



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.

20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29

praxi.milano@praxi.com - www.praxi.com

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spettabile

BENI STABILI GESTIONI S.p.A. SGR

Via Piemonte, 38

00187 ROMA

Milano, 15 Gennaio 2013
Ns. Rif. LM/val 13.7883

Facendo seguito all'incarico affidatoci ed in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 08/05/2012 e s.m.i., Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti), dal DM 228 del 24/5/1999 e s.m.i. (Art. 17) e dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia/Consob del 29/7/2010, abbiamo effettuato, in qualità di Esperto indipendente, la valutazione del Valore di Mercato del patrimonio immobiliare in capo al **FONDO "IMMOBILIUM 2001"**, con riferimento alla data del 31 Dicembre 2012.

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") – edizione 2012. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [Firm n° 710985].

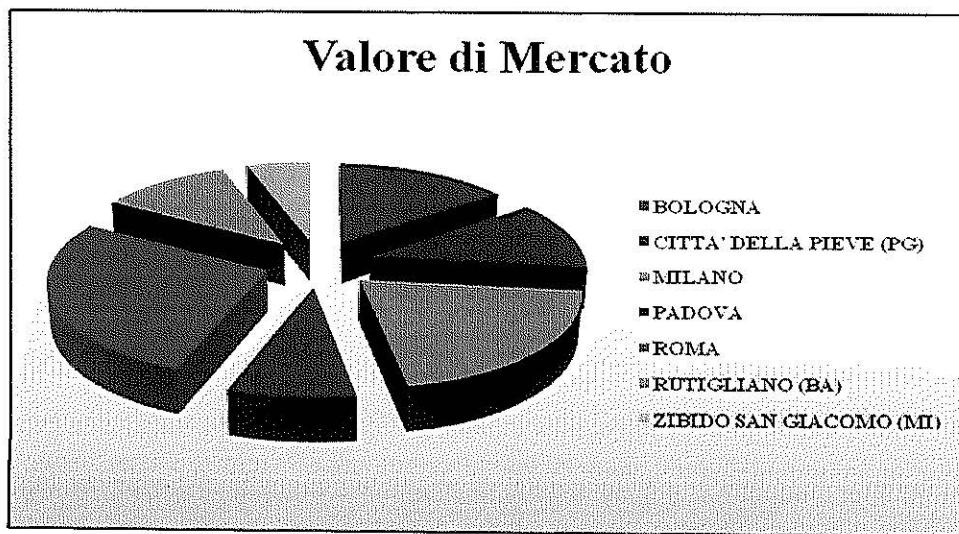
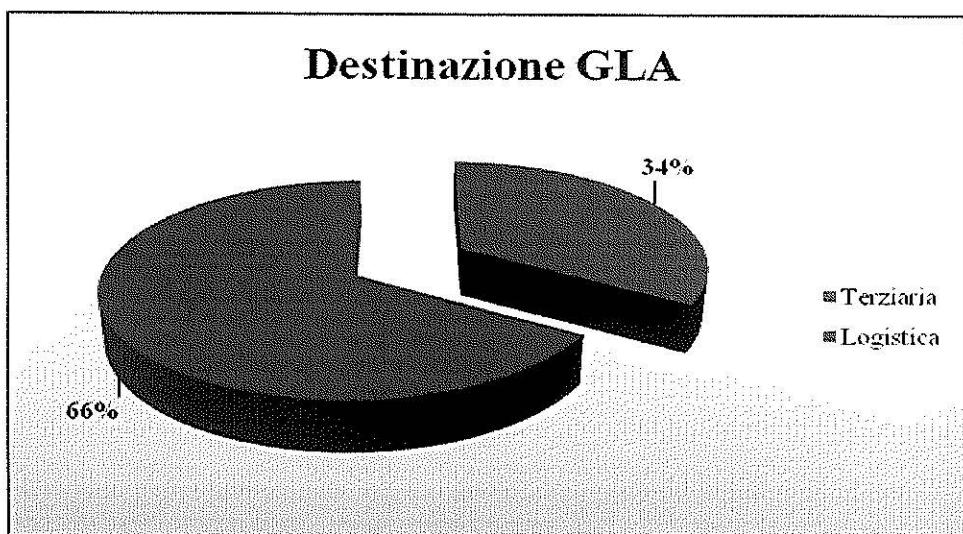
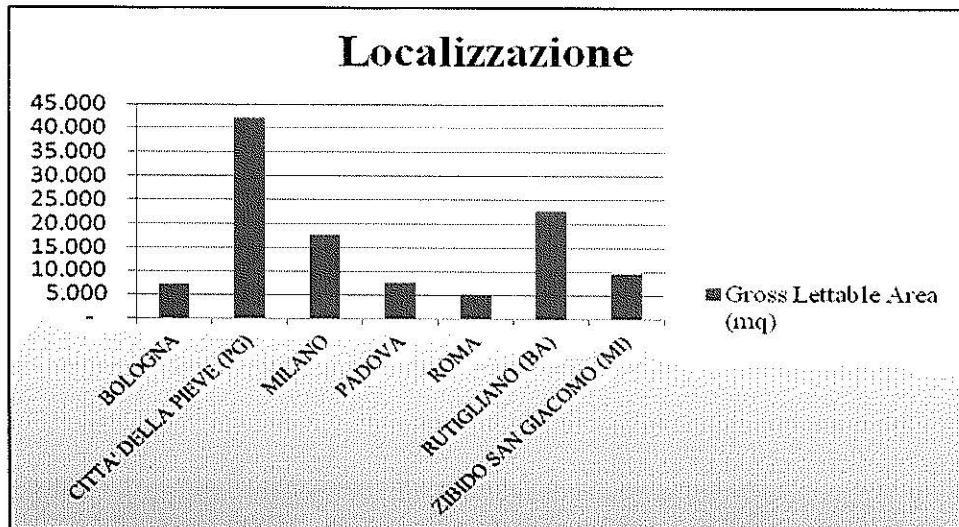
PATRIMONIO IMMOBILIARE

