

ANNEX 9

DELOITTE REPORT AND DELOITTE CONFIRMATORY REPORT

BENI STABILI S.P.A. SIIQ

**ANALISI DELLA VALUTAZIONE
PREDISPOSTA DA LAZARD S.R.L. A
SUPPORTO DEL RAPPORTO DI CAMBIO FRA
LE AZIONI DI BENI STABILI S.P.A. SIIQ E LE
AZIONI DI FONCIÈRE DES RÉGIONS SA,
NELL'AMBITO DELLA FUSIONE PER
INCORPORAZIONE DI BENI STABILI S.P.A.
SIIQ IN FONCIÈRE DES RÉGIONS SA**

1 OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO, PRESUPPOSTI E LIMITI, DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il Consiglio di Amministrazione di Foncière des Régions SA ("FdR") in data 19 aprile 2018 ha presentato al Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Beni Stabili" o "la Società" e congiuntamente a FdR "le Società"), società controllata da FdR al 52,4%, una proposta avente ad oggetto una possibile operazione di fusione ("Fusione" o "Operazione") sulla base di un rapporto di cambio pari a 8,5 azioni di FdR ogni 1.000 azioni di Beni Stabili (ex dividendo 2017) ("Rapporto di Cambio").

In data 20 aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione di Beni Stabili ha autorizzato l'avvio delle discussioni con FdR e ha deliberato di nominare Lazard S.r.l. ("Lazard") come *advisor* finanziario ("Advisor") incaricato di redigere la perizia valutativa a supporto della determinazione del rapporto di cambio e di supportare il Consiglio di Amministrazione nella valutazione dei termini e condizioni della potenziale Operazione.

In conseguenza del rapporto di controllo di diritto esistente tra FdR e Beni Stabili, la Fusione si qualifica come Operazione di Maggiore Rilevanza tra Parti Correlate ai sensi del Regolamento CONSOB n. 17221/2010, come successivamente modificato e integrato, e della Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate adottata da Beni Stabili. Pertanto, l'attuazione del suddetto progetto è subordinata, *inter alia*, all'approvazione da parte del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ("Comitato OPC").

A tale riguardo il Comitato OPC nell'ambito delle proprie attività finalizzate all'esame dell'Operazione, avvalendosi della facoltà già riconosciuta dal Consiglio di Amministrazione nella richiamata riunione del 20 aprile 2018, ha designato la stessa Lazard quale consulente incaricato di fornire, a beneficio del Comitato OPC, un parere sulla congruità del Rapporto di Cambio in relazione alla Fusione ("Fairness Opinion"), nonché di prestare ogni ulteriore assistenza da un punto di vista finanziario che si rendesse necessaria per supportare il Comitato OPC nella formulazione del proprio parere sull'Operazione, ferma restando la facoltà del Consiglio di Amministrazione di condividere e fare proprie le conclusioni di Lazard ai fini delle proprie valutazioni.

In tale ambito la Società ha conferito a Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte") l'incarico di effettuare un'analisi della valutazione o "*Valuation Review*" predisposta dall'Advisor al fine di fornire al Comitato OPC elementi di considerazione circa i metodi adottati ed i parametri utilizzati dall'Advisor nella determinazione degli intervalli di valore relativi al Rapporto di Cambio.

La presente relazione ("Relazione") riassume il contenuto delle attività svolte ed illustrate in dettaglio nel documento di supporto allegato agli atti del Comitato OPC.

La Relazione è stata predisposta ad uso esclusivo di Beni Stabili, al fine di fornire uno strumento di supporto al Comitato OPC nell'ambito del processo di emissione del proprio parere in merito alla Fusione, ed allegata agli atti del Comitato OPC stesso.

1.2 Presupposti e limiti dell'incarico

Il presente incarico ha comportato unicamente l'esame dei metodi valutativi adottati dall'Advisor ai fini della determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio per verificarne l'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché della loro corretta applicazione. Deloitte non ha proceduto autonomamente nell'attività di stima del valore delle Società, attività che è stata svolta esclusivamente dall'Advisor.

I documenti e le informazioni da noi utilizzati ai fini dello svolgimento del presente incarico non hanno in ogni caso costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra coerentemente con il mandato ricevuto. Nel corso delle nostre analisi e nella preparazione dei nostri commenti e conclusioni, abbiamo assunto e fatto affidamento sull'accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite dalle Società o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili. Nessuna dichiarazione espressa o implicita né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza di tali informazioni è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella Relazione è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sulla consistenza patrimoniale e sui risultati futuri delle Società.

Qualsiasi considerazione relativa alle metodologie di valutazione adottate dall'Advisor non può, in alcun modo, prescindere dall'impossibilità di prevedere con certezza il verificarsi o meno di eventi futuri. Ogni considerazione espressa da Deloitte in merito alla adeguatezza metodologica delle valutazioni effettuate dall'Advisor non può rappresentare una garanzia del fatto che queste ultime si realizzino in futuro.

Le considerazioni effettuate nella Relazione riflettono i parametri e le condizioni prevalenti nei mercati finanziari ed immobiliare di riferimento e sono quindi soggetti alla variabilità degli stessi. In particolare le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della volatilità dei mercati, particolarmente evidenti nell'attuale contesto economico-finanziario. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. Eventi che si verifichino od operazioni che siano perfezionate successivamente alla data odierna potrebbero incidere sulle conclusioni della presente Relazione e sulle ipotesi utilizzate per elaborarla, senza pertanto alcun obbligo, fatto salvo quanto preventivamente concordato, di aggiornare o rivedere la Relazione tenendo in considerazione tali eventi o operazioni.

La presente Relazione è predisposta sull'assunto che la Fusione sia perfezionata ai termini e alle condizioni di cui alla bozza del merger agreement tra FdR e Beni Stabili ricevuta in data 23 maggio 2018 ("Merger Agreement").

Il Rapporto di Cambio sarà oggetto di una relazione indipendente di congruità che verrà predisposta da un esperto nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ. Le metodologie e i criteri impiegati dall'Advisor ed oggetto delle nostre analisi potrebbero differire, in tutto o in parte, rispetto alle metodologie e ai criteri utilizzati dall'esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ..

