

Executive Summary
Determinazione del Valore di Mercato al
30/06/2011 del patrimonio immobiliare del
“Fondo Tecla”



30 Giugno 2011

www.patrigest.it

▪ **PATRIGEST** ▪
VALUTAZIONI E CONSULENZE IMMOBILIARI

INDICE

1.	INTRODUZIONE.....	2
	<i>Contenuti e premesse metodologiche.....</i>	<i>2</i>
	<i>Riservatezza dei dati</i>	<i>4</i>
2.	METODOLOGIA ESTIMATIVA UTILIZZATA PER LA VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE	5
	<i>Il metodo finanziario reddituale (tasso unico di attualizzazione).....</i>	<i>6</i>
	I costi.....	7
	I ricavi	8
	I tassi	8
	<i>Il metodo finanziario reddituale (doppio tasso di attualizzazione)</i>	<i>10</i>
	I costi.....	11
	I ricavi	12
	Il modello di trasformazione verticale	12
	I tassi	13
3.	COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE	15
	<i>La situazione locativa</i>	<i>15</i>
4.	ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE.....	16
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso residenziale.....</i>	<i>16</i>
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso terziario</i>	<i>21</i>
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso commerciale</i>	<i>26</i>
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso produttivo</i>	<i>30</i>
	<i>Capital Market.....</i>	<i>34</i>
5.	VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE	35
	<i>Market Value (MV)</i>	<i>35</i>
6.	NOTA FINALE	36

1. INTRODUZIONE

Contenuti e premesse metodologiche

Patrigest S.p.A., società del Gruppo Gabetti Property Solutions S.p.A. specializzata in studi di fattibilità e valutazioni di portafogli immobiliari, ha ricevuto l’incarico di elaborare una valutazione di mercato dei beni immobiliari in proprietà al Fondo Tecla, Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso quotato, promosso e gestito da Prelios SGR S.p.A.

In particolare per ogni unità immobiliare appartenente al portafoglio è stato determinato il Market Value o MV.

Le metodologie valutative ed i formati adottati sono adeguati rispetto alla normativa applicabile ed in particolare:

- Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) e i relativi regolamenti attuativi;
- Articolo 17 del Decreto del Ministero del Tesoro del 24 Maggio 1999 n. 228;
- Articolo 65 del Regolamento Intermediari, in sintesi richiede che il Consiglio acquisisca una conoscenza adeguata dei beni in cui sarà investito il patrimonio del Fondo e di assumere decisioni di investimento coerentemente con il processo decisionale adottato;
- Regolamento congiunto CONSOB – Banca d’Italia del 29 ottobre 2007 (“Regolamento Congiunto”);
- Provvedimento di Banca d’Italia del 14 aprile 2005 con particolare riferimento alle disposizioni sui criteri di valutazione di cui al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, punti 2.5 e 4;
- Comunicazione Congiunta di Banca d’Italia e Consob del 29 luglio 2010 recante le “Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento”;
- I Principi e Linee Guida concernenti “Il rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell’attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari” diffuse da Assogestioni con circolare del 27 maggio 2010 (prot. n. 58/10/C) (“Linee Guida di Assogestioni”).

Il documento di valutazione del patrimonio immobiliare si fonda su:

1. **Dati e documenti relativi al patrimonio immobiliare, ricevuti dalla proprietà o recepiti mediante accesso alla Data Room del patrimonio immobiliare stesso:**
 - a) Planimetrie dei fabbricati;
 - b) Documenti Catastali, Urbanistici, Contrattuali e Amministrativi (ecc.);
 - c) Tabulato inquilini contenente la situazione locativa aggiornata, le destinazioni d'uso contrattuali ed oggettive.

2. **Sopralluoghi dei beni immobiliari** effettuato da personale tecnico di Patrigest S.p.A., al fine di acquisire le informazioni necessarie per la valutazione del portafoglio immobiliare, con particolare attenzione ai seguenti aspetti:
 - caratteristiche estrinseche, location e appetibilità commerciale dell'immobile;
 - caratteristiche intrinseche e classe di appartenenza dell'edificio;
 - stato manutentivo.

