

Spettabile  
**BENI STABILI GESTIONI S.p.A. SGR**  
Via Piemonte, 38  
00187 ROMA

Milano, 14 Luglio 2014  
Ns. Rif. LM/val 14.9497

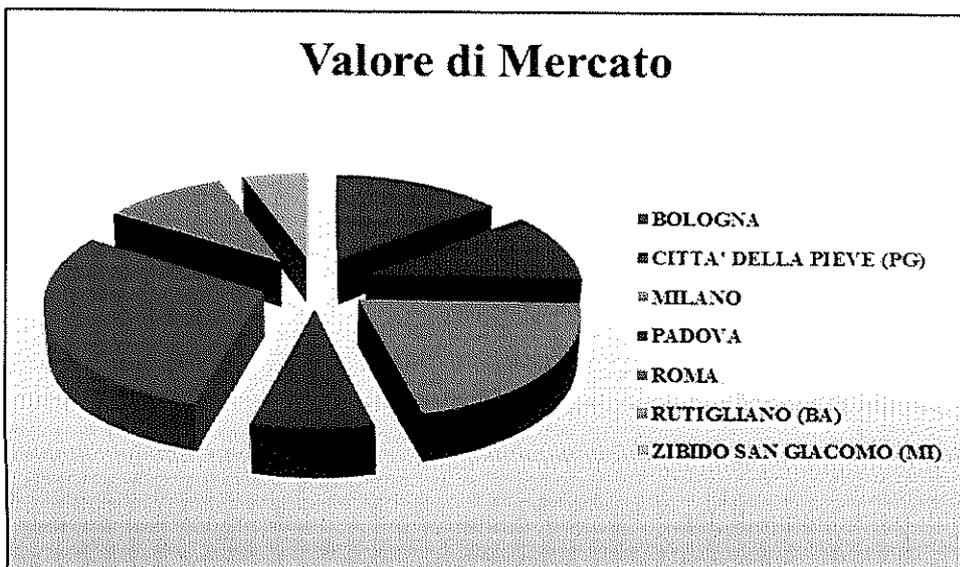
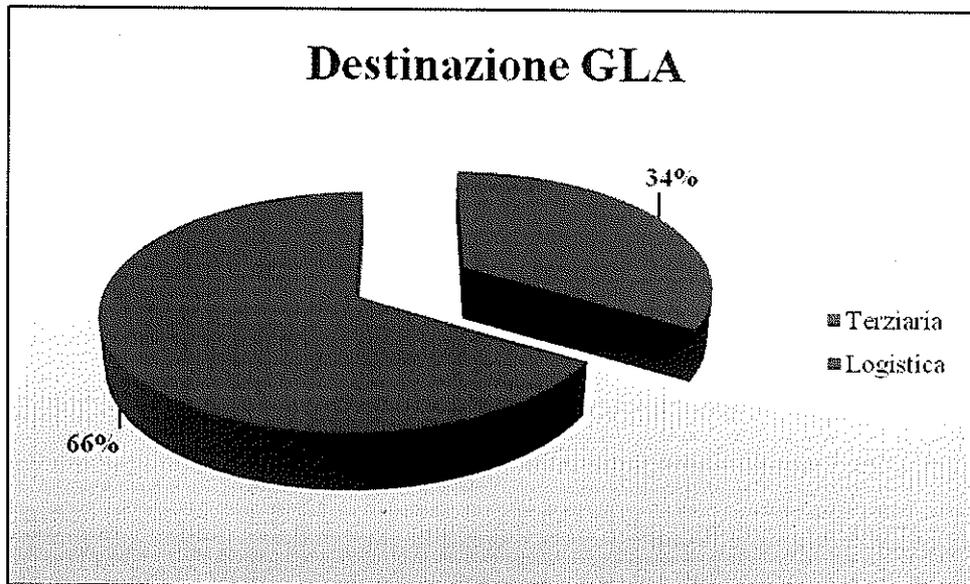
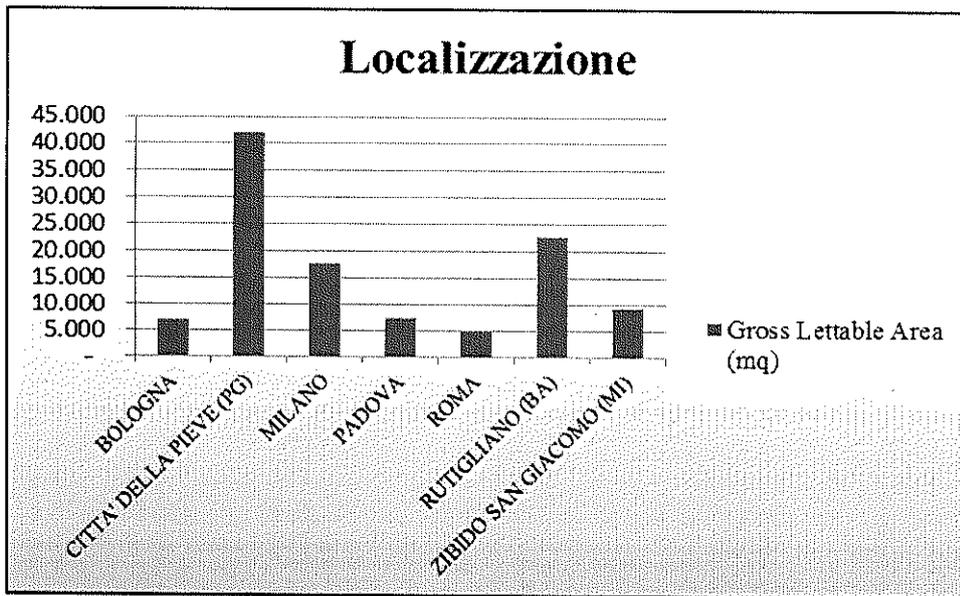
Facendo seguito all'incarico affidatoci ed in conformità con quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia del 08/05/2012 e s.m.i., Titolo V - Capitolo IV - Sezione II - Paragrafi 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti indipendenti), dal DM 228 del 24/5/1999 e s.m.i. (Art. 17) e dalla Comunicazione congiunta 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 **30 Giugno 2014**.

