HOLD (from Buy)

23 gennaio 2007

All on track, looks fairly valued

9M06 results – Forecasts fine tuning

€ mln	2003A	2004A	2004A IAS-IFRS	2005A IAS-IFRS	2006E IAS-IFRS	2007E IAS-IFRS	2008E IAS-IFRS
Sales	147.6	165.8	160.7	219.7	327.8	214.1	150.8
EBITDA	82.3	99.3	89.5	96.4	61.5	43.1	32.0
EBIT	60.1	71.7	73.7	84.2	51.7	34.8	24.6
Net Profit	-4.8	16.7	5.8	16.6	26.4	28.8	29.0
Net debt (cash)	933.8	779.7	775.7	338.5	474.0	377.8	360.9
EPS adj (€)	-0.03	0.14	0.06	0.17	0.28	0.30	0.30
DPS (€)	0.00	0.15	0.15	0.18	0.22	0.23	0.23
Dividend Yield	0.0%	4.2%	4.2%	3.4%	3.9%	3.4%	3.4%
P/E adj	n.m.	25.9x	61.4x	31.8x	19.8x	21.9x	21.7x
P/CFPS	21.3x	9.2x	20.2x	20.1x	16.8x	18.9x	18.3x
P/BVPS	1.0x	1.1x	1.1x	1.6x	1.6x	1.9x	1.9x

Fonte: elaborazioni Interbanca su dati Aedes e stime Interbanca

Real Estate&Financial Service

Target price (€)	**6.8**
Prezzo rif. al 22/01/07 (€)	**6.609**
Market Cap (€m)	**665.6**
Numero di azioni (m)	100.7
Perf 1/3/12 mesi (%)	13/27/13
Max/Min 1 anno (€)	4.44/6.74
Volumi medi giornalieri	216,252
Partecipazioni rilevanti al	23/01/07
Crescendo Family Holding	27%
Amenduni Acciaio	15%
PR.IM	5%
Fininvest	2%
Dubai Investment Group	2%
Fondi	4%
Azioni proprie	5%
Mercato	40%

Performance del titolo (JCF – 1Y)

Reuters
AEDI.MI

Bloomberg
AE IM

Equity Research:
Anna Maria Tuni
Francesca R. Sabatini
tel. +39027731816
anna.tuni@interbanca.it

Equity Sales:
Alberto Fabiani
tel. +39027731514

- **Risultati 3Q06 in linea con le attese.** Patrimonio immobiliare gestito al 30 settembre 2006 a 3.9 € mld, +24% rispetto a 3.1 € mld al 31 dicembre 2005 (+11% rispetto al 30 giugno 2006). Ricavi 3Q06 a 89.1 € mln (15.9 € mln nel 3Q05). Il 90% dei ricavi è stato conseguito grazie alla plusvalenze realizzate con le seguenti cessioni: (i) immobile di Roma Via XX Settembre (margine netto 5.3 € mln); (ii) portafoglio di 12 immobili a Risanamento (plusvalenza netta 4.3 € mln). EBITDA 3Q06 a 3.9 € mln (0.3 € mln nel 3Q05), EBITDA *margin* 4% (vs. 2% nel 3Q05), nonostante l'aumento dei costi operativi (+14%) e del costo del personale (+65%). Utile ante imposte di competenza del Gruppo in forte miglioramento a 1.8 € mln (- 11.7 € mln nel 3Q05), grazie a minori oneri finanziari netti (8 € mln vs. 9 € mln) e rivalutazioni di partecipazioni in imprese collegate (7 € mln). Indebitamento finanziario netto aumentato a 587 € mln da 489 € mln al 30 giugno 2006 per effetto del consolidamento di Rubattino 87 (92 € mln) e delle altre acquisizioni effettuate nel trimestre, solo parzialmente compensate dalle cessioni.
- **EPS 2006E-2008E invariati. *Fine tuning* delle stime 2006E-2008E** per tener conto (i) dell'aumento del patrimonio gestito; (ii) della riclassifica nell'attivo circolante dell'immobile di Roma Via Settembre (75 € mln di *sales of trading properties*); (iii) del rinvio ai primi mesi del 2007 del collocamento del fondo Boccaccio; (iv) dell'aumento superiore alle attese del patrimonio *Wholly Owned*; (v) dell'acquisizione da parte del fondo immobiliare Investietico di un immobile per 10.4 € mln; (vi) della cessione di Rubattino Ovest. Ci attendiamo inoltre un effetto positivo degli strumenti derivati anche nel 4Q06 e maggiori costi operativi e del personale rispetto alle nostre precedenti previsioni per l'intero periodo 2006E-2008E. Abbiamo infine riclassificato gli *Income from Equity Stakes* dai ricavi agli utili da partecipazioni.
- **Valore di mercato del portafoglio gestito a fine 2006 stimato a 4.1 € mld (+32% Y/Y)** vs. precedente stima di 3.8 € mld (a valori di mercato costanti sulla base della perizia REAG al 31 dicembre 2005); l'incremento stimato è attribuibile principalmente all'aumento delle attività in gestione conto terzi e all'aumento del patrimonio *Wholly Owned*. Ricavi 2006E +49% a 328 € mln (vs. precedente stima di 203 € mln), EBITDA *margin* del 19%, utile netto a 26.4 € mln (+60% Y/Y). Indebitamento finanziario netto stimato a 474 € mln; Debt/Equity 1.3x.
- **HOLD da BUY** e ***target price* a € 6.8** per *share* (da € 6.1). Il *target price* deriva da una valutazione a SOP: NNNAV (€ 5.2 per *share*) per la valutazione del portafoglio immobiliare e DCF (€ 1.6 per share) per la valutazione delle *fees* dei servizi immobiliari. Il NNNAV sconta l'impatto del decreto Bersani da noi stimato in € 0.5 per azione. Aedes beneficerà indirettamente dell'introduzione delle Siiq in termini di maggiore liquidità e trasparenza del mercato immobiliare. Negli altri Paesi i REITs quotano in media con un premio del 10-15% sul NAV, mentre in Italia le società immobiliari quotate trattano per lo più a sconto sul NAV. Ciò farebbe presupporre il venir meno di tale sconto. L'eliminazione dello sconto sul NAV (10%) dalla ns. valutazione ha comportato l'aumento del *target price* a € 6.8. Il principale rischio di *downside* delle nostre stime è legato ad eventuali ritardi nella costituzione di nuove JVs con partner strategici e nella successiva creazione di fondi immobiliari.

1 AEDES: SWOT ANALYSIS 3

2 4Q06: NUOVE JVS E FONDI IMMOBILIARI 4

3 RISULTATI 3Q06 E 9M06 5

4 STIME 2006-2008 7

5 VALUTAZIONE 9

1 AEDES: SWOT ANALYSIS

Punti di forza

- Presente da 100 anni sul mercato immobiliare italiano;
- Tra i primi 5 player in Italia;
- Leader in Italia, tra gli investitori istituzionali, nel settore degli immobili ad uso commerciale;
- Management team qualificato con notevole esperienza nel settore;
- Elevata qualità del portafoglio immobiliare in termini di ubicazione e funzionalità.