3. **L'analisi del mercato immobiliare** di zona relativo al singolo bene immobile (contesto urbano-edilizio e destinazioni d'uso prevalenti, richieste e prezzi di vendita in funzione della tipologia immobiliare, canoni di locazione, tassi di rendimento dei cespiti locati, tassi d'assorbimento del prodotto, qualità dei conduttori/investitori locali).

4. **I dati elaborati ed organizzati in modo sistematico, processati con il metodo di stima ritenuto il più idoneo** per l'elaborazione del più probabile valore di mercato del portafoglio immobiliare.

Nell'elaborazione delle valutazioni sono stati assunti alcuni presupposti ed alcune limitazioni che qui di seguito elenchiamo:

- Il portafoglio immobiliare è stato considerato nell'attuale situazione locativa comunicata dalla proprietà, e nello stato di fatto e di diritto in cui si trova;
- Le superfici alle quali applicare i valori unitari (€/mq) sono state ricavate dai dati forniti dalla Sgr. Per il computo del valore dell'intero patrimonio immobiliare, in relazione alle

specifiche attività funzionali in essi esercitate, il criterio di prudenza ha indotto Patrigest S.p.A. ad applicare, laddove necessario, una superficie “virtuale-commerciale” che tiene conto di tutte le superfici disponibili ridotte (per ambienti e destinazione d’uso) con opportuni coefficienti di apprezzamento o deprezzamento in uso nel mercato immobiliare locale;

- Il grado di manutenzione e conservazione degli immobili oggetto della nostra analisi è stato dedotto dalla combinazione dei dati forniti dalla Sgr e dell’esperienza dei tecnici incaricati di effettuare il sopralluogo;
- Non sono state, infine, ricercate e verificate da Patrigest S.p.A eventuali problematiche ambientali, si è presa comunque visione dei dati forniti dalla Committenza relativi a precedenti due diligence.

La presente valutazione si riferisce alla data del **30 giugno 2011**.

Riservatezza dei dati

Le nostre valutazioni e i nostri studi sono assolutamente confidenziali e riservati all’interno di Patrigest S.p.A., di Prelios SGR S.p.A. e dei suoi consulenti.

Non assumiamo alcuna responsabilità nei confronti di altri terzi.

La visione ad altri non potrà avvenire senza la diretta approvazione di Prelios SGR S.p.A. e di Patrigest S.p.A., così come sarà necessaria l’autorizzazione di quest’ultima sui modi e il contesto per la divulgazione, pubblicazione o riproduzione totale o parziale del presente rapporto.

2. METODOLOGIA ESTIMATIVA UTILIZZATA PER LA VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE

La valutazione dell'intero portafoglio immobiliare è stata realizzata utilizzando il metodo finanziario – reddituale.

Sebbene il metodo valutativo sia lo stesso, sono state utilizzate due varianti a seconda delle caratteristiche degli immobili e dei contratti di locazione sottoscritti:

1. Il metodo finanziario reddituale con tasso unico di attualizzazione: *finanziario – reddituale (Dcf)*;
2. Il metodo finanziario reddituale con doppio tasso di attualizzazione: *finanziario – reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)*;

La tabella riportata sotto indica immobile per immobile la metodologia valutativa utilizzata, successivamente, invece, verranno descritti nel dettaglio entrambi i modelli e le relative assunzioni.

Città	Indirizzo	Destinazione d'uso principale	Criterio di valutazione utilizzato / Motivazioni
Roma	Via Del Serafico 200	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Pozzuoli	Via Campi Flegrei,34	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Roma	Via Del Tritone, 142	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Torino	Via Bertola, 34	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Milano	Via Alserio, 10	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Milano	Corso Garibaldi 99	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Roma	Via E.Chianesi	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Vimodrone	Via Delle Industrie, 11	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Torino	Via Mezzenile 11	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Ivrea	Via Jervis 9 - Ico Ex Trasporti	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Ivrea	Corso Re Umberto, 25	office	finanziario - reddituale (Dcf)
Roma	Via Delle Conce,Snc	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
San Remo	Via G. Borea,Snc	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Milano	Via Plana,38	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Roma	Via Della Bufalotta,241	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Palermo	Via Manzoni,2/8	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Cagliari	Via Boiardo,12	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Monza	Via Molise,Snc	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Milano	Via Rovigo,10	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Pavia	Via Taegio N,3	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Palermo	Via Ugo La Malfa,99	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Parma	Via Po,7	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Treviso	Via Dandolo, 12	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Busto Arsizio	Via A. Da Brescia,Snc	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Cassina De Pecch	Strada Privata Per Cascina Malpaga	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Novara	Piazza G. Matteotti,2/4	Office	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Ravenna	Via A. Testi Rasponi,8	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)
Taranto	Via Masaccio,26	Telephone Exchange	finanziario - reddituale + trasformazione finale (doppio tasso di attualizzazione)