Il Fondo Immobilium 2001, è un Fondo Comune di investimento immobiliare di tipo chiuso e destinato al pubblico, si compone di un patrimonio attualmente costituito da **n.7 complessi immobiliari** a destinazione terziaria/direzionale e logistica, di oltre **114.000 mq**, per un Valore di Mercato complessivo pari a circa **99 milioni di euro**, distribuiti sul territorio italiano come segue:

- Bologna, via della Liberazione 15 (Polo Uffici)
- Città Della Pieve (PG), via di Vocabolo Fornace 12
- Milano, via Grosio 10/4
- Padova, via Lisbona 28
- Roma, viale America 351
- Rutigliano (BA), via Adelfia Snc
- Zibido San Giacomo (MI), via 8 Marzo - via Salvador Allende Snc

**BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA
LONDON - MUNICH**

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 60 - Fax +39 011 650 21 82
Aut. MLPS 13/I/0003868/03.04 e 13/I/0010557 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017



DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato degli immobili in oggetto.

Secondo la definizione del RICS Appraisal and Valuation Standards, per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, con cautela e senza coercizioni (RICS Red Book VS 3.2 – edizione 2012).

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo di ciascun immobile, per la determinazione del Valore di Mercato sono stati adottati, in forma autonoma o combinati tra loro, i seguenti approcci:

– **metodo comparativo**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (comparables), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei comparables.

– **metodo della capitalizzazione**

Il Valore dell'immobile deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili (attraverso un processo del tutto analogo a quello sopra descritto trattando del metodo comparativo); il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima.

– **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

In considerazione della composizione prevalentemente terziaria e logistica del patrimonio del Fondo, le stime sono state sviluppate applicando il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF).

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, tenendo quindi conto dei contratti di locazione in essere, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfitto.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano ed internazionale.

ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA

In generale, la stima è basata sui dati tecnici forniti da BSG SGR, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornita e dal confronto con i Fund Manager i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili, che, secondo quanto dichiaratoci, sono state determinate in conformità ai criteri stabiliti dalla Funzione di property management del Gruppo Beni Stabili S.p.A., che si ispirano direttamente allo “standard” proposto per il mercato italiano dal Comitato di Valutazione IPD - Investment Property Databank; si precisa che la congruità complessiva dei dati di consistenza è stata da noi verificata a campione, mediante misurazioni effettuate sulle planimetrie in formato CAD forniteci;
- ai contratti di locazione in essere (unità immobiliari interessate, canoni, scadenze, opzioni di rinnovo e/o di recesso anticipato, ecc.);
- alle previsioni progettuali relative agli immobili destinati ad interventi di trasformazione (destinazioni, tempistiche, costi e oneri professionali, ecc.);
- agli interventi di manutenzione straordinaria già programmati sugli immobili a reddito.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- canoni e valori di mercato, per le diverse destinazioni d'uso e zone interessate;
- costi di costruzione diretti ed indiretti (per gli interventi di trasformazione);
- prezzi finali di vendita e tempi di assorbimento del mercato, relativamente alle varie destinazioni d'uso previste nei progetti di trasformazione.

APPROCCI ESTIMATIVI

IMMOBILI A REDDITO

Per immobili a reddito si intendono gli immobili che si trovano in condizioni tali da essere in grado di generare per il proprietario un reddito locativo, senza necessità di interventi edilizi sostanziali, né di cambi di destinazione d'uso.

Gli immobili a reddito sono stati stimati attualizzando il cash-flow netto generato dai contratti di affitto in essere e/o prospettici; il prezzo di cessione finale di ciascun bene (terminal value) è stato determinato proiettando a fine periodo il canone di affitto di mercato, utilizzando un going-out cap rate che incorpora un adeguato spread, per tenere conto del rischio insito nella proiezione a lungo termine.

I ricavi da locazione sono stati desunti dai contratti di affitto in essere, ove esistenti, e da specifiche indagini di mercato da noi condotte nelle zone e per le tipologie interessate.

Per le unità immobiliari sfitte, e per tutte le unità i cui contratti di affitto andranno a scadere nel corso del periodo di durata del cash-flow dell'investimento, si è tenuto debitamente conto dei tempi necessari alla messa a reddito delle stesse, a condizioni di mercato (commercializzazione, periodi di "vacancy" e "step-up" ad inizio contratti, tempi correlati ad interventi di restyling, ecc.).

I costi a carico della proprietà (IMU, assicurazione, property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite) sono stati determinati in modo analitico, sulla base dei dati forniti dalla proprietà, ove disponibili, oppure di nostre autonome quantificazioni, basate sugli standard di mercato e sulle esperienze di immobili analoghi.

Nella valutazione del patrimonio del Fondo al 31/12/2012, abbiamo considerato gli oneri sostenuti dalla Committente in occasione del pagamento del saldo IMU (scadenza Dicembre 2012), determinati mediante l'applicazione delle aliquote definitive deliberate e pubblicate dai singoli Comuni.

La durata del cash-flow dell'investimento è stata determinata facendo riferimento al numero di anni di un contratto di locazione ad uso diverso, solitamente 6+6, ed al tempo necessario, alla scadenza del suddetto contratto, per condurre a regime il nuovo contratto di affitto, previa rinegoziazione/negoziare a condizioni di mercato del contratto stesso, e successivamente, nel momento di massimizzazione del reddito locativo e, conseguentemente, del prezzo di vendita finale, cedere l'immobile ad un investitore "ordinario". Si precisa che la durata del cash-flow assunto a base della valutazione dell'immobile non è influenzata né subordinata alle scelte e alle decisioni di investimento della SGR, che possono coincidere o meno con l'atteggiamento dell'investitore "ordinario"; per questa ragione, è in linea di principio possibile che alcuni parametri ed assumptions della presente stima si discostino da quanto contenuto nel business plan del Fondo.

TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Come sopra accennato, per le valutazioni sviluppate attraverso il metodo del DCF sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti.

Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il “valore equivalente”, ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso delle operazioni immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'operazione stessa.