Punti di debolezza

- Complessa struttura societaria;
- Effetti positivi della nuova strategia visibili nel medio-termine;
- Elevato costo del debito (6% considerando gli strumenti derivati);
- Tassazione su plusvalenze inespresse.

Opportunità

- Acquisizione di nuovi ed importanti portafogli di investimento;
- Potenziale rivalutazione del portafoglio,
- Nuove JVs con importanti players nazionali ed internazionali;
- Riduzione del capitale necessario per l'investimento in immobili attraverso la costituzione di JVs e di fondi immobiliari (di cui Aedes detiene quote tra il 20% ed il 30%),
- Introduzione delle Siiq in Italia;
- Spostamento verso servizi immobiliari e attività di gestione di fondi immobiliari, che presentano una redditività maggiore ed una minore esposizione all'andamento dei tassi e del ciclo immobiliare;
- Tendenza ad affidare la gestione immobiliare a operatori specializzati;
- Maggiore stabilità dei flussi di cassa nel lungo periodo garantita dallo sviluppo dei servizi immobiliari;
- Riduzione del costo del debito e minore esposizione al rischio tasso.

Rischi

- Aumento dei tassi di interesse, con possibile riduzione degli investimenti immobiliari e della redditività;
- Inasprimento della normativa fiscale;
- Eccesso dal lato dell'offerta (aumento *vacancy rates*), con potenziale diminuzione dei canoni di affitto;
- Competizione crescente nel settore immobiliare.

2 4Q06: NUOVE JVS E FONDI IMMOBILIARI

Nel corso del 4Q06 è proseguito il processo di trasformazione da *property company* ad *asset and fund management company* con il lancio del fondo immobiliare Petrarca e con la realizzazione di nuove JVs principalmente del segmento *development*.

Partnership nel development con Gefim

A fine ottobre Aedes ha siglato una *partnership* strategica con Gefim per la realizzazione di un importante progetto di valorizzazione del territorio nel comune di Finale Ligure. Aedes ha acquistato il 20% di Piaggio Aero Services che ha avviato un importante progetto di riqualificazione di uno stabilimento, attualmente sede di Piaggio Aero Industry. Aedes stima ricavi dalle vendite per l'intera operazione per oltre € 300 mln.
Il progetto di *development* prevede la realizzazione di strutture ad uso misto principalmente residenziale, alberghiero, direzionale, commerciale e artigianale su un'area di circa 275 mila m^3.

Orlando

Nel corso del mese di ottobre, Aedes ha ridotto la partecipazione in Orlando, fondo immobiliare specializzato in investimenti sul mercato tedesco, dal 20.64% al 10.81% per un controvalore di circa € 1.3 mln.

3 Newco nel development con Operae

A inizio novembre Aedes ha siglato una *partnership* con Operae per la costituzione di 3 Newco, inizialmente in JV al 50%, finalizzate all'acquisizione, dal medesimo Gruppo Operae, di aree di primaria importanza nella città di Bologna e alla successiva realizzazione di uno dei più importanti progetti di riqualificazione di alcuni estesi comparti urbani. Il valore di acquisto del compendio immobiliare è di € 90 mln e Aedes stima ricavi dalle vendite per circa € 380 mln, con un IRR atteso del 15-20%.
L'operazione interessa 2 grandi aree a ridosso del comparto fieristico bolognese e un immobile ex sede delle Poste nel centro di Bologna, per complessivi 193 mila mq. L'obiettivo è di sviluppare i terreni vicini al polo fieristico di Bologna, realizzando strutture in parte di completamento al polo stesso e in parte residenziali e, dall'altro lato, di convertire e riqualificare l'area dello stabilimento Samp – Gruppo Maccaferri, realizzando strutture ad uso misto terziario/direzionale/commerciale e residenziale. L'inizio dei lavori è previsto per la metà del 2007.

Nel breve termine Aedes intende aumentare il peso del *development* sul totale degli asset dall'attuale 18% al 25-30%.

Finanziamento in pool da € 90 mln

A inizio dicembre è stato sottoscritto un finanziamento in pool del valore di € 90 mln con scadenza 36 mesi, che permetterà di sostenere la crescita prevista dal piano industriale 2005-2007. Il finanziamento sarà in parte di natura rotativa.

Petrarca

A fine novembre è divenuto operativo Petrarca, il fondo immobiliare chiuso ad apporto specializzato in immobili ad uso ufficio. Il fondo avrà una durata di 7 anni, un obiettivo di investimento di € 375 mln e un IRR di circa l'11%. I 10 immobili, distribuiti nelle principali città italiane (in particolare, Milano e Roma) e affittati a società primarie, sono stati conferiti dalla JV paritetica Aedes-IVG Immobilien ad un valore di € 250 mln. Il valore del fondo al netto dell'indebitamento finanziario è di circa € 100 mln. Il fondo è stato sottoscritto per il 50% da Ge Real Estate Italia (che ha acquistato la quota per EUR 50m), per il 30% da IDL (JV paritetica tra Aedes e IVG Immobilien) e per il restante 20% da IVG Italy Office Fund. La sottoscrizione del fondo Petrarca porta il portafoglio di GE Real Estate in Italia ad un valore di € 700 mln. Per IVG Italy Office Fund si tratta invece del primo investimento sul territorio italiano in fondo; il settore fondi di IVG Immobilien gestisce asset del valore di € 12.9 mld.
L'operazione ha permesso ad Aedes di realizzare una plusvalenza lorda di € 13 mln, superiore di circa € 1 mln rispetto alla nostra stima, che rifletteva una quota di partecipazione di Aedes del 20%.
Con Petrarca il valore di mercato del portafoglio immobiliare gestito detenuto da fondi immobiliari sale a circa € 657 mln (escluso Logistis II), mentre il target di investimento complessivo dei fondi ammonta a € 2.1 mld.

Ceduto il 50% di Rubattino Ovest

A fine dicembre, Rubattino 87 ha ceduto, per € 2.3 mln, il 50% di Rubattino Ovest a Impresarosso di Torino. L'operazione ha permesso al Gruppo Aedes di conseguire un miglioramento della posizione finanziaria netta di circa € 21 mln. L'operazione rientra nella strategia di Aedes di valorizzazione e *development* di grandi aree urbane, anche attraverso il coinvolgimento di partners specializzati.

Rafforzamento nel settore health care attraverso ACH Immobiliare

A fine dicembre è stata costituita da Centrobanca (44%), Humanitas S.p.A. (40%) e Aedes (16%) A.C.H. Immobiliare, destinata a raccogliere le partecipazioni immobiliari di Humanitas S.p.A., società attiva nella gestione di ospedali a Rozzano – MI, Bergamo, Torino e Catania. L'obiettivo di investimento è di oltre € 300 mln. Con questa operazione Aedes rafforza la propria presenza nel settore health care, nel quale è già presente con il fondo immobiliare quotato Investietico.

