINO EURO 18 MLN
GIU-05	VALORE IMMOB. GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA DELLE INDUSTRIE (CORSICO) EURO 11,8 MLN
GIU-05	VALORE IMMOB. GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR	CESSIONE COMPLESSO DI VIA MONTECUCCOLI/VIA NIZZOLI (MILANO) EURO 32,5 MLN
GIU-05	INVESTIETICO	BIPIEMME REAL ESTATE	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA IPPOCRATE A MILANO EURO 27,25 MLN
GIU-05	BNL PORTFOLIO IMMOB.	BNL	ACQUISTI IMMOBILE DI VIA FIESCHI A GENOVA EURO 19,5 MLN
LUG-05	BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	VENDITA 2 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIA FOSSATO DEL FICO EURO 0,238 MLN
LUG-05	BNL PORT. IMMOB. CRESCITA	BNL	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA FLAMINIA A TREVÌ (PG) EURO 16,8 MLN
LUG-05	INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA FULVIO TESTI (CINISELLO BALSAMO) EURO 7,6 MLN
LUG-05	BERENICE	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	QUOTAZIONE AL MERCATO MTF DI BORSA ITALIANA
LUG-DIC 05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 5 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIA P. COSSA EURO 0,748 MLN
LUG-DIC 05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 4 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIA D'OSSOLA/SASSINA/VIOLA A ROMA EURO 1,1 MLN
AGO-05	NEXTRA IMMOB. EUROPA	CREDIT AGRICOLE/BANCA INTESA	ACQUISTO DI 15/18 AUSTIN FRIARS GBP 16,5 MLN
SET-05	VALORE IMMOB. GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI SAN DONATO MILANESE (MI) EURO 33,33 MLN
OTT-05	BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	QUOTAZIONE AL MERCATO MTF DI BORSA ITALIANA
OTT-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 4 UNITÀ IMMOBILIARI DI SPALLANZANI A MILANO EURO 12,7 MLN
OTT-NOV 05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 3 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIA SIMETO/VIA PO EURO 2 MLN
NOV-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA DI UNA UNITÀ IMMOBILIARE DI VIA SANREMO A ROMA EURO 0,03 MLN
NOV-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA DI UNA UNITÀ IMMOBILIARE DI VIA PO A ROMA EURO 0,56 MLN
NOV-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA DI UNA UNITÀ IMMOBILIARE DI VIA CHIANESI A ROMA EURO 0,72 MLN
NOV-05	ESTENSE GRANDE DISTRIB.	BNL	ACQUISTO GALLERIA DEL CENTRO COMMERCIALE "LA MONGOLFIERA" DI BARI
NOV-05	BNL PORTFOLIO IMMOB.	BNL	VENDITA IMMOBILE DI VIA S. PROSPERO A MILANO EURO 52 MLN
DIC-05	NEXTRA IMMOB. EUROPA	CREDIT AGRICOLE/BANCA INTESA	ACQUISTO DI DENHAM WAY MAPLE CROSS, RICKMANSWORTH GBP 37,75 MLN
DIC-05	UNICREDIT 1	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	CESSIONE PORZIONE DELL'IMMOBILE DI STEZZANO (BG) EURO 3,5 MLN
DIC-05	PIRAMIDE GLOBALE	DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR	CESSIONE IMMOBILE DI VIA NIZZOLI EURO 16,7 MLN
DIC-05	SECURFONDO	BENI STABILI GESTIONI SGR	CESSIONE IMMOBILE DI VIA GIOIOSA A TORINO EURO 2,026 MLN
DIC-05	IMMOBILIUM 2001	BENI STABILI GESTIONI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIALE AMERICA 351 A ROMA EURO 22,289 MLN
DIC-05	INVEST REAL SECURITY	BENI STABILI GESTIONI SGR	QUOTAZIONE AL MERCATO MTF DI BORSA ITALIANA
DIC-05	POLIS	POLIS FONDI SGR	CESSIONE DEL COMPLESSO LA CHIARELLA (MILANO) EURO 39,7 MLN
DIC-05	ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	CESSIONE DELL'IMMOBILE DI VIA RASELLA A ROMA EURO 2,739 MLN
NA	ALPHA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	CESSIONE DELL'IMMOBILE DI VIA VITRUVIO A ROMA EURO 0,166 MLN
DIC-05	BETA	FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR	ACQUISTO IMMOBILE DI VIA RASELLA A ROMA EURO 2,739 MLN
DIC-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 2 UNITÀ IMMOBILIARI DI VIA DEL SERAFICO A ROMA EURO 0,960 MLN
DIC-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 1 UNITÀ IMMOBILIARE DI VIALE TRASTEVERE A ROMA EURO 0,190 MLN
DIC-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 1 UNITÀ IMMOBILIARE DI C.SO RINASCIMENTO A ROMA EURO 0,303 MLN
DIC-05	OLINDA	PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR	VENDITA 1 UNITÀ IMMOBILIARE DI VIA CASATI/SAN GREGORIO A MILANO EURO 12,1 MLN
DIC-05	INVESTIETICO	BIPIEMME REAL ESTATE	VENDITA IMMOBILE DI VIA ARNO A ROMA EURO 15,23 MLN