Ogni decisione in merito all'Operazione spetta alle parti interessate e le nostre considerazioni non costituiscono in alcun caso una raccomandazione o un suggerimento alla realizzazione e/o approvazione dell'Operazione. Ogni scelta e decisione in merito alla Fusione resta di esclusiva competenza e responsabilità degli organi competenti delle Società.

1.3 Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Relazione sono stati utilizzati i seguenti documenti ed informazioni:

- relazioni finanziarie annuali del Gruppo Beni Stabili al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017 inclusive della relazione della società di revisione;
- relazioni finanziarie annuali del Gruppo Foncière des Régions al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017 inclusive della relazione della società di revisione;
- informazioni e dati storici di natura finanziaria e gestionale delle Società pubblicamente disponibili;
- Opinione di Lazard emessa in data 24 maggio 2018 in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio ("Fairness Opinion") e relative analisi, dettagli di calcolo, dati ed informazioni utilizzati per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio;
- verbali delle riunioni del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Beni Stabili;
- bozza del Merger Agreement;
- comunicati stampa resi al mercato da Beni Stabili e da FdR in relazione alla Fusione;
- andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari di Beni Stabili e di FdR registrato rispettivamente sulla Borsa di Milano (FTSE Italia Mid Cap) e di Parigi (Euronext) ed altre informazioni quali volatilità dei titoli e i volumi di scambio giornalieri, ottenute attraverso banche dati specializzate;

- dati ed informazioni di mercato pubblicamente disponibili ovvero contenuti all'interno di *database* gestiti e aggiornati da Deloitte.

2 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DALL'ADVISOR PER L'INDIVIDUAZIONE DEGLI INTERVALLI DEL RAPPORTO DI CAMBIO

2.1 Descrizione dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor per l'individuazione degli intervalli del rapporto di cambio

La finalità perseguita dall'Advisor è stata quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, focalizzando il proprio esercizio di stima sull'omogeneità e sulla piena comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società considerate singolarmente, e pertanto il risultato di tale esercizio di stima va inteso in termini relativi con esclusivo riferimento all'Operazione.

A tal fine, le due Società sono state valutate individuando i metodi di valutazione per la stima dei valori di Beni Stabili e FdR con riguardo alle caratteristiche distintive delle Società stesse, alla tipologia di operatività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano, applicando tali metodi separatamente ed a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che l'Operazione potrà avere in futuro sulle Società quali, ad esempio, sinergie di costo e di business, o effetti sulla quotazione di mercato di FdR.

In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le Società coinvolte nella Fusione. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano a una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le Società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle Società e della prassi valutativa relativa a operazioni similari in Italia ed all'estero, l'Advisor ha identificato i seguenti metodi di valutazione da utilizzare per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio:

- metodo dei Prezzi di Borsa
- metodo dei Multipli di Borsa
- metodo del NAV
- metodo dei *Target Price* degli analisti finanziari
- metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili

L'indisponibilità di informazioni e dati aggiornati di natura previsionale di medio termine delle Società ha reso non applicabili metodi di natura finanziaria, aspetto peraltro mitigato dal fatto che nel settore immobiliare risulta ampiamente diffusa la metodologia patrimoniale del NAV, metodo analitico al pari di quello finanziario, che, in linea generale, "incorpora" i flussi di cassa prospettici attesi dagli immobili detenuti dalle Società.

2.2 Metodo dei Prezzi di Borsa

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, l'Advisor ha fatto riferimento ai prezzi ufficiali di Borsa (prezzi medi ponderati per i volumi scambiati) dei titoli azionari di Beni Stabili e FdR. In particolare, l'Advisor ha preso in considerazione:

- i prezzi di Borsa registrati dalle Società in data 19 aprile 2018, il giorno precedente alla data in cui FdR ha diffuso al mercato la proposta avente ad oggetto la possibile fusione con Beni Stabili;
- le medie (semplici e ponderate per i volumi di scambio) dei prezzi delle Società nei seguenti orizzonti temporali antecedenti il 20 aprile 2018: 1 mese, 3 mesi, 6 mesi, 9 mesi, 1 anno.

Poiché il Rapporto di Cambio proposto è "ex dividendo 2017", i prezzi di Borsa giornalieri delle Società sono stati rettificati in funzione dei dividendi deliberati sulla base dei risultati del 2017, e pagati nel 2018, da Beni Stabili e FdR pari, rispettivamente, a 0,033€ e 4,5€ per azione.

Sulla base dei valori minimi e massimi sopra esposti, l'Advisor individua un rapporto di cambio in un intervallo compreso tra 7,81 e 8,26 azioni di FdR per ogni 1.000 azioni di Beni Stabili.

2.3 Metodo dei Multipli di Borsa

Per l'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, l'Advisor ha selezionato un campione di riferimento di aziende quotate comparabili costituito da Real Estate Investment Trusts ("REIT") europei operanti principalmente nel comparto degli uffici, principale *asset class* di riferimento delle Società.

La stima del valore del capitale economico delle Società è stata effettuata sulla base dei seguenti moltiplicatori:

- EV/EBITDA, *Earnings yield*, Prezzo/FFO (*Funds From Operations*) e *Dividend yield* calcolati in funzione dei dati prospettici 2018, 2019 e 2020 (stimati sulla base dei dati forniti dagli analisti finanziari - *brokers' consensus*);
- Premio (Sconto) ("P (S)") / NAV calcolato in funzione dei dati di bilancio 2017.

I suddetti multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi di Borsa *spot* e delle medie a tre mesi dei prezzi di Borsa delle società comparabili con riferimento alla data del 22 maggio 2018. Per ogni rapporto stimato è stato successivamente selezionato il valore minimo e quello massimo confrontando le medie e le mediane dei multipli delle società comparabili.

Di seguito sono riportati i multipli stimati dall'Advisor sulla base dell'analisi sopra descritta.