Autorizzata la SGR speculativa

A gennaio 2007 la Banca d'Italia ha autorizzato Aedes Value Added SGR, che avrà come obiettivo quello di gestire fondi speculativi, riservati ad investitori istituzionali italiani ed esteri, specializzati per tipologia di prodotto immobiliare (residenziale, sviluppo, retail, turistico, uffici e trading), con una durata di 5/7 anni e un IRR atteso superiore del 15%. Tali fondi permettono un utilizzo piuttosto elevato della leva. I fondi di natura opportunistica sono già diffusi e affermati all'estero, mentre in Italia, attualmente, vi sono solo Pirelli Re Opportunities e Finint Ai e quindi ampi spazi di crescita.

Tabella 1: Fondi immobiliari

	CO-INVESTOR AND FUND MANAGER					FUND MANAGER	
	Logistis II	**Dante Retail**	**Petrarca**	**Boccaccio**	**Ariosto**	**Virgilio**	**Investietico**
Type of product	Seeded fund private	Seeded fund private	Seeded fund private	Seeded fund private	Seeded fund private	Seeded fund private	Cash contribution, listed
Status	Starting date: 27/02/03	Starting date: 27/07/05	Starting date: 29/11/06	Authorized	Authorized	Starting date: 28/03/06	Starting date: 01/03/02
N. of investors	12 Institutional Investors	3 Institutional Investors	3 Institutional Investors	Institutional Investors	Institutional Investors	8 Institutional Investors	14.366 Public
Target investment properties	€ 500 mln	€ 300 mln	€ 375 mln	€ 500 mln	€ 375 mln	€ 250 mln	€ 260 mln
Type of assets	Logistics in France, Spain, Italy and Lux	Retail	Office	Retail	Trading	Development in tourist areas	Properties ethically compliant
Gross Properties Asset Value	€ 227 mln	€ 207 mln	€ 250 mln	tbd	tbd	€ 66.3 mln	€ 134 mln
N. of properties	12	28	10	tbd	tbd	1	7
Aedes stake	9.20%	33.33%	15%	tbd	tbd	0	2% through the SGR
Yield	n.a.	6.8%	5.4%	n.a.	n.a.	n.a.	7%

Fonte: Aedes

Verso una maggiore trasparenza e liquidità del mercato grazie alle Siiq

Il collegato alla Legge Finanziaria 2007 ha introdotto l'istituto delle Siiq in Italia, sull'esempio della Francia. Le Siiq sono società di capitale che hanno come principale attività l'acquisto e la gestione di beni immobili a reddito destinati alla locazione. A condizione di distribuire almeno l'85% degli utili imponibili, le Siiq non sono tassate e gli utili di natura immobiliare vengono tassati direttamente in capo a chi li percepisce.
In Francia le Siic sono state create come strutture fiscalmente trasparenti nel 2003, per raggiungere alla fine del 2005 una capitalizzazione di € 30 mld ripartiti su 28 Siic, con un patrimonio immobiliare di circa € 54 mld e con un gettitio annuo per l'erario di € 0.5 mld con la sola *exit tax*.

Le Siiq saranno introdotte dal 1 luglio 2007 e contribuiranno (i) ad una maggiore trasparenza e liquidità nelle operazioni di compravendita del mercato immobiliare; (ii) all'aumento della capitalizzazione di mercato e del numero di società immobiliari quotate; (iii) all'afflusso di nuovi capitali al settore immobiliare; (iv) al consistente sviluppo del mercato immobiliare grazie all'espansione degli investimenti finalizzati alla gestione specializzata di patrimoni immobiliari. Per gli investitori ciò si tradurrà in (i) una maggiore liquidità, (ii) minori tasse e (iii) possibilità di un investimento senza limiti temporali ristretti come quelli dei fondi chiusi.

L'introduzione delle Siiq ha un impatto molto positivo per le *property company* tradizionali, che acquistano e affittano gli immobili ma non per le società che offrono servizi immobiliari, di *trading* e di *asset management* (fondi immobiliari), colpite inoltre dalla *transfer tax* del 4% (2% per i fondi immobiliari).
I fondi immobiliari saranno quindi più penalizzati dal punto di vista fiscale rispetto alle Siiq (esenti dall'Ires e dall'Irap, exit tax non ancora definita ma probabilmente intorno al 14.5%-16.5%, aliquota del 20% sui dividendi come previsto dalla riforma sulla tassazione delle rendite finanziarie). Non si sa se i fondi immobiliari quotati avranno la possibilità o meno di diventare Siiq.

3 RISULTATI 3Q06 E 9M06

I dati del 3Q06 sono risultati pressochè in linea con le nostre attese.

3.9 € mld di patrimonio immobiliare gestito a fine settembre 2006

Il valore di mercato stimato del patrimonio immobiliare gestito al 30 settembre 2006 è pari a circa 3.9 € mld, in crescita del 24.2% rispetto a 3.1 € mld al 31 dicembre 2005 (+11.2% rispetto al 30 giugno 2006). Il valore di mercato del patrimonio immobiliare gestito è costituito per 908 € mln da assets direttamente posseduti (697 € mln al 31 dicembre 2005), per 1,731 € mln da immobili detenuti in JV (1,611 € mln al 31 dicembre

2005), per 534 € mln da patrimoni di proprietà di fondi immobiliari e per 711 € mln da immobili di proprietà di terzi.

Ricavi 3Q06 a 89 € mln

I ricavi del 3Q06 sono stati pari a 89.1 € mln rispetto a 15.9 € mln del 3Q05. Il 90% dei ricavi è stato conseguito grazie alla plusvalenze realizzate con le seguenti cessioni: (i) immobile di Roma Via XX Settembre (margine netto 5.3 € mln), riclassificati nell'attivo circolante; (ii) portafoglio di 12 immobili a Risanamento (plusvalenza netta 4.3 € mln).

Nel 3Q06 i ricavi per vendite di immobili iscritti nell'attivo circolante sono state pari a 75.1 € mln, rispetto a 2.3 € mln del 3Q05; il margine netto realizzato è stato pari a 7.2 € mln, corrispondente a un rendimento del 10% circa. Tale margine è stato principalmente realizzato con la cessione dell'immobile Roma Via Settembre.
I ricavi da affitti hanno subito una riduzione del 58.4% (da 10.5 € mln del 3Q05 a 4.4 € mln del 3Q06); il decremento è prevalentemente dovuto alla cessione di immobili alle JVs realizzate nel corso del 2H05 con IVG Immobilien AG e REIT Asset Management.
I ricavi da servizi si sono attestati a 4 € mln e presentano un significativo aumento rispetto a 2.4 € mln del 3Q05 (di cui 1.1 € mln derivanti dall'attività di *general contractor*).