Il metodo finanziario reddituale (tasso unico di attualizzazione)

Per alcuni immobili la valutazione è stata elaborata con il metodo **finanziario – reddituale (DCF)**, (a tasso unico di attualizzazione) poiché è stato ritenuto il più adatto per il tipo di immobili presi in esame, per la loro localizzazione e per la loro destinazione d’uso.

Questo criterio estimativo, basato sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, è risultato essere il più idoneo al fine di rappresentare adeguatamente il valore reale dei cespiti in esame, suscettibili di essere acquisiti sia come beni immobili per utilizzo diretto (uso strumentale) sia ai fini d’investimento, poiché fonte di reddito perdurante da canoni di locazione.

L’assunto alla base dell’approccio reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l’acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro.

Il valore del cespite, quindi, è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati.

Per l’elaborazione della valutazione è stato utilizzato il canone di locazione annuo in essere (**Annualized Rent**), fornito dalla Committente e relativo ai singoli contratti di locazione per ogni immobile, mentre per le porzioni sfitte è stato considerato un canone di locazione unitario di mercato (**ERV**).

Per l’elaborazione del **Market Value** si sono indicizzati i canoni attualmente percepiti per le porzioni locate e quelli di mercato per le porzioni sfitte considerando uno scenario temporale compreso tra i 12 e 14 anni a seconda delle diverse scadenze contrattuali e del tempo necessario affinché gli eventuali nuovi contratti di locazione entrino a regime.

Nel nostro modello si è ipotizzata la vendita dell’immobile all’ultimo anno con un valore ottenuto per capitalizzazione del reddito operativo relativo a quel periodo ad un tasso di capitalizzazione (**Cap Rate**) d’uscita adeguato per ogni singolo immobile.

Tale valore di dismissione viene a sommarsi al reddito ricavato al quindicesimo anno, per poi essere scontato al momento iniziale con un opportuno tasso di attualizzazione (**Discount Rate**) adeguato per ogni singolo immobile.

Di seguito elenchiamo i principali *drivers* della valutazione:

I costi

A gravare sul reddito della proprietà insistono dei costi, alcuni costanti ed altri attinenti a periodi specifici:

- Spese di gestione: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- Imposta di registro: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- I.C.I. sulla proprietà: ipotizzata come percentuale del canone di locazione;
- Assicurazione: stimata come percentuale del Costo di Ricostruzione a Nuovo o CRN. Il CRN esprime il valore di un bene in funzione dei costi necessari per la sua riproduzione o sostituzione. Tale valore risulta come prodotto tra costo unitario (a metro quadro) e totale della superficie lorda costruita. Nella fattispecie, la stima del costo unitario (a metro quadro) viene effettuata tenendo conto del costo della manodopera, dei materiali impiegati e delle spese generali. Il calcolo può essere fatto, sulla scorta di analoghe e recenti realizzazioni o sulla base di prezzi ufficiali (es. DEI - Tipografia del Genio Civile);
- Accantonamenti per Manutenzione straordinaria: calcolati sul reddito lordo per ogni anno;
- Spese innovazioni e migliorie nuove locazioni (Tenant Improvements): calcolate in €/Mq sulla base delle condizioni e tipologia dei vari immobili;
- Eventuali Capex: ove già pianificate sono state inserite le capex comunicate dalla Committenza;
- Commissioni per la rilocalazione: stimate nella misura del 10% sull'importo annuale dei nuovi contratti di locazione sottoscritti;
- Il modello non considera l'Iva e l'imposizione fiscale.

All'ultimo anno, cioè quando si ipotizza la cessione di ogni singolo immobile, si considerano anche le spese relative alla commercializzazione del cespite, che possono essere stimate nella misura del 2% del valore di realizzo.