Multipli di Borsa

Multipli di Borsa Sintesi dei multipli	P (S) / NAV	Earnings yield (%)			EV/EBITDA			P/FFO			Dividend yield (%)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Intervallo di valori	(7,5%) (6,5%)	6,0%	6,0%	6,1%	21,9x	21,7x	22,1x	19,0x	17,8x	15,6x	4,3%	4,6%	4,6%
		6,4%	6,4%	6,3%	24,6x	23,5x	22,7x	20,7x	19,2x	18,0x	4,7%	4,9%	4,7%

Fonte: *Fairness Opinion*

I multipli così ottenuti sono stati applicati come segue:

- EV/EBITDA, *Earnings yield*, Prezzo/FFO e *Dividend yield* sono stati applicati ai rispettivi parametri prospettici 2018, 2019 e 2020 delle Società stimati sulla base del *consensus* degli analisti finanziari rilevato dopo l'annuncio dei risultati del 2017;
- P (S) / NAV sono stati applicati all'EPRA NAV 2017 delle Società al netto dei dividendi pagati nel 2018.

Di seguito si riporta la sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Borsa:

Sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Borsa

Descrizione del multiplo	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
P / (S) NAV	8,88x	9,06x
Earnings yield	7,40x	8,18x
EV/EBITDA	5,51x	7,52x
P/FFO	6,93x	8,44x
Dividend yield	7,43x	8,24x

Fonte: *Fairness Opinion*

2.4 Metodo del NAV

Il metodo patrimoniale del NAV è stato applicato dall'Advisor sulla base dell'EPRA NAV e dell'EPRA NNNAV del 2017 delle Società, aggiustato in funzione dei dividendi pagati nel 2018. Le suddette grandezze patrimoniali incorporano la valutazione a *market value* dei portafogli immobiliari detenuti dalle due Società effettuata dai rispettivi Esperti Indipendenti.

Ai fini dell'applicazione del metodo, l'Advisor ha tenuto conto dello sconto medio implicito nei prezzi di Borsa rispetto ai relativi NAV registrato per i REIT operanti in Italia e in Francia. Tale sconto è stato calcolato su un orizzonte temporale di 1 anno sulla base degli indici EPRA NAREIT Italia e EPRA NAREIT Francia.

Di seguito si riporta la sintesi dei risultati del metodo del NAV:

Sintesi dei risultati del metodo del NAV

Descrizione	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
NAV	7,14x	8,92x
NNNAV	7,75x	9,68x

Fonte: *Fairness Opinion*

2.5 Metodo dei Target Price degli analisti finanziari

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, l'Advisor ha preso in considerazione i *target price* espressi dagli analisti di primarie istituzioni finanziarie. In termini di orizzonte temporale, sono stati considerati i *target price* pubblicati tra la data di presentazione dei risultati 2017 per le due Società e il giorno antecedente il 20 aprile 2018 ("Data di Annuncio").

L'Advisor ha tenuto conto sia del campione completo di *target price* sopra descritto e sia del campione ristretto costituito dai *target price* espressi da analisti finanziari che seguono entrambe le Società.

La tabella che segue illustra i risultati dell'applicazione del metodo:

Sintesi dei risultati del metodo dei Target Price degli analisti finanziari

Campione	Rapporto di cambio	
	Media	Mediana
Completo	7,91x	8,14x
Analisti che seguono entrambi i titoli	7,77x	7,71x

Fonte: *Fairness Opinion*

Sulla base dei valori minimi e massimi sopra esposti, l'Advisor individua un rapporto di cambio in un intervallo compreso tra 7,71 e 8,14 azioni di FdR per ogni 1.000 azioni di Beni Stabili.

2.6 Metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

L'Advisor, ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili, ha selezionato un campione di transazioni aventi ad oggetto REIT europei avvenute negli ultimi 10 anni ed i seguenti moltiplicatori:

- P (S) / NAV;
- P (S) / Prezzo spot della società target alla data di annuncio della transazione;
- P (S) / Prezzo medio della società target a tre mesi dalla data di annuncio della transazione.

I suddetti multipli sono stati calcolati attraverso due approcci:

- calcolo dei multipli sulla base del campione selezionato sulla base dei criteri sopra descritti e applicazione degli stessi ad entrambe le Società;
- calcolo dei multipli sulla base di un campione ristretto che prende in considerazione solo le transazioni che hanno coinvolto aziende target di cui l'acquirente aveva il controllo ("*parent/subsidiary*") e applicazione degli stessi unicamente a Beni Stabili. FdR in tale approccio è stata valorizzata sulla base del prezzo di Borsa spot nel giorno precedente alla Data di Annuncio.

Per ogni rapporto indicato è stato selezionato il valore minimo e quello massimo sulla base delle medie e mediane dei multipli delle società comparabili. I multipli così ottenuti sono stati applicati come segue:

- P (S) / NAV è stato applicato al NAV 2017 delle Società;
- P (S) / Prezzo spot è stato applicato al prezzo spot delle Società del giorno antecedente alla Data di Annuncio;
- P (S) / Prezzo medio 3 mesi è stato applicato al prezzo medio ponderato per i volumi delle Società dei 3 mesi antecedenti alla Data di Annuncio.

Le tabelle che seguono illustrano i risultati derivanti dal metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Sintesi dei risultati del metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

Campione	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
Completo	7,85x	8,66x
Parent / Subsidiary	7,56x	9,15x

Fonte: Fairness Opinion

3 ANALISI SVOLTE

L'obiettivo dell'incarico conferito a Deloitte è l'esame delle valutazioni delle Società predisposte dall'Advisor per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio.

In particolare il nostro lavoro è consistito in un'analisi del percorso logico seguito dall'Advisor per la stima del valore economico delle Società, ossia dell'approccio valutativo seguito, delle metodologie adottate nonché dei parametri valutativi applicati. Le nostre analisi in tale ambito hanno tenuto conto dei principi professionali di riferimento per tali attività, nonché di quanto comunemente previsto dalla prassi e dalla dottrina.

Nella fattispecie, abbiamo svolto le seguenti attività:

- analisi della coerenza logica delle metodologie adottate per la stima del valore economico delle Società con le loro caratteristiche strutturali e di mercato;
- analisi della ragionevolezza e appartenenza a valori medi di mercato e in uso nella prassi dei parametri economico-finanziari posti alla base delle valutazioni;
- *re-performance* del processo analitico svolto nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, con particolare riferimento alla correttezza, alla completezza ed all'accuratezza con cui le assunzioni di base sono state utilizzate ed applicate.