Tabella 2: Breakdown ricavi 3Q06 e 9M06

	Q3 '05	Q3 '06	%Ch.	9M05	9M '06	%Ch.
Property leases	10.5	4.4	-58.4%	33.7	13.1	17.0%
Sales of trading properties	2.3	75.1	n.m.	26.1	172.3	n.m.
Net gains on the sale of properties	0.4	4.3	n.m.	25.3	18.4	-53.5%
Rendering of services	2.4	4.0	64.5%	8.4	13.5	71.6%
Income from equity stakes	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Other gains	0.1	0.6	n.m.	1.3	1.5	6.9%
Non-recurring gains	0.2	0.8	n.m.	4.5	13.0	78.2%
Total sales	**15.9**	**89.1**	**n.m.**	**99.4**	**231.8**	**92.7%**

Fonte: elaborazioni Interbanca su dati Aedes

EBITDA 3Q06 a 4 € mln
EBITDA margin 4%

L'EBITDA del 3Q06 è risultato pari a 3.9 € mln rispetto a 0.3 € mln del 3Q05 e con un EBITDA *margin* al 4.4% (1.7% nel 3Q05). I costi operativi e non operativi sono aumentati del 13.8% a 12.1 € mln principalmente per effetto dei maggiori costi di consulenza e prestazioni professionali relative alle operazioni realizzate nel periodo. L'aumento (+65.2%) del costo del personale a 5.1 € mln è stato determinato dal processo di rafforzamento delle strutture operative e di staff e dai maggiori costi di *stock option*.

EBIT 3Q06 a 3 € mln
EBIT margin al 3%

L'EBIT del 3Q06 si è attestato a 2.7 € mln rispetto a una perdita operativa netta di 2.5 € mln del 3Q05. Il calo (-48.1%) degli ammortamenti a 1.2 € mln è principalmente attribuibile alle cessioni di immobili alle JVs realizzate con IVG e REIT AM.

Gestione finanziaria in miglioramento; effetto negativo degli strumenti derivati

La gestione finanziaria evidenzia un miglioramento, con oneri finanziari netti pari 8.2 € mln rispetto a 9.2 € mln del 3Q05, grazie alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto a 586.8 € mln (756.5 € mln al 30 settembre 2005); la gestione comprende un effetto negativo, per 1.6 € mln, derivante dalla valutazione al *fair value* degli strumenti derivati posti in essere a fronte di operazioni di copertura del rischio di tasso.
Nel 3Q06 sono state effettuate rivalutazioni di partecipazioni in imprese collegate per 6.9 € mln.

Utile ante imposte del Gruppo positivo per 2 € mln

L'utile ante imposte di competenza del Gruppo è risultato dunque in notevole miglioramento, attestandosi 1.8 € mln (- 11.7 € mln nel 3Q05).

Tabella 3: Risultati 3Q06 e 9M06

	3Q05	3Q06	%Ch.	9M05	9M06	%Ch.
Sales	**15.9**	**89.1**	n.m.	**99.4**	**231.8**	n.m.
EBITDA	**0.3**	**3.9**	n.m.	**36.6**	**48.2**	31.5%
% sales	1.7%	4.4%		36.9%	20.8%	
EBIT	**(2.5)**	**2.7**	n.m.	**25.1**	**41.3**	64.9%
% sales	-15.9%	3.0%		25.2%	17.8%	
Pre-tax profit (Group)	**(11.7)**	**1.8**	n.m.	**(10.4)**	**44.9**	n.m.
% sales	-73.9%	2.0%		-10.4%	19.4%	
Net debt (cash)	**756.5**	**586.8**		**756.5**	**586.8**	

Fonte: elaborazioni Interbanca su dati Aedes

Ricavi 9M06 a 232 € mln

I ricavi dei 9M06 sono stati pari a 231.8 € mln, in forte crescita rispetto a 99.4 € mln dei 9M05. L'87.8% dei ricavi è stato conseguito grazie alla plusvalenze realizzate con la vendita di immobili e di partecipazioni in società immobiliari. Le principali operazioni di cessione hanno riguardato: (i) il 50% di Diaz Immobiliare a Risanamento (15.5 € mln); (ii) un complesso residenziale a Porto Rotondo (4.1 € mln); (iii) le aree detenute da REI Aree e REI Office (21.7 € mln); (iv) le partecipazioni in Mariner (4 € mln) e Turati Immobiliare (7 € mln); (v) l'immobile di Roma Via XX Settembre (5.3 € mln); (vi) un portafoglio di 12 immobili a Risanamento (4.3 € mln).

EBITDA 9M06: +31% a 48 € mln
EBITDA margin in calo al 21%

L'EBITDA dei 9M06 è risultato pari a 48.2 € mln, in crescita del 31.4% rispetto ai 9M05, ma con un EBITDA *margin* in calo al 20.8% (36.9% nei 9M05). La contrazione è imputabile al differente *sales mix* a favore di vendite di immobili iscritte nell'attivo circolante e al conseguente aumento dell'incidenza del costo del venduto al 56.5% (dal 17.5% dei 9M05).

EBIT 9M06: +65% a 41 € mln
EBIT margin in calo al 18%

L'EBIT dei 9M06 si è attestato a 41.3 € mln, in crescita del 65% rispetto ad 25.1 € mln dei 9M05. Grazie ad ammortamenti e ad accantonamenti/svalutazione dei crediti dell'attivo circolante in calo, rispettivamente, del 38.6% e del 40.5%, la contrazione dell'EBITDA *margin* si è riflessa in misura minore sull'EBIT *margin*, che passa dal 25.2% al 17.8%.

Gestione finanziaria in miglioramento grazie anche ai derivati

Gli oneri finanziari nettisono stati pari a 1.8 € mln in forte riduzione rispetto a 33.3 € mln dei 9M05, grazie alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto e all'effetto positivo per 7.6 € mln della valutazione al *fair value* degli strumenti derivati.

Utile ante imposte del Gruppo a 45 € mln

I primi nove mesi si son chiusi con un utile ante imposte di competenza del Gruppo pari a 44.9 € mln a fronte di una perdita di 10.4 € mln dei 9M05.

PFN a 587 € mln

L'indebitamento finanziario netto è aumentato a 586.8 € mln rispetto a 489.3 € mln al 30 giugno 2006 per effetto del consolidamento di Rubattino 87 (92 € mln) e delle altre acquisizioni effettuate nel trimestre, solo parzialmente compensate dalle cessioni. L'aumento del capitale circolante netto a 576.3 € mln rispetto a 376.1 € mln al 30 giugno 2006 riflette il consolidamento di Rubattino 87. Le immobilizzazioni nette evidenziano un decremento di circa € 100 mln imputabile alla cessione di 12 immobili al Gruppo Risanamento e all'elisione dei finanziamenti soci verso Rubattino 78 a seguito del suo consolidamento.

4 STIME 2006-2008

Fine tuning delle stime 2006E-2008E: EPS invariati

Abbiamo effettuato un *fine tuning* delle nostre stime 2006E-2008E per tener conto (i) della riclassifica nell'attivo circolante dell'immobile di Roma Via Settembre, prima iscritto nell'attivo immobilizzato; (ii) del rinvio ai primi mesi del 2007 del collocamento del fondo Boccaccio; (iii) dell'aumento superiore alle attese del patrimonio *Wholly Owned*; (iv) dell'acquisizione da parte del fondo immobiliare Investietico di un immobile ad uso uffici sito in Torino per 10.4 € mln; (v) della maggiore plusvalenza (1 € mln) realizzata dal conferimento di immobili al fondo Petrarca; (vi) della cessione di Rubattino Ovest.
Ci attendiamo inoltre un effetto positivo degli strumenti derivati anche nel 4Q06 e maggiori costi operativi e del personale rispetto alle nostre precedenti previsioni per l'intero periodo 2006E-2008E. La revisione delle stime ha lasciato sostanzialmente invariati gli EPS 2006E-2008E.