Il tasso di attualizzazione è stato utilizzato per riportare al momento attuale i flussi di cassa futuri che si prevede verranno generati dall'investimento immobiliare, e si costituisce di due componenti fondamentali: il rendimento di un investimento alternativo privo di rischio (tipicamente assunto pari al rendimento medio dei titoli di stato con scadenza omogenea rispetto all'orizzonte temporale di riferimento) e la remunerazione del rischio proprio dell'operazione (cioè il premio legato all'eventualità che l'investitore non riceva il flusso atteso alla data prevista). Il rischio è quindi la potenzialità che si verifichi un evento non previsto, intendendo per evento una qualsiasi significativa variazione dei risultati rispetto alle attese.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

Variabili macroeconomiche e finanziarie di riferimento

Tra i fattori che concorrono a determinare, al punto di vista dell'investitore, la soglia di rendimento accettabile rispetto al rischio correlato alla acquisizione di un immobile, vi sono, oltre ai fattori specifici e caratteristici già esaminati, anche variabili di natura macroeconomica e finanziaria:

- Andamento prospettico dell'inflazione.
- Rendimento dei Titoli di Stato di durata analoga a quella dell'investimento immobiliare (convenzionalmente considerati come "risk free", nonostante le vicende di quest'ultimo anno).
- Illiquidità caratteristica degli investimenti immobiliari.
- Costo del denaro, composto da un indicatore proprio dei mercati interbancari (Euribor o EurIRS) e dallo spread mediamente applicato dalle banche per il finanziamento delle operazioni di investimento immobiliare.
- Rapporto tra equity (capitale proprio dell'investitore) e debito (capitale chiesto in prestito ai finanziatori).

Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

PRECISAZIONI E ASSUMPTIONS

- La strategia di investimento del Fondo Immobilium 2001 è orientata verso la gestione e la valorizzazione di un portafoglio, che comprende immobili prevalentemente a reddito, tramite interventi di messa a reddito/incremento del reddito locativo.
- Come già precisato, le consistenze immobiliari sono state determinate secondo i criteri stabiliti dalla Funzione di Property Management del Gruppo Beni Stabili S.p.A., e corrispondono sostanzialmente alla GLA - Gross Lettable Area, come internazionalmente definita.

Per lo sviluppo della stima abbiamo quindi determinato la superficie virtuale degli immobili, attribuendo alle diverse tipologie di superficie una ponderazione rappresentativa del loro pregio immobiliare.

In particolare, gli spazi accessori sono stati virtualizzati, in proporzione sia alla loro collocazione/consistenza/quantità all'interno dell'immobile sia alle superfici ed alle destinazioni degli spazi principali nonché ai parametri assegnati agli stessi, come segue:

• servizi/box	50%÷70%
• archivi/magazzini/depositi	25%÷70%
• soppalchi	50%÷70%
• terrazzi e balconi	5%÷30%
• connettivi verticale e orizzontale, locali tecnologici, ecc.	0%
• posti auto coperti/autorimesse	30%÷80%
• posti auto scoperti	20%÷35%
• posti moto	5%÷10%

- Per gli immobili a reddito, vengono riportati nel foglio "DCF" dello sviluppo valutativo allegato alcuni indicatori significativi, oltre al Valore di Mercato ed alla quota di sfitto, utili alla interpretazione sintetica dei risultati della valutazione:

- Canone attuale, che corrisponde al Canone annuo generato complessivamente dai contratti di locazione in essere.
- Rendimento attuale, che costituisce la redditività dei contratti di locazione in essere, rispetto al Valore di Mercato delle unità attualmente locate.
- Canone di Mercato, che rappresenta il Canone Locativo di Mercato totale dell'immobile, secondo i parametri determinati dalla stima.
- Rendimento di mercato, che coincide con il *cap rate* dell'immobile.
- Capex, che riguarda l'ammontare complessivo degli interventi iniziali di ripristino/ristrutturazione previsti a carico della proprietà, comprensivi degli investimenti programmati nel corso degli anni dalla proprietà stessa.
- Reversionary yield (rapporto tra il Canone Locativo di Mercato ed il Valore di Mercato, più l'eventuale CAPEX iniziale, determinati dalla stima), che corrisponde al rendimento teoricamente ottenibile da un investitore che acquistasse l'immobile ad un prezzo equivalente al Valore di stima e ottenessesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

METODOLOGIA DI LAVORO

La nostra attività ha riguardato solamente la determinazione del Valore di Mercato degli immobili in portafoglio al Fondo Immobilium 2001 e, in conformità all’incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso Uffici pubblici per verifiche edilizie, catastali, ecc.

A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d’uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

La nostra attività di stima è stata condotta sulla base delle risultanze di sopralluoghi diretti presso gli immobili, effettuati nei mesi di Aprile, Maggio e Dicembre 2012, al fine di prendere visione delle caratteristiche generali dei beni e del contesto urbano e territoriale in cui essi sono inseriti.