Nello specifico, ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- incontrato la Direzione di Beni Stabili e condotto approfondimenti con l'Advisor che ci ha illustrato le metodologie adottate, nonché le ipotesi di valutazione e fornito le prime analisi di dettaglio;
- svolto una lettura critica di:
 - Fairness Opinion e relative analisi, dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dall'Advisor stesso e da questo utilizzati per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio;
 - verbali delle riunioni del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Beni Stabili;
 - bozza del Merger Agreement;
- analizzato le informazioni ed i dati storici di natura finanziaria e gestionale delle Società pubblicamente disponibili;

- discusso con l'Advisor il procedimento utilizzato per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio determinati mediante l'applicazione dei metodi valutativi dei prezzi di Borsa, dei multipli di Borsa, dei multipli di transazioni, dei prezzi *target* degli analisti finanziari e del NAV;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare gli intervalli del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dall'Advisor con le fonti di riferimento;
- effettuato analisi sull'andamento delle quotazioni di borsa e dei volumi di negoziazione delle Società nei dodici mesi antecedenti la Data di Annuncio allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione alle considerazioni dell'Advisor circa l'applicazione del metodo dei prezzi di Borsa;
- effettuato la *re-performance*, sulla base dei file di dettaglio ricevuti, dei metodi di valutazione applicati dall'Advisor per la valutazione di Beni Stabili e FdR al fine di verificarne la correttezza matematica delle formule utilizzate;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli del Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor per la stima del valore di Beni Stabili e FdR, al fine di analizzare quanto gli intervalli del Rapporto di Cambio siano influenzabili da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi; si evidenzia che tali analisi sono effettuate unicamente al fine di verificare la sensibilità degli intervalli del Rapporto di Cambio al variare dei parametri identificati, e pertanto non sono finalizzate ad essere utilizzate quale riferimenti valutativi assoluti;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

4 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI E PARAMETRI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DALL'ADVISOR PER L'INDIVIDUAZIONE DEGLI INTERVALLI DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Preliminarmente rileviamo che l'Advisor, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, ha privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della individuazione di un intervallo di rapporti di cambio. Per tale finalità, peraltro, l'Advisor ha dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione.

Si ritiene, infatti, opportuno ribadire che la finalità del procedimento valutativo dell'Advisor è quella di determinare un rapporto di cambio basato sui valori relativi delle singole Società oggetto della Fusione, attraverso l'applicazione di metodi omogenei. Tali valori non possono pertanto essere utilizzati come valori assoluti per finalità diverse.

Sulla base delle analisi condotte, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni di dettaglio al riguardo:

- i metodi adottati dall'Advisor per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte dell'Advisor di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una completezza di analisi nell'individuazione del *range* di rapporti di cambio;

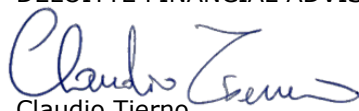
- le valutazioni sono state svolte su base *stand-alone* e non tengono conto di sinergie di alcun tipo che potrebbero derivare dalla Fusione, in linea con la prevalente prassi valutativa per contesti similari;
- l'indisponibilità di informazioni e dati aggiornati di natura previsionale di medio termine delle Società non ha reso applicabili metodi di natura finanziaria, aspetto peraltro mitigato dal fatto che nel settore immobiliare risulta ampiamente diffusa la metodologia patrimoniale del NAV, metodo analitico al pari di quello finanziario, che, in linea generale, "incorpora" i flussi di cassa prospettici attesi dagli immobili detenuti dalle Società;
- nel contesto di società immobiliari con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto, le metodologie delle quotazioni di borsa e di tipo patrimoniale (NAV e NNNAV), cui l'Advisor ha fatto ricorso, risultano allo stato attuale tra quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base e sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali;
- l'identificazione di un campione di società comparabili, nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, pur tenendo conto dei limiti di comparabilità evidenziati dall'Advisor, è stata effettuata attraverso un processo razionale;
- la scelta dell'Advisor, secondo cui i metodi adottati non devono essere analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico, appare, nelle circostanze, ragionevole e coerente con la prassi valutativa; tale aspetto assume maggiore rilevanza per i metodi che assumono una certa valenza se analizzati non singolarmente, ma come parte di un processo valutativo unico comprendente una pluralità di metodi;
- l'Advisor ha ritenuto che tutti i metodi utilizzati fossero, nelle specifiche circostanze, in grado di fornire il medesimo contenuto informativo ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e non ha quindi ritenuto che alcuni di essi dovessero essere considerati come metodi principali e altri come metodi di raffronto; la pari dignità assegnata ai metodi principali utilizzati dall'Advisor nell'individuazione degli intervalli di valori di riferimento non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa, pur sempre caratterizzati da soggettività, nell'ambito delle suddette metodologie principali.

5 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrato nella presente relazione, riteniamo che la scelta e l'applicazione delle metodologie di valutazione effettuate dall'Advisor per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio tra le due Società, risultano adeguate, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie.

La presente relazione è stata redatta ad uso esclusivo della Società, pertanto la stessa non potrà essere portata a conoscenza, anche parzialmente, di terzi, o usata per finalità diverse da quelle indicate, fatto salvo il caso che ciò sia preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte. In ogni caso la presente relazione potrà essere legittimamente divulgata in caso di richiesta proveniente da autorità governative od altri organi di controllo ovvero in quanto espressamente previsto ai sensi di legge anche in applicazione della normativa in materia di operazioni con parti correlate.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.


Claudio Tierno
Partner

Milano, 24 maggio 2018



This is a courtesy translation of the document issued in Italian. This translation has no legal effect and we make no representation as to (and accept no liability in respect of) the accuracy of the translation. In case of discrepancies between the Italian version and this translation, the Italian version shall prevail.

BENI STABILI S.P.A. SIIQ

ANALYSIS OF THE VALUATION PREPARED BY LAZARD S.R.L. IN ORDER TO SUPPORT THE EXCHANGE RATIO BETWEEN SHARES OF BENI STABILI S.P.A. SIIQ AND SHARES OF FONCIÈRE DES RÉGIONS SA, WITHIN THE MERGER OF BENI STABILI S.P.A. SIIQ INTO FONCIÈRE DES RÉGIONS SA

1 OBJECTIVE AND PURPOSE OF THE ASSIGNMENT, CONDITIONS AND LIMITATIONS, DOCUMENTATION USED

1.1 Objective and purpose of the assignment

On April 19th, 2018, the Board of Directors of Foncière des Régions SA ("FdR") submitted to the Board of Directors of Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Beni Stabili" or "the Company" and jointly with FdR the "Companies"), a company controlled by FdR, a proposal concerning a possible merger of the two companies ("Merger" or "Transaction") on the basis of an exchange ratio of 8.5 FdR shares per 1,000 shares of Beni Stabili (ex dividend 2017) ("Exchange Ratio").