Riclassifica Income from Equity Stakes

Abbiamo infine riclassificato gli *Income from Equity Stakes* dai ricavi agli utili da partecipazioni.

2006E: patrimonio immobiliare in gestione a 4.1 € mld

Ci attendiamo un valore di mercato del patrimonio immobiliare gestito a fine 2006 pari a circa 4.1 € mld (+32% Y/Y; vs. precedente stima 3.8 € mld), di cui 0.8 € mld *Wholly Owned,* 1.9 € mld di AUM in JVs, 0.8 € mld di fondi immobiliari, 0.7 € mld derivanti da attività di gestione verso terze parti; il patrimonio immobiliare *Owned* dovrebbe attestarsi a 1.9 € mld.

Ricavi 2006E a 328 € mln (+47% Y/Y)

Per il 2006E ci attendiamo un fatturato pari a 327.8 € mln (+49.2% Y/Y) rispetto ad una precedente stima di 202.7 € mln (-7.7%). La variazione riflette: (i) maggiori *sales of trading properties* (235.2 € mln vs. precedente stima 112.9 € mln) derivanti principalmente dalla riclassificazione nell'attivo circolante dell'immobile di Roma Via

Settembre (75 € mln) e dalla cessione del 50% di Rubattino Ovest (21 € mln); (ii) maggiori plusvalenze derivanti dalla cessione del patrimonio immobiliare per circa 10 € mln (riclassificate tra *Net gains on the sale of properties* e proventi straordinari); (iii) minori ricavi da affitti per 1 € mln; (iv) minori ricavi da servizi per 2 € mln e (v) la diversa riclassificazione degli *Income from Equity stakes*.

EBITDA 2006E in calo a 62 € mln

L'EBITDA 2006E è atteso pari a 61.5 € mln (vs. precedente stima di 70.1 € mln), in calo del 36.2% rispetto all'esercizio 2005 e con un EBITDA *margin* del 18.8%; la riduzione è imputabile a maggiori costi operativi e maggiori costi del personale nel 4Q06 rispetto alle precedenti attese, nonché alla diversa riclassificazione degli *Income from Equity stakes*.

EBIT 2006E a 52 € mln

La riduzione della stima di EBITDA si riflette anche sull'EBIT 2006E che dovrebbe attestarsi a circa 51.7 € mln (vs. precedente stima di 60.2 € mln); la stima degli ammortamenti (6.4 € mln) e degli accontanamenti (3.4 € mln) è rimasta invariata. L'EBIT *margin* è atteso pari al 15.8%.

Oneri finanziari netti in ulteriore calo grazie ai derivati

La gestione finanziaria dovrebbe risultare in miglioramento, con oneri finanziari netti per 5.4 € mln nel 2006E (vs. precedente stima di 8.4 € mln), grazie agli strumenti derivati che dovrebbero aver avuto un effetto positivo anche nell'ultima parte dell'anno. Gli *Income from Equity Stakes* sono attesi a € 4.6 mln.

Utile netto 2006E: +60% a 26 € mln

Il risultato netto è stimato pari a circa 26.4 € mln nel 2006E (+60%), invariato rispetto alla nostra precedente previsione. Il *tax-rate* è atteso al 50%.

PFN 2006E a 474 € mln; D/E=1.3x

L'indebitamento finanziario netto 2006E è atteso a circa 474 € mln nel 2006, con un *debt/equity ratio* a 1.3x.

Tabella 4: Revisione stime 2006E-2008E

	2006E Old	2006E New	%Ch.	2007E Old	2007E New	%Ch.	2008E Old	2008E New	%Ch.
Sales	**202.7**	**327.8**	61.7%	**199.5**	**214.1**	7.3%	**187.8**	**150.8**	-19.7%
EBITDA	**70.1**	**61.5**	-12.2%	**72.0**	**43.1**	-40.1%	**66.7**	**32.0**	-52.0%
% sales	*34.6%*	*18.8%*		*36.1%*	*20.1%*		*35.5%*	*21.2%*	
EBIT	**60.2**	**51.7**	-14.2%	**63.7**	**34.8**	-45.3%	**59.2**	**24.6**	-58.5%
% sales	*29.7%*	*15.8%*		*31.9%*	*16.3%*		*31.6%*	*16.3%*	
Pre-tax profit	**50.8**	**50.8**	0.0%	**51.2**	**51.2**	0.0%	**47.8**	**47.8**	0.0%
% sales	*25.1%*	*15.5%*		*25.7%*	*23.9%*		*25.5%*	*31.7%*	
Tax rate	*50.0%*	*50.0%*		*45.0%*	*45.0%*		*40.0%*	*40.0%*	
Net profit	**26.4**	**26.4**	0.0%	**28.8**	**28.8**	0.0%	**29.0**	**29.0**	0.0%
% sales	*13.0%*	*8.1%*		*14.4%*	*13.5%*		*15.5%*	*19.2%*	

Fonte: stime Interbanca

2007E: patrimonio immobiliare in gestione a 4.7 € mld

In attesa del nuovo piano industriale, che sarà probabilmente presentato alla comunità finanziaria a maggio, abbiamo alzato la stima del patrimonio immobiliare in gestione a fine 2007 da 4.2 € mld a 4.7 € mld (a valori di mercato costanti sulla base della perizia REAG 2005), di cui 0.4 € mld di *Wholly Owned*, 1.6 € mld di fondi immobiliari, 2 € mld di AUM derivanti da JVs (0.7 € mld da JVs estere) e 0.7 € mld derivanti da attività di gestione verso terze parti.

Ricavi 2007E a 214 € mln

I ricavi 2007E sono stimati pari a circa 214.1 € mln, contro una precedente stima di 199.5 € mln). L'aumento riflette maggiori *net gains on the sale of properties* (37 € mln, di cui circa 20 € mln dal conferimento del patrimonio immobiliare al fondo Boccaccio, vs. precedente stima di 20 € mln) e *sales of trading properties* stimate considerando una dismissione del portafoglio di *trading* in 3-5 anni, un magazzino previsto pari a circa 408 € mln a fine 2006 (vs. precedente stima di 318 € mln) e un rendimento medio del 20%.

EBITDA margin in miglioramento al 20%

L'EBITDA 2007E è atteso pari a 43.1 € mln, in calo del 29.8% ma con un EBITDA margin in aumento al 20.1% (18.7% nel 2006E), grazie al cambiamento del *sales mix* a favore di un maggior peso delle commissioni derivanti dall'attività di servizi immobiliari.