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 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS" [ Firm n° 710985 ]**.

## **PATRIMONIO IMMOBILIARE**

Il Fondo Immobilium 2001, è un Fondo Comune d'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 **97,7 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



## **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 ("Red Book"), per Valore di Mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data della valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (RICS Red Book VPS4 1.2 – edizione 2014).

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 fornitici da BSG SGR, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati.

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci 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 forniti dalla Committente o 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 30 Giugno 2014, in relazione alla perdurante incertezza riguardo agli effettivi livelli della tassazione sulla proprietà immobiliare (TASI), di cui ancora non sono chiare aliquote, tempi e modalità di applicazione, abbiamo considerato gli oneri sostenuti dalla Committente in occasione del pagamento del saldo IMU (scadenza Dicembre 2013), tenendo conto degli stessi su base annuale.

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/negoziazione 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 ottenesse di metterlo interamente a reddito, a condizioni equivalenti al Canone di Mercato stimato.

## **METODOLOGIA DI LAVORO**

La nostra attività ha riguardato 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 nel mese di Maggio 2014, al fine di prendere visione delle caratteristiche generali dei beni e del contesto urbano e territoriale in cui essi sono inseriti.

Abbiamo inoltre 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.

## **VARIAZIONI INTERVENUTE RISPETTO ALLA PRECEDENTE VALUTAZIONE**

Rispetto al semestre precedente, i Valori di Mercato si attestano su livelli leggermente inferiori (in media di alcuni punti percentuali, a parità di condizioni); tra i fattori che hanno prodotto questo andamento, sono da evidenziare:

- l'ulteriore allungamento dei tempi di vendita e di locazione, che penalizza il flusso dei ricavi attesi per le unità sfitte;
- la necessità di prevedere agevolazioni contrattuali (periodi di free rent, *step-up*, ecc.) e/o lavori di ripristino e personalizzazione degli ambienti, per "conquistare" nuovi inquilini, in uno scenario di mercato dove l'offerta è sempre sovrabbondante e la domanda, al contrario, rimane piuttosto scarsa e molto selettiva;
- il fenomeno della rinegoziazione anticipata dei contratti di locazione in essere, che erode la redditività degli immobili affittati, e che accresce in generale il rischio locativo.

Per quanto riguarda i tassi, si rileva sul mercato una sostanziale stabilità dei cap rate, nonostante la sensibile diminuzione del rendimento dei Titoli di Stato ed il leggero miglioramento anche delle condizioni di accesso al finanziamento bancario; grazie a questo fenomeno, si registra un certo recupero di competitività dell'investimento immobiliare, rispetto a forme di investimento alternative.

Infine, va evidenziata la perdurante incertezza riguardo agli effettivi livelli della tassazione sulla proprietà immobiliare, con la sconcertante vicenda della TASI, di cui ancora non sono chiare aliquote, tempi e modalità di applicazione: nella stima, abbiamo per il momento confermato gli importi dell'IMU determinati a fine 2013, in attesa di più chiare e auspicabilmente definitive indicazioni per il futuro.

## **GRUPPO DI LAVORO**

*La presente valutazione è stata coordinata e supervisionata da:*

- Antonio GAMBÀ (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:*

- Isac BENVENUTO
- Marco CALATI
- Valentina LAMBRI
- Saverio LATOCCA
- Luca MORASSI
- Killian NATALINI
- 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 caratterizzano in senso negativo, così come avvenuto nel 2012 e nel 2013, lo scenario del primo semestre 2014, sia dei fattori di ordine specifico caratteristici degli immobili in esame, prevalentemente determinati dall'aggiornamento Istat dei canoni di locazione, si rileva che l'aggiornamento registra una variazione **(-1,07%)** rispetto al Valore di Mercato al 31 Dicembre 2013.

<b>Indirizzo</b>	<b>Variazione % Giugno 2014 Dicembre 2013</b>
Bologna, via della Liberazione 15	-0,01
Città della Pieve (PG) - via di Vocabolo Fornace 12	-0,06
Milano, via Grosio 10/4	0,00
Padova, via Lisbona 28	-0,01
Roma, viale America 351	0,00
Rutigliano (BA), via Adelfia snc	-0,01
Zibido San Giacomo (MI)	0,00
<b>TOTALE</b>	<b>-1,07%</b>

## 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 30 Giugno 2014, sia pari a:

**€ 97.770.000,00 (euro novantasettemilionisettecentosettantamila/00).**

Nell'allegata Relazione di Stima sono descritti analiticamente gli immobili e 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