On April 20th, 2018, the Board of Directors of Beni Stabili authorized to start discussions with FdR and appointed Lazard S.r.l. ("Lazard") as the financial advisor ("Advisor") in order to support them in the determination of the exchange ratio and to support the Board of Directors in assessing the terms and conditions of the potential transaction.

Due to the relationship between FdR and Beni Stabili, the Merger qualifies as a Relevant Transaction between Related Parties (Operazione di Maggiore Rilevanza tra Parti Correlate) pursuant to the provision of CONSOB Regulation no. 17221/2010, as subsequently amended and supplemented, and the Procedure for the regulation of Transactions with Related Parties adopted by Beni Stabili. Therefore, the implementation of the aforementioned project is subject, *inter alia*, to the approval by the Related Party Transactions Committee ("OPC Committee").

The OPC Committee appointed Lazard as their advisor to provide the OPC Committee with an opinion on the fairness of the Exchange Ratio in relation to the Merger ("Fairness Opinion"), as well as to provide any further assistance from a financial point of view that would be necessary to support the OPC Committee.

In this regard, the Company has appointed Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte") to provide an analysis on the valuation ("Valuation Review") prepared by the Advisor in order to provide the OPC Committee with elements regarding the methods adopted and the parameters used by the Advisor in estimating the range of values related to the Exchange Ratio.

This report ("Report") summarizes the outcome of our analysis, the details of which are included in the supporting document provided to the OPC Committee.

The Report has been prepared for the exclusive use of Beni Stabili, in order to assist the OPC Committee as part of the process of issuing its opinion on the Merger.

1.2 Conditions and limits of the assignment

The scope of our work is the analysis of the valuation methods adopted by the Advisor to estimate the range of the Exchange Ratio. Deloitte did not proceed with the estimate of the value of the Companies, which was carried out by the Advisor.

The information and data utilized throughout our activities have not been verified, checked for accuracy and completeness, or audited by Deloitte, consistently with the scope of this engagement. Our work, therefore, has been performed assuming the accuracy, completeness, and reasonableness of the information and data utilized. The recipients of the Report should be aware that we make no explicit or implicit statement and give no guarantee as to the accuracy, completeness and reasonableness of the information contained in the Report, and that no part of the Report is to be or can be interpreted as an assurance or an estimate of future results, or interpreted as a promise on, or an indication of, the future performance or value of the Companies.

The considerations made in the Report reflect the parameters and conditions prevailing in the financial and real estate markets and are therefore subject to the variability of the same. In particular, the stock prices, although representing values expressed by the market, are subject to fluctuations, which may be significant, due to market volatility, particularly in the current economic-financial context. In addition, speculative pressures and unpredictable factors, not related to the economic and financial prospects of the individual companies, may also influence the performance of the securities.

Events or circumstances occurring after the date hereof may affect the conclusions of this Report and the assumptions on which they are based. We do not assume any obligation, unless previously agreed, to update or revise the Report taking into account such events or circumstances.

This Report is prepared on the assumption that the Merger is completed under the terms and conditions set forth in the draft merger agreement between FdR and Beni Stabili received on 23 May 2018 ("Merger Agreement").

The Exchange Ratio will be the subject of an independent report to be issued by the independent experts appointed within the meaning of article 2501-sexies of the Italian civil code. The methodologies and criteria utilized by the Advisor, and analyzed by us, may differ, in whole or in part, from the methodologies and criteria used by the independent experts appointed within the meaning of article 2501-sexies of the Italian civil code.

Any decision regarding the Transaction remains within the competence of the parties involved and our considerations do not constitute in any case a recommendation or a suggestion for the implementation and / or approval of the Transaction. Every decision regarding the Merger remains the sole responsibility of the Companies.

1.3 Documentation used

For the purpose of preparing the Report the following documents and information have been used:

- annual financial reports of the Beni Stabili Group at December 31, 2015, 2016 and 2017 including the independent auditors' report;
- annual financial reports of the Foncière des Régions Group at December 31, 2015, 2016 and 2017 including the independent auditors' report;
- historical and financial information and publicly available data;
- fairness opinion issued by Lazard on 24 May 2018 regarding the fairness, from a financial point of view, of the Exchange Ratio ("Fairness Opinion") and related analyses, calculation details, data and information used to estimate the range of the Exchange Ratio;
- minutes of the meetings of the Beni Stabili Committee for Transactions with Related Parties;
- draft of the Merger Agreement;
- press releases of Beni Stabili and FdR in relation to the Merger;
- trends in the market prices of Beni Stabili and FdR shares on the Milan Stock Exchange (FTSE Italia Mid Cap) and Paris (Euronext) respectively, and other information such as securities volatility and daily trading volumes, obtained through specialized databases;
- publicly available data and market information contained in databases maintained and updated by Deloitte.

2 METHODS ADOPTED BY THE ADVISOR FOR IDENTIFYING THE RANGE OF THE EXCHANGE RATIO

2.1 Description of the evaluation methods adopted by the Advisor for the identification of the range of the Exchange Ratio

The aim pursued by the Advisor was to express a comparative estimate of the values of the Companies, focusing its estimate on the homogeneity and full comparability of the methods adopted, and therefore the result of this estimate exercise must be understood in relative terms with exclusive reference to the Transaction.

Consequently, the values of the Companies were estimated by identifying the valuation methods with regard to the distinctive characteristics of the Companies themselves and the reference markets in which they operate, and by applying these methods separately and regardless of the effects that the Transaction may have on companies in the future, such as cost and business synergies or effects on the market prices.

In general, the principle used for the valuations of the Company for the purpose of identifying exchange ratios is based on the homogeneity of the criteria of the analysis and estimates of the Companies involved in the Merger. This entails the selection of criteria and methods that respond to the same valuation logic and that are more appropriate for the companies being valued, taking into account the differences that characterize them, in order to propose comparable values for the determination of exchange ratios.