Utile netto 2007E: +9% a 29 € mln

L'utile netto è atteso a 28.8 € mln (+9%), con un *net margin* di circa il 13.5%. Non abbiamo fatto ipotesi circa l'effetto degli strumenti derivati. Prudenzialmente manteniamo ancora un *tax-rate* elevato (45%; 50% nel 2006E). Ricordiamo che il *tax-rate* dovrebbe risultare in progressiva riduzione per il vantaggio fiscale sui dividendi e proventi ricevuti da Aedes Luxemburg, che detiene le quote dei fondi immobiliari, esenti dall'IRES per il 95% del loro importo e quindi tassati all'1.7%.

5 VALUTAZIONE

Fair value SOP: € 6.8 per azione

Abbiamo aggiornato la valutazione di Aedes, ottenuta come *Sum of the Parts* degli investimenti immobiliari, valutati al NAV, e dei servizi immobiliari, valutati con il DCF, per tener conto:

- ✓ del valore di mercato del patrimonio immobiliare posseduto da Aedes a fine 2006, da noi stimato pari a circa 1.9 € mld a valori di mercato costanti sulla base della perizia REAG al 31 dicembre 2005;
- ✓ del venir meno dello sconto sul NAV. Aedes beneficerà indirettamente dell'introduzione delle Siiq in termini di maggiore liquidità e trasparenza del mercato immobiliare. Negli altri Paesi i REITs quotano in media con un premio del 10-15% sul NAV, mentre in Italia le società immobiliari quotate trattano per lo più a sconto sul NAV. Ciò farebbe presupporre il venir meno di tale sconto.

Il *fair value* ottenuto dalla SOP è di € 6.8 per azione (vs. precedente € 6.1 – si veda report del 24/10/06): derivante da un NNNAV di € 5.2 per azione (vs. precedente € 4.6) e da una valutazione a DCF delle *fees* legate ai servizi immobiliari di € 1.6 per azione (precedente € 1.5).

Tabella 5*: *Sum of the Parts

(€m)	2006E Book Value Total	2006E Mkt Value Total	2006E Unrealised Capital Gain	Per share data	Comment
TOTAL	**1,564.4**	**1,872.3**	**307.8**		
Capital Gains Tax (37.25% tax rate)			-114.7		Discounted by 37.25% tax-rate
Fair Value Unrealised Capital Gains			**193.2**	2.0	
Decree law 233/06			**-47.9**	-0.5	4% (2% for funds) transfer tax on Total Mkt Value except Housing, Development and JVs Trading
Shareholders' Equity			**343.1**	3.6	
Own shares implied Capital Gain			7.5	0.1	
NNNAV			**495.8**	5.2	
Fair Value Fees Asset Under Management			**77.3**	0.8	DCF analysis (7.5% WACC and 2.0% perpetual growth rate)
Fair Value Fees Agency			**53.3**	0.6	DCF analysis (7.5% WACC and 2.0% perpetual growth rate)
Fair Value Fees Development			**21.1**	0.2	DCF analysis (7.5% WACC and 2.0% perpetual growth rate)
TOTAL EQUITY VALUE			**647.5**	6.8	
Shares Outstanding (m)			95.5		
Fair Value per Share			**6.8**		
Share Price as of 22/01/07 (€)			6.6		
Upside/(Downside)			**2.6%**		

Fonte: dati Aedes e stime Interbanca

HOLD, target price € 6.8

Abbassiamo la nostra raccomandazione a HOLD ma alziamo il *target price*, che rispecchia il *fair value* ottenuto a SOP, da € 6.1 a € 6.8 per azione. L'aumento del *target price* è stato principalmente determinato dall'eliminazione dello sconto sul NAV (10%) dalla nostra valutazione. Il principale rischio di *downside* delle nostre stime è legato ad eventuali ritardi nella costituzione di nuove JVs con partner strategici e nella successiva creazione di fondi immobiliari.