Contestualmente abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nelle zone interessate, coinvolgendo intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando, ove possibile, anche casi di transazioni recenti; tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

GRUPPO DI LAVORO

La presente valutazione è stata coordinata e supervisionata da:

- Antonio GAMBA (Amministratore di Praxi S.p.A., iscritto all'Albo degli Ingegneri di Milano al n° 8913 dal 1966) - Responsabile del coordinamento e supervisione del gruppo di lavoro
- Maurizio NEGRI, MRICS – *Responsabile scientifico del Progetto*
- Massimo MAESTRI, MRICS – *Client Leader*
- Luca MORASSI – *Project Leader*

ed elaborata da:

- Luca Morassi - *Immobili aree Nord*
- Mario Catarella MRICS - *Immobili area Centro*
- Centro Studi PRAXI Real Estate

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.

VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE

Premesso che nel presente aggiornamento semestrale della stima relativo agli immobili in capo al Fondo Immobiliare in questione si è tenuto conto sia dei fattori di natura macroeconomica e finanziaria che hanno continuato a caratterizzare in senso negativo, così come avvenuto nel primo semestre 2012, lo scenario del secondo semestre 2012, sia dei fattori di ordine specifico caratteristici degli immobili in esame, si rileva che l'aggiornamento stesso registra un decremento complessivo di circa l'1% rispetto al Valore di Mercato del 30 Giugno 2012.

Indirizzo	Variazione % 2013/2012
Bologna, via della Liberazione 15	-4%
Città della Pieve (PG) - via di Vocabolo Fornace 12	-3%
Milano, via Grosio 10/4	-2%
Padova, via Lisbona 28	-9%
Roma, viale America 351	15%
Rutigliano (BA), via Adelfia snc	-19%
Zibido San Giacomo (MI)	-1%

Si evidenziano di seguito le principali variazioni intervenute rispetto alla precedente valutazione.

Variazioni dell'oggetto della stima

Nel semestre trascorso nessun immobile del Fondo in esame è stato alienato. Si segnala altresì l'avanzamento delle opere di ristrutturazione relative al complesso immobiliare in Roma, viale America 351.

Variazioni di natura giuridica, normativa e contrattuale

Nel semestre trascorso non sono intervenute variazioni per quanto concerne la situazione giuridica.

Relativamente alla situazione normativa, come anticipato nel capitolo relativo agli approcci estimativi, l'imposta IMU, la quale ha sostituito l'ICI a partire dal 01 Gennaio 2012, ha portato ad un oggettivo incremento del carico fiscale proprio dell'immobile, che, a parità di tutte le altre condizioni, ha prodotto una riduzione del reddito locativo netto percepito.

Variazioni di natura estimativa.

Nel corso dell'aggiornamento semestrale con riferimento al 31 Dicembre 2012, sono intervenute le seguenti variazioni di natura estimativa rispetto al precedente aggiornamento del 30 Giugno 2012:

- Bologna - Variazione stato occupazionale, variazione tassi (cap rate, discount rate);
- Città della Pieve (PG) – Non sono intervenute variazioni di natura estimativa;
- Milano - Variazione stato occupazionale;
- Padova - Variazione stato occupazionale, negoziazione contratto di locazione;
- Roma - Variazione stato occupazionale, variazione tassi (cap rate, discount rate), avanzamento SAL;
- Rutigliano (BA) - Negoziazione contratto di locazione, variazione tassi (cap rate, discount rate), flessione valori di mercato;
- Zibido San Giacomo (MI) - Non sono intervenute variazioni di natura estimativa.

Le variazioni di natura estimativa sono riportato in dettaglio nell'allegata Relazione di Stima.

CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza, è nostra opinione che il Valore di Mercato degli immobili in capo al FONDO IMMOBILIUM 2001, con riferimento al 31 Dicembre 2012, sia pari a:

€ 99.390.000,00 (euro novantanove milioni trecentonovanta mila/00).

Nella allegata Relazione di Stima sono descritti analiticamente gli immobili ed i procedimenti di valutazione adottati.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

PRAXI S.p.A.
Un Amministratore

Ing. Antonio Gamba