In this case, in light of the Companies' operations and the valuation best practices considering similar transactions in Italy and abroad, the Advisor has identified the following valuation methods to be used for the determination of the Exchange Ratio intervals:

- Market Prices Analysis
- Trading Multiples Analysis
- NAV Analysis
- Target Price Analysis
- Precedent Transaction Multiples Analysis

The unavailability of up-to-date medium-term forecast information and of the Companies' data has made the discounted cash flow analysis method inapplicable. This aspect however is mitigated by the fact that in the real estate sector the NAV's equity method is widely used and generally the NAV of the Companies considers the expected future cash flows deriving from the properties owned by the Companies.

2.2 Market Prices Analysis

For the purposes of applying the method in question, the Advisor referred to the official stock exchange prices (volume weighted average prices) of the Beni Stabili and FdR shares. In particular, the Advisor took into consideration:

- the market prices registered by the Companies on 19 April 2018, the day before the date on which FdR disclosed to the market the proposal concerning the possible merger with Beni Stabili;
- the average prices (simple and volume weighted) of the Companies in the following time horizons prior to April 20, 2018: 1 month, 3 months, 6 months, 9 months, 1 year.

Since the proposed Exchange Ratio is "ex dividend 2017", the daily market prices of the Companies have been adjusted according to the dividends based on the 2017 net results, paid in 2018, by Beni Stabili and FdR, respectively equals to € 0.033 and € 4.5 per share.

On the basis of the results obtained from the application of the market prices methodology, the Advisor derived a range of values between 7.81 and 8.26 FdR shares for every 1,000 Beni Stabili shares.

2.3 Trading Multiples Analysis

For the application of the Trading Multiples method, the Advisor selected a sample of comparable listed companies consisting of European Real Estate Investment Trusts ("REITs") operating mainly in the office sector, the main asset class owned by the Companies. In particular the value of the Companies was estimated on the basis of the following multiples:

- EV / EBITDA, Earnings yield, Price / FFO (Funds From Operations) and Dividend yield calculated on the basis of prospective data 2018, 2019 and 2020 (estimated on the basis of data provided by financial analysts - brokers' consensus);
- Premium (Discount) ("P (D)") / NAV calculated on the basis of the 2017 financial reports data.

The multiples have been calculated on the basis of the spot market prices and the three-month average market prices of comparable companies with reference to 22 May 2018. For each estimated ratio, the minimum and maximum values were selected by comparing the average and median of the multiples of comparable companies.

The following are the multiples estimated by the Advisor based on the analysis described above.

Trading Multiples Analysis

Trading Multiples Valuation method	P (D) / NAV	Earnings yield (%)			EV/EBITDA			P/FFO			Dividend yield (%)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Range of values	(7.5%) (6.5%)	6.0%	6.0%	6.1%	21.9x	21.7x	22.1x	19.0x	17.8x	15.6x	4.3%	4.6%	4.6%
		6.4%	6.4%	6.3%	24.6x	23.5x	22.7x	20.7x	19.2x	18.0x	4.7%	4.9%	4.7%

Source: Fairness Opinion

The multiples thus obtained were applied as follows:

- EV / EBITDA, Earnings yield, Price / FFO and Dividend yield multiples were applied to the respective forecast parameters 2018, 2019 and 2020 of the Companies estimated on the basis of the consensus of financial analysts recorded after the announcement of the 2017 results;
- P (D) / NAV was applied to the companies' EPRA NAV 2017, net of dividends paid in 2018.

The following is a summary of the results of the Trading Multiples method:

Summary of the results from Trading Multiples Analysis

Valuation method	Implied Exchange Ratio	
	Min	Max
P / (D) NAV	8.88x	9.06x
Earnings yield	7.40x	8.18x
EV/EBITDA	5.51x	7.52x
P/FFO	6.93x	8.44x
Dividend yield	7.43x	8.24x

Source: Fairness Opinion

2.4 NAV Analysis

The NAV's equity method was applied by the Advisor on the basis of the 2017 EPRA NAV and NNNAV of the Companies, adjusted according to the dividends paid in 2018. The NAV and NNNAV of the Companies reflect the fair market values of the properties owned by the Companies estimated by their respective Independent Experts.

For the purpose of applying the method, the Advisor took into account the differences between the reference geographical markets of the two Companies in terms of ratio between market prices and NAV. Consequently, the average 1 year historical discount to NAV for Italy and France (on the basis of the EPRA NAREIT Italy and EPRA NAREIT France indices) has been applied to Beni Stabili and FdR, respectively.

The following is a summary of the results of the NAV method:

Summary of the results from NAV Analysis

Valuation method	Implied Exchange Ratio	
	Min	Max
NAV	7.14x	8.92x
NNNAV	7.75x	9.68x

Source: Fairness Opinion

2.5 Target Price Analysis

For the scope of applying the Target Price method, the Advisor took into consideration the target prices expressed by the equity analysts. In terms of time horizon, the Advisor considered the price targets published between the date of presentation of the 2017 results for the two Companies and the day prior to 20 April 2018 ("Date of Announcement").

The Advisor took into account both the complete sample of the target prices described above and a sample including the target prices expressed by financial analysts who follow both Companies.

The table below shows the results of the method:

Summary of the results from Target Price Analysis

Broker Consensus	Implied Exchange Ratio	
	Average	Median
Full sample	7.91x	8.14x
Brokers Covering Both Companies	7.77x	7.71x

Source: Fairness Opinion

On the basis of the results obtained from the Target Price analysis, the Advisor derived a range of values between 7.71 and 8.14 FdR shares for every 1,000 Beni Stabili shares.

2.6 Precedent Transaction Multiples Analysis

Considering the Precedent Transaction Multiples method, the Advisor has selected a sample of European REIT transactions over the last 10 years and the following multiples:

- P (D) / NAV;
- P (D) / Spot price of the target company at the date of announcement of the transaction;
- P (D) / Average price of the target company three months from the date of the announcement of the transaction.

The multiples were calculated through two approaches:

- calculation of multiples based on the sample selected on the basis of the criteria described above and application of the same to both Companies;
- calculation of multiples based on a sample that only takes into account transactions involving target companies that the acquirer had control over ("parent / subsidiary") and application of the results only to Beni Stabili, whilst FdR value in this approach was estimated on the basis of the spot exchange price on the day before the Announcement Date.