Tabella 6: Dati di sintesi

Conto Economico Consolidato (€ m)	2003A	2004A	2004A IAS-IFRS	2005A IAS-IFRS	2006E IAS-IFRS	2007E IAS-IFRS	2008E IAS-IFRS
Ricavi	**147.6**	**165.8**	**160.7**	**219.7**	**327.8**	**214.1**	**150.8**
Costo del venduto	-32.0	-11.1	-11.1	-58.0	-191.0	-100.2	-65.4
Costi operativi e non operativi	-23.3	-45.5	-49.9	-49.7	-53.0	-47.6	-29.3
Valore aggiunto	**92.2**	**109.3**	**99.7**	**112.0**	**83.8**	**66.3**	**56.1**
Costi del personale	-10.0	-10.0	-10.2	-15.6	-22.3	-23.2	-24.1
EBITDA	**82.3**	**99.3**	**89.5**	**96.4**	**61.5**	**43.1**	**32.0**
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni circolante	-22.2	-27.6	-15.8	-12.2	-9.8	-8.3	-7.4
EBIT	**60.1**	**71.7**	**73.7**	**84.2**	**51.7**	**34.8**	**24.6**
(Utile)/perdita da partecipazioni	-2.4	-7.5	-7.1	-15.0	4.6	29.0	34.8
Gestione finanziaria netta	-46.5	-42.9	-63.5	-37.2	-5.4	-12.6	-11.6
Gestione straordinaria netta	-2.0	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile ante-imposte	**9.1**	**26.6**	**3.0**	**32.0**	**50.8**	**51.2**	**47.8**
Imposte	-14.2	-11.4	-4.0	-16.9	-25.4	-23.1	-19.1
(Utile)/perdita di pertinenza di terzi	0.3	1.4	1.7	1.4	1.0	0.6	0.3
(Utile)/perdita delle attività non correnti destinate alla dismissi	0.0	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile netto di Gruppo (UNG)	**-4.8**	**16.7**	**5.8**	**16.6**	**26.4**	**28.8**	**29.0**
Tassi di crescita	**2003E**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Ricavi	26.2%	12.4%		36.7%	49.2%	-34.7%	-29.6%
Valore aggiunto	22.5%	18.5%		12.4%	-25.2%	-20.9%	-15.4%
EBITDA	13.9%	20.7%		7.7%	-36.2%	-29.8%	-25.8%
EBIT	15.1%	19.4%		14.4%	-38.7%	-32.6%	-29.4%
EBT	-68.0%	191.4%		-41.5%	58.6%	0.8%	-6.7%
UNG	n.m.	n.m.		n.m.	59.8%	9.0%	0.7%
Margini su ricavi netti	**2003A**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Valore aggiunto	62.5%	65.9%	62.0%	51.0%	25.6%	31.0%	37.2%
EBITDA margin	55.7%	59.9%	55.7%	43.9%	18.8%	20.1%	21.2%
EBIT margin	40.7%	43.3%	45.8%	38.4%	15.8%	16.3%	16.3%
EBT margin	6.2%	16.1%	1.9%	14.6%	15.5%	23.9%	31.7%
Tax rate	n.m.	42.6%	n.m.	52.8%	50.0%	45.0%	40.0%
UNG margin	-3.3%	10.1%	3.6%	7.5%	8.1%	13.5%	19.2%
Incidenza costo lavoro (costo personale/ricavi netti)	6.7%	6.0%	6.3%	7.1%	6.8%	10.8%	16.0%
Costo lavoro pro-capite (EUR)	199,060	100,535	102,798	112,360	125,082	126,531	128,093
Stato Patrimoniale Consolidato (€ m)	**2003A**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Immobilizzazioni immateriali	13.7	13.6	7.8	14.3	14.3	14.3	14.3
Immobilizzazioni materiali	881.6	722.2	761.1	412.3	182.5	89.2	56.8
Partecipazioni e altre immobilizzazioni finanziarie	107.1	177.0	162.0	201.4	371.4	471.4	521.4
Attivo immobilizzato (I)	**1,002.4**	**912.8**	**930.9**	**628.1**	**568.3**	**574.9**	**592.5**
Attivo corrente	379.0	526.4	513.5	271.6	534.3	348.9	270.8
Passivo corrente	-83.7	-221.1	-213.6	-53.7	-80.1	-52.3	-36.9
Capitale circolante netto (CCN)	**295.2**	**305.3**	**299.9**	**217.9**	**454.2**	**296.6**	**234.0**
TFR, altri fondi e passività a m/l termine	-23.1	-74.7	-94.4	-147.7	-180.3	-118.7	-84.4
Capitale investito netto (CIN)	**1,274.5**	**1,143.4**	**1,136.4**	**698.3**	**842.1**	**752.9**	**742.1**
Patrimonio netto di terzi	20.7	26.9	24.8	25.2	25.0	24.9	24.8
Patrimonio netto di gruppo	320.1	336.8	335.8	334.5	343.1	350.2	356.3
Debito finanziario netto	**933.8**	**779.7**	**775.7**	**338.5**	**474.0**	**377.8**	**360.9**
Struttura finanziaria (€ m)	**2003A**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Liquidità (LD+LI)	293.9	213.1	331.3	130.8	161.5	120.3	95.8
Magazzino (MGZ)	220.0	383.1	252.0	182.2	400.8	261.8	209.4
Immobilizzazioni (I)	1,002.4	912.8	930.9	628.1	568.3	574.9	592.5
Capitale investito (CI)	**1,516.2**	**1,509.0**	**1,514.2**	**941.0**	**1,130.6**	**957.0**	**897.8**
Debiti a breve (DB)	-426.7	-582.0	-574.1	-105.0	-147.9	-107.8	-90.2
Debiti a lungo (DL)	-748.9	-563.3	-579.4	-476.3	-614.5	-474.1	-426.3
Patrimonio Netto consolidato (PN)	-340.7	-363.7	-360.6	-359.8	-368.1	-375.1	-381.2
Flussi di cassa (€ m)	**2003A**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Utile netto consolidato	-5.1	15.3		15.1	25.4	28.2	28.7
Ammortamenti ed accantonamenti	32.0	79.2		65.4	42.4	-53.3	-26.8
Variazione del circolante	-203.9	-10.1		82.0	-236.2	157.6	62.7
Levered Net operating Cash Flow (LCFO)	**-176.9**	**84.4**		**162.5**	**-168.4**	**132.4**	**64.5**
Capex	-182.6	-93.8		-158.4	-370.0	-125.0	-125.0
Net Financial Investment	-52.6	-29.2		-46.0	-170.0	-100.0	-50.0
Asset Disposal	312.2	125.4		499.2	590.0	210.0	150.0
Altro	-26.5	59.6		-7.8	0.0	0.0	0.0
Free cash flow from investing	**-126.4**	**146.4**		**449.6**	**-118.4**	**117.4**	**39.5**
Variazione patrimonio netto consolidato	-2.8	7.7		-16.0	-17.0	-21.2	-22.6
Variazione debito netto	129.2	-154.0		-437.2	135.5	-96.2	-16.9
Free cash flow from financing	**126.4**	**-146.4**		**-453.2**	**118.4**	**-117.4**	**-39.5**

Fonte: dati Aedes e stime Interbanca

Tabella 7: Indicatori, dati per azione e multipli

Principali indicatori finanziari	2003A	2004A	2004A IAS-IFRS	2005A IAS-IFRS	2006E IAS-IFRS	2007E IAS-IFRS	2008E IAS-IFRS
ROIC (NOPAT/CIN medio)	-2.8%	3.4%		4.3%	3.4%	2.4%	2.0%
ROE (UN / PN medio)	-1.5%	4.3%		4.2%	7.0%	7.6%	7.6%
Current Ratio (LD+LI+MGZ/DB)	1.2x	1.0x	1.0x	3.0x	3.8x	3.5x	3.4x
Grado copertura immobilizzazioni con PN (PN/I)	0.3x	0.4x	0.4x	0.6x	0.6x	0.7x	0.6x
Grado copertura immobilizzazioni con PN+DL (PN+DL/I)	1.1x	1.0x	1.0x	1.3x	1.7x	1.5x	1.4x
D/D+E	75.8%	70.0%	70.1%	51.4%	57.7%	52.3%	50.9%
Gearing	3.0x	2.4x	2.4x	1.1x	1.5x	1.2x	1.1x
PFN/ EBITDA	11.4	7.9	8.7	3.5	7.7	8.8	11.3
EBIT Interest Cover	1.3x	1.7x	1.2x	2.3x	9.5x	2.8x	2.1x
Dati per azione (€)	**2003E**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
Numero azioni ordinarie fine anno	99.9	99.9	99.9	100.2	100.7	100.7	100.7
Prezzo azioni ordinarie (medio storico, ultimo di riferimento)	3.24	3.60	3.60	5.36	5.49	6.61	6.61
BVPS	3.20	3.37	3.36	3.34	3.41	3.48	3.54
EPS	-0.05	0.17	0.06	0.17	0.26	0.29	0.29
EPS adj	-0.03	0.14	0.06	0.17	0.28	0.30	0.30
DPS ord.	0.00	0.15	0.15	0.18	0.22	0.23	0.23
Payout Ratio su utile netto di gruppo (%)	0.0%	89.8%	257.7%	108.9%	82.3%	79.3%	78.7%
Dividend Yield (%)	0.0%	4.2%	4.2%	3.4%	3.9%	3.4%	3.4%
Multipli	**2003A**	**2004A**	**2004A IAS-IFRS**	**2005A IAS-IFRS**	**2006E IAS-IFRS**	**2007E IAS-IFRS**	**2008E IAS-IFRS**
MKT Cap Totale	323.4	359.9	359.9	536.6	552.8	665.6	665.6
Altro	22.0	30.0	27.8	42.1	42.7	49.8	48.9
EV adj.	1,279.1	1,169.7	1,163.5	917.2	1,069.4	1,093.2	1,075.4
EV/Sales	8.7x	7.1x	7.2x	4.2x	3.3x	5.1x	7.1x
EV/EBITDA	15.5x	11.8x	13.0x	9.5x	17.4x	25.3x	33.6x
EV/EBIT	21.3x	16.3x	15.8x	10.9x	20.7x	31.4x	43.7x
P/E adj.	neg.	25.9x	61.4x	31.8x	19.8x	21.9x	21.7x
P/CF	21.3x	9.2x	20.2x	20.1x	16.8x	18.9x	18.3x
P/BV	1.0x	1.1x	1.1x	1.6x	1.6x	1.9x	1.9x

Fonte: dati Aedes e stime Interbanca

AVVERTENZA

QUESTO DOCUMENTO È STATO PREDISPOSTO DALL'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A..