Alla scadenza dei contratti di locazione si ipotizza di dover sostenere dei costi di miglioramento degli spazi (Tenant Improvements), al fine di locare gli spazi a nuovi conduttori; tali costi prevedono interventi di ristrutturazione leggera come ad esempio la tinteggiatura delle pareti, redistribuzione interna degli spazi, etc.. Per tali interventi abbiamo stimato un costo prudenziale calcolato in €/Mq sulla base delle condizioni e sulla tipologia dei vari immobili.

I ricavi

I ricavi sono costituiti dalla locazione delle superfici di ogni immobile.

Il canone di locazione per le porzioni locate è stato fornito dalla Committente ed è relativo ai contratti di locazione in essere per ogni singolo immobile. Per le porzioni attualmente sfitte, invece, è stato considerato un canone di locazione di mercato.

L'andamento dei flussi di cassa adotta le seguenti puntualizzazioni:

- Continuità di percepimento dei canoni relativi agli spazi in locazione, con andamento allineato al recupero dell'inflazione
- Tutti i flussi sono stati imputati al momento del loro generarsi.

I tassi

Il livello dei tassi è stato desunto dalle attuali condizioni medie del contesto economico e finanziario del mercato dei capitali (tassi praticati per operazioni immobiliari).

Nello sviluppo dei calcoli si ipotizza:

- **tasso di attualizzazione o di sconto:** determinato in funzione dell'inflazione, della tipologia, del rischio di remunerazione dell'operazione d'investimento immobiliare e del rischio imprenditoriale connesso alla immobilizzazione di capitale. Esso inoltre tiene in considerazione le caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia dai rischi strettamente connessi al settore immobiliare quali il rischio per il mancato incasso dei canoni, per la ri-locazione dell'immobile alla scadenza del contratto di locazione, la tipologia dell'immobile e le condizioni del mercato immobiliare locale.

Nella costruzione del Tasso di Attualizzazione, per il ritorno dei mezzi propri, si è tenuto in considerazione il rischio specifico legato al singolo immobile, tale rischio è stato calcolato sulla base del giudizio di appetibilità commerciale definito per ogni singolo immobile del portafoglio.

- **tasso di capitalizzazione del reddito al momento del disinvestimento finale:** la scelta del saggio è strettamente influenzata sia dalle caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia dai rischi strettamente connessi al settore immobiliare quali il rischio per la rilocalizzazione dell'immobile alla scadenza del contratto di locazione, la tipologia e le condizioni del mercato immobiliare locale. Tiene altresì conto del rischio legato all'incertezza legata alla dismissione dell'immobile al termine del periodo di osservazione dell'analisi dei flussi di cassa.

Quantificati, quindi, i redditi operativi annuali, dati dalle differenze tra il totale dei ricavi e il totale dei costi di ogni anno, si è proceduto a calcolare, con il tasso di sconto assunto, i valori attualizzati all'inizio del primo anno. La somma dei ricavi scontati all'attualità relativi a tutti gli anni dello scenario corrisponde al *Market Value*.

Il metodo finanziario reddituale (doppio tasso di attualizzazione)

Per alcuni immobili la valutazione è stata elaborata con il metodo **finanziario – reddituale (DCF)** “**a doppio tasso di attualizzazione**” poiché è stato ritenuto il più adatto per il tipo di immobili presi in esame, per la loro localizzazione e per la loro destinazione d’uso.

Questo criterio estimativo, basato sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, è risultato essere il più idoneo al fine di rappresentare adeguatamente il valore reale dei cespiti in esame, suscettibili di essere acquisiti sia come beni immobili per utilizzo diretto (uso strumentale) sia ai fini d’investimento, poiché fonte di reddito perdurante da canoni di locazione.

L’assunto alla base dell’approccio reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l’acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro.

Il valore del cespite, quindi, è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati.

Per l’elaborazione della valutazione è stato utilizzato il canone di locazione annuo in essere (**Annualized Rent**), fornito dalla Committente per ciascun immobile.

Il canone attualmente percepito da ogni immobile è stato indicizzato fino alla prima scadenza contrattuale (31/10/2021), momento in cui, prudentemente, si ipotizza che l’attuale conduttore (Telecom Italia S.p.A.) liberi gli immobili.