For each ratio indicated, the minimum and maximum values were selected on the basis of the average and median of the multiples of the comparable companies. The multiples thus obtained were applied as follows:

- P (D) / NAV was applied to the 2017 NAV of the Companies;
- P (D) / Spot price was applied to the spot price of the Companies on the day prior to the Announcement Date;
- P (D) / Average 3 month price has been applied to the weighted average price for the volumes of the Companies of the 3 months prior to the Announcement Date.

The following tables illustrate the results of the Precedent Transactions Multiples method:

Summary of the results from the Transaction Multiples Analysis

Sample	Implied Exchange Ratio	
	Min	Max
General Sample	7.85x	8.66x
Parent-to-Subsidiary Sample	7.56x	9.15x

Source: Fairness Opinion

3 OUR ANALYSIS

The scope of our work is to analyze the evaluations of the Companies prepared by the Advisor for the estimate of the Exchange Ratio ranges.

In particular, we carried out our analysis, considering the professional principles, best practices and market standards, on the process used by the Advisor to estimate the value of the Companies, on the evaluation approach followed, on the methodologies adopted and the parameters applied.

In particular, we have carried out the following activities:

- analysis of the consistency of the methods used to estimate the value of the Companies with their operating and market characteristics;
- analysis of whether the economic-financial parameters underlying the Advisor estimates were in line with average market values;
- re-performance of the process carried out in the application of the selected valuation methodologies, with particular reference to the correctness, completeness and accuracy with which the basic assumptions have been used and applied;
- held meetings with the Management of Beni Stabili and conducted in-depth analyses with the Advisor who illustrated the methodologies and assumptions used;
- performed a critical analysis of:
 - Fairness Opinion and related analysis, calculation details, data and information obtained from the Advisor and used by the Advisor itself for the estimate of the Exchange Ratio ranges;
 - minutes of the meetings of the Beni Stabili Related Party Transactions Committee;
 - draft of the Merger Agreement;
- analysis of the historical and financial information and publicly available data;
- discussed with the Advisor the procedure used to estimate the exchange ratio ranges determined by applying the valuation methods of market price analysis, trading market multiples, precedent transaction market multiples, target prices of financial analysts and NAV;
- considering the elements necessary to ascertain whether these methods were technically appropriate, in the specific circumstances, to estimate the intervals of the Exchange Ratio;
- analysis of the consistency of the data used by the Advisor with the reference sources;
- analysis of the stock prices and trading volumes of the Companies in the twelve months prior to the Announcement Date in order to understand the liquidity of the security and the volumes traded, in order to analyze the application of the market price analysis method;
- re-performance analysis, on the basis of the detailed files received, of the methods applied by the Advisor for the values' estimates of Beni Stabili and FdR in order to analyze the mathematical correctness of the formulae used;
- analyzed the arithmetic correctness of the calculation of the ranges of the Exchange Ratio resulting from the application of the valuation methods adopted by the Advisor;
- developed a sensitivity analysis on the main parameters used by the Advisor to estimate the value of Beni Stabili and FdR, in order to analyze the impact of the changes in such parameters on the ranges of the Exchange Ratio; it should be noted that these analyses are carried out for the sole purpose of analysing the sensitivity of the Exchange Ratio ranges on the variation of the parameters identified, and therefore are not intended to be used as an estimate of the value of the Companies or of the ranges of the Exchange Ratio;

- received a representation from the Company on the data and information made available to us during our assignment and, as of the date hereof, to the best of their knowledge, there are no significant elements, issues or changes on the reference data related to the Transaction to be taken into consideration.

4 COMMENTS ON THE METHODS AND EVALUATION PARAMETERS ADOPTED BY THE ADVISOR FOR THE ESTIMATE OF THE RANGES OF THE EXCHANGE RATIO

Preliminarily, we underline that the Advisor, in line with the purposes of the valuation carried out, has selected valuation methods to express comparable values for the Companies, for the purpose of identifying a range of exchange ratios. For this purpose, however, the Advisor has given importance to the principle of valuation homogeneity, generally required in similar transactions.

We deem as appropriate to point out that the purpose of the Advisor evaluation process is to estimate an exchange ratio based on the relative values of the individual Companies involved in the Merger, through the application of homogeneous methods. These values can not therefore be used as values of each single company for different purposes.

On the basis of the analyzes carried out, please find below our main considerations:

- the methods adopted by the Advisor for the determination of the value of the Companies are commonly accepted and used, both nationally and internationally, to estimate the value in companies operating in the related sector. The values of the Companies have been estimated using different methods, following a commonly used approach. In particular, the Advisor's adoption of a plurality of methodologies enabled them to achieve a thorough analysis in identifying the range of exchange ratios;
- the assessments were carried out on a stand-alone basis and do not take into account synergies of any kind that could derive from the Merger, in line with the prevailing valuation practice for similar contexts;
- the unavailability of up-to-date medium-term forecasting information and data of the Companies did not make discounted cash flow analysis applicable. This aspect however is mitigated by the fact that in the real estate sector the NAV's equity method is widely used and generally the NAV of the Companies considers the expected future cash flows deriving from the properties owned by the Companies;
- in the real estate sector and considering listed companies similar to those analyzed, the methods of the market price analysis and the NAV (and NNNAV) analysis, used by the Advisor, are currently among the most used methodologies, considering their basic theoretical principles and that they are commonly used and known by investors, experts and international observers;
- the selection of a sample of comparable companies, as well as of the multiples adopted for the application of the market multiples method, taking into account the limit of comparability highlighted by the Advisor, was carried out through a rational process;
- the selection of the Advisor, according to which the methods adopted should not be analyzed individually but considered as a whole valuation process, appears, in the circumstances, reasonable and consistent with the valuation practice; this aspect assumes greater importance for the methods which assume a certain value if not analyzed individually, but as part of a whole evaluation process comprising a plurality of methods;
- the Advisor deemed as appropriate to consider that all the methods were able to provide the same information for the scope of determining the ranges of Exchange Ratio and therefore did not consider that some of them should be considered as primary methods and other methods as secondary; this approach allowed the Advisor to not identify criteria of relative importance within the main methodologies, which are often characterized by subjectivity.