AI SENSI DELL'ART.69 DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971/99 (E SUCCESSIVE MODIFICHE ED INTEGRAZIONI), SI EVIDENZIA CHE IL PRESENTE DOCUMENTO E' STATO REDATTO DA UN SOGGETTO CHE PUO' AVERE UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO AI SOGGETTI, AI VALORI MOBILIARI O ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI NEL PRESENTE DOCUMENTO.

INTERBANCA S.p.A E IL GRUPPO ANTONVENETA, I LORO DIPENDENTI O AMMINISTRATORI POSSONO DETENERE TITOLI DI ALCUNE DELLE SOCIETA' OGGETTO DEL PRESENTE STUDIO, O POSSONO ESSERE EMITTENTI DI STRUMENTI FINANZIARI ASSOCIATI AI PREDETTI TITOLI, POSSONO ESSERE IN RAPPORTO DI CONTROLLO O DI PARTECIPAZIONE RILEVANTE, POSSONO SVOLGERE FUNZIONI DI AMMINISTRATORI, POSSONO AVER PARTECIPATO AL CONSORZIO DI COLLOCAMENTO NONCHE' A OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO O DI FINANZA STRUTTURATA DI ALCUNE SOCIETA' DEL GRUPPO.

QUESTO DOCUMENTO E' STATO PREDISPOSTO DALL'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. IN VIA AUTONOMA RISPETTO A AEDES S.p.A..
LE INFORMAZIONI, I DATI E LE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO PROVENGONO UNICAMENTE DALL'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. IN QUANTO FACENTI PARTE DELLA SUA ATTIVITA' DI RICERCA INTERNA. L'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. NON HA ALCUN TITOLO O AUTORIZZAZIONE PER RILASCIARE DICHIARAZIONI O GARANZIE PER CONTO DELLA SOCIETA'.
LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI CHE L'UFFICIO DI RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. RITIENE ATTENDIBILI. TUTTAVIA L'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. NON HA EFFETTUATO ALCUNA PERSONALE VERIFICA SUI DATI CONTENUTI IN QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, VIENE QUI RILASCIATA CIRCA LA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DEI DATI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO. PERTANTO, NE' LA SOCIETA', NE' INTERBANCA S.p.A. NELLA SUA QUALITA' DI AUTORE DEL PRESENTE DOCUMENTO, NE' ALCUN AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O ALTRIMENTI) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI AL PRESENTE DOCUMENTO O AL SUO CONTENUTO.
LE STIME E LE OPINIONI ESPRESSE COSTITUISCONO GIUDIZI DELL'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. E POSSONO ESSERE SOGGETTE A CAMBIAMENTI SENZA PREAVVISO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI ALCUNA OFFERTA DI SOTTOSCRIZIONE DI AZIONI DELLA SOCIETA'; ESSO INOLTRE NON COSTITUISCE, IN TUTTO O IN PARTE, UNA PROPOSTA CONTRATTUALE OVVERO UN'ASSUNZIONE DI OBBLIGHI DI QUALSIASI GENERE. PERTANTO OGNI DECISIONE IN MERITO ALL'ACQUISTO DI AZIONI DOVRÁ FONDARSI ESCLUSIVAMENTE SULLA VOLONTÁ DEGLI INVESTITORI.

IL PRESENTE DOCUMENTO VI E' STATO CONSEGNATO UNICAMENTE PER VOSTRA PERSONALE INFORMAZIONE E PERTANTO NON PUO' ESSERE RIPRODOTTO NE' REDISTRIBUITO A TERZI, NE' PUO' ESSERE PUBBLICATO, IN TUTTO O IN PARTE. **ACCETTANDO IL PRESENTE DOCUMENTO, SIETE VINCOLATI AD OSSERVARE LE LIMITAZIONI SOPRA INDICATE.**

LA CIRCOLAZIONE E/O DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A SPECIFICHE RESTRIZIONI; E' PERTANTO ONERE DEI SOGGETTI SU CUI ESSO PERVENGA DI INFORMARSI CIRCA L'EVENTUALE ESISTENZA DI SPECIFICHE RESTRIZIONI E, IN TAL CASO, DI ATTENERSI A TALI RESTRIZIONI.

IL PRESENTE DOCUMENTO PUO' ESSERE CIRCOLATO O DISTRIBUITO A OPERATORI QUALIFICATI E NON, A PARTIRE DAL GIORNO STESSO DEL SUO DEPOSITO PRESSO LA CONSOB, ALLE SOCIETA' DEL GRUPPO ANTONVENETA CHE POTRANNO DISTRIBUIRLO AI PROPRI CLIENTI, ANCHE NON OPERATORI QUALIFICATI, IN RAGIONE DI PREVENTIVI ACCORDI CON INTERBANCA S.p.A.

IL PRESENTE DOCUMENTO E' DISTRIBUTO A CIRCA 150 OPERATORI QUALIFICATI E AD OPERATORI NON QUALIFICATI, A PARTIRE DAL GIORNO STESSO DEL SUO DEPOSITO PRESSO LA CONSOB, ALLE SOCIETA' DEL GRUPPO ANTONVENETA CHE POTRANNO DISTRIBUIRLO AI PROPRIO CLIENTI, ANCHE NON OPERATORI QUALIFICATI, IN RAGIONE DI PREVENTIVI ACCORDI CON INTERBANCA S.p.A.

L'UFFICO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A. INTENDE DARE CONTINUITA' NELLA COPERTURA DELLO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL PRESENTE STUDIO CON FREQUENZA COERENTE CON LA TEMPISTICA DELL'INFORMATIVA CONTABILE PERIODICA E DI EVENTI ECCEZIONALI CHE SI VERIFICHINO NELLA SFERA DI ATTIVITA' DELLA AEDES S.p.A.

SCALA DI RACCOMANDAZIONI DELL'UFFICIO RICERCA DI INTERBANCA S.p.A.
BUY = IL RENDIMENTO TOTALE DEL TITOLO SUL PREZZO DI RIFERIMENTO DEL PRESENTE STUDIO E' PREVISTO SUPERIORE AL 10%
HOLD = IL RENDIMENTO TOTALE DEL TITOLO SUL PREZZO DI RIFERIMENTO DEL PRESENTE STUDIO E' PREVISTO TRA ± 5%
SELL = IL RENDIMENTO TOTALE DEL TITOLO SUL PREZZO DI RIFERIMENTO DEL PRESENTE STUDIO E' PREVISTO INFERIORE A - 10%
ADD/REDUCE = IL RENDIMENTO TOTALE DEL TITOLO SUL PREZZO DI RIFERIMENTO DEL PRESENTE STUDIO E' PREVISTO TRA +/-5% E +/-10%

PRECEDENTI RACCOMANDAZIONI DI INTERBANCA S.p.A. SU AEDES S.p.A.

DATA	RACCOMANDAZIONE
1 marzo 2006	BUY
24 ottobre 2006	BUY