In considerazione delle caratteristiche del contratto di locazione in essere, che fornisce solide garanzie al locatore circa la permanenza del locatario, i flussi di cassa relativi al periodo di locazione sono stati attualizzati ad un tasso che tiene conto del solo rischio di default del locatario stesso, pertanto in linea con i rendimenti di un’obbligazione emessa da Telecom Italia S.p.A. di durata analoga a quella del contratto di locazione.

Il valore di dismissione del cespite, previsto per il periodo successivo alla liberazione dell’immobile da parte del conduttore, è stato determinato attraverso un modello di trasformazione verticale (ricavi - costi - profitto del promotore), ipotizzando un cambio di destinazione d’uso e i relativi lavori di ristrutturazione/ricostruzione del fabbricato. Considerato l’ampio orizzonte temporale di analisi, la destinazione d’uso finale è stata ipotizzata in funzione del contesto di zona in cui il cespite è inserito, prescindendo da eventuali verifiche circa la concreta e attuale possibilità di cambio di destinazione d’uso degli immobili oggetto di valutazione.

Il valore di dismissione così ricavato è stato attualizzato ad un tasso di sconto che tiene in considerazione le caratteristiche tipologiche dell'immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo.

Da quanto detto si intuisce la necessità di utilizzare due tassi di attualizzazione distinti: il primo, utile all'attualizzazione dei flussi di cassa relativi al periodo contrattuale ed il secondo, necessario all'attualizzazione del valore di dismissione del cespite.

Di seguito elenchiamo i principali *drivers* della valutazione:

I costi

A gravare sul reddito della proprietà insistono dei costi, alcuni costanti ed altri attinenti a periodi specifici:

- Spese di gestione: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- Imposta di registro: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- I.C.I. sulla proprietà: ipotizzata come percentuale del canone di locazione;
- Assicurazione: stimata come percentuale del Costo di Ricostruzione a Nuovo o CRN. Il CRN esprime il valore di un bene in funzione dei costi necessari per la sua riproduzione o sostituzione. Tale valore risulta come prodotto tra costo unitario (a metro quadro) e totale della superficie lorda costruita. Nella fattispecie, la stima del costo unitario (a metro quadro) viene effettuata tenendo conto del costo della manodopera, dei materiali impiegati e delle spese generali. Il calcolo può essere fatto, sulla scorta di analoghe e recenti realizzazioni o sulla base di prezzi ufficiali (es. DEI - Tipografia del Genio Civile).
- Accantonamenti per Manutenzione straordinaria: calcolati sul reddito lordo per ogni anno;
- Il modello non considera l'Iva e l'imposizione fiscale.

I ricavi

I ricavi sono costituiti dalla locazione delle superfici di ogni immobile.

L'andamento dei flussi di cassa adotta le seguenti puntualizzazioni:

- Continuità di percepimento dei canoni relativi agli spazi in locazione, con andamento allineato al recupero dell'inflazione;
- Tutti i flussi sono stati imputati al momento del loro generarsi.

Il modello di trasformazione verticale

Per la determinazione del valore finale dell'immobile, è stato predisposto un modello di trasformazione verticale che ipotizza la riconversione del fabbricato, in seguito ad una ristrutturazione/ricostruzione dell'immobile, ad una destinazione d'uso idonea al contesto di riferimento in cui il cespite è inserito.

Il modello si articola in uno schema con entrate (ricavi) ed uscite (costi; tra cui viene inserito anche il profitto del promotore) relativi alla ristrutturazione/ricostruzione dell'immobile oggetto di analisi.

RICAVI		
Ricavi da vendita	€/mq	Stimati come: sulla superficie commerciale
COSTI		
Costi di riconversione	€/mq	Stimati come: sulla superficie commerciale
Progettazione/direzione lavori e collaudi	7,00%	sui costi
Eventi Imprevisti	3,00%	sui costi
Oneri accessori	10,00%	sui costi
Oneri finanziari	5,00%	sui costi
Profitto del Promotore immobiliare	15,00%	sui ricavi
Commissioni di vendita	2,00%	sui ricavi
VALORE FINALE		
Valore Finale		Stimato come: Ricavi - Costi

Costi