5 CONCLUSIONS

On the basis of the documentation examined and the procedures indicated above, and taking into account the nature and scope of our work, as illustrated in the Report, we believe that the selection and application of the valuation methodologies carried out by the Advisor for the estimate of the ranges of the Exchange Ratio between the Companies are adequate, as, in the specific circumstances, reasonable and non-arbitrary.

This report has been prepared for the exclusive use of the Company only for the purposes stated above, therefore it shall not be divulged to third parties and may not be used or relied upon by any third party without Deloitte's prior written consent, unless previously agreed. This report may be used for compliance with regulatory or legal proceedings, for compliance with Related Party regulatory provisions or in case of inquiries from relevant Authorities, which cannot be unlawfully withheld.

This is a courtesy translation of the document issued in Italian. This translation has no legal effect and we make no representation as to (and accept no liability in respect of) the accuracy of the translation. In case of discrepancies between the Italian version and this translation, the Italian version shall prevail.

Milano, 18 luglio 2018

Spettabile
Beni Stabili S.p.A. SIIQ
Via Piemonte, 38
00187 – Roma

Alla cortese attenzione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Egregi Signori,

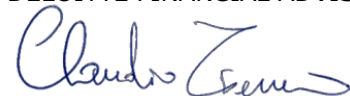
facciamo riferimento alla nostra relazione del 24 maggio 2018 ("Relazione") nella quale sono ripilotate le conclusioni relative all'analisi effettuate in merito alla valutazione predisposta da Lazard S.r.l. ("Advisor") a supporto del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") fra le azioni di Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Società") e le azioni di Foncière des Régions SA, nell'ambito della fusione per incorporazione di Beni Stabili S.p.A. SIIQ in Foncière des Régions SA.

E' stato rappresentato dalla Società, in data 18 luglio 2018, che dal 24 maggio 2018 alla data odierna non si è verificato alcun evento che influenzi o possa influenzare il contenuto della Relazione, ivi inclusi i dati, le informazioni o le ipotesi in cui si fa riferimento nella Relazione stessa, oppure la situazione economico-finanziaria, il business, le attività o passività o prospettive di Beni Stabili S.p.A. SIIQ e delle società sue controllate, ad eccezione di quanto contenuto nella bozza di Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018 e nella bozza di presentazione "1H2018 Results" che ci sono state trasmesse in data 13 luglio 2018, e di Foncière des Régions SA e delle società sue controllate, ad eccezione di quanto contenuto nella presentazione dei risultati al 30 giugno 2018 predisposta per l'Audit Committee di quest'ultima che ci è stata trasmessa in data 12 luglio 2018.

Sulla base di quanto precede e delle ipotesi, presupposti e limiti del nostro incarico contenuti nella Relazione, ivi richiamati anche avuto riguardo ai sopra citati dati del 30 giugno 2018, confermiamo, alla data odierna, le conclusioni esposte nella Relazione.

La presente lettera è stata redatta ad uso esclusivo della Società, pertanto la stessa non potrà essere portata a conoscenza, anche parzialmente, di terzi, o usata per finalità diverse da quelle indicate nella Relazione, fatto salvo il caso che ciò sia preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte. In ogni caso la presente lettera potrà essere legittimamente divulgata in caso di richiesta proveniente da autorità governative od altri organi di controllo ovvero in quanto espressamente previsto ai sensi di legge anche in applicazione della normativa in materia di operazioni con parti correlate.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Claudio Tierno
Partner

Bologna Milano Padova Roma Torino

Sede Legale: Via Tortona, 25 – 20144 Milano - Capitale Sociale: di Euro 2.237.490,00 i.v.
Codice Fiscale/Registro delle Imprese Milano n. 03644260964 – R.E.A. Milano n. 1690763 | Partita IVA: IT 03644260964

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.

© Deloitte Financial Advisory S.r.l.



FS 575822

This is a courtesy translation of the document issued in Italian. This translation has no legal effect and we make no representation as to (and accept no liability in respect of) the accuracy of the translation. In case of discrepancies between the Italian version and this translation, the Italian version shall prevail.

Milan, 18 July 2018

Beni Stabili S.p.A. SIIQ

Via Piemonte, 38
00187 – Roma

To the kind attention of the Related Party Transactions Committee

Dear Sirs,

reference is hereby made to the report dated 24 May 2018 ("Report") which contains the conclusions related to our analysis of the valuation prepared by Lazard S.r.l. ("Advisor") in order to support the exchange ratio between shares of Beni Stabili S.p.A. SIIQ ("Company") and shares of Foncière des Régions SA, within the merger of Beni Stabili S.p.A. SIIQ into Foncière des Régions SA.

By letter dated 18 July 2018, the Company has confirmed to us that from May 24, 2018 until the date thereof, no event has occurred which has affected or could affect the contents and the conclusions of our Report and any of the data, information or assumptions made available to us, or the economic-financial situation, the business, the assets or liabilities or prospects of Beni Stabili S.p.A. SIIQ and/or any of its subsidiaries, other than what is included in the draft financial report as at 30 June 2018 and the draft presentation "1H2018 Results", sent on the 13th July 2018, and of Foncière des Régions SA and/or any of its subsidiaries, other than what is included in the presentation of the 30 June 2018 economic and financial results prepared for its Audit Committee, sent on 12th July 2018.

Based on and subject to the foregoing as well as all of the terms, conditions, assumptions and limits of our assignment contained in our Report, all of which are fully applicable to the present letter, we confirm, as of the date hereof, the conclusions contained in the Report.

This letter has been prepared for the exclusive use of the Company, therefore it shall not be divulged to third parties and may not be used or relied upon by any third party without Deloitte's prior written consent, unless previously agreed, which cannot be unlawfully withheld. This letter may be used for compliance with regulatory or legal proceedings, for compliance with Related Party regulatory provisions or in case of inquiries from relevant Authorities.

Bologna Milano Padova Roma Torino

Sede Legale: Via Tortona, 25 – 20144 Milano - Capitale Sociale: di Euro 2.237.490,00 i.v.
Codice Fiscale/Registro delle Imprese Milano n. 03644260964 – R.E.A. Milano n. 1690763 | Partita IVA: IT 03644260964

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.

© Deloitte Financial Advisory S.r.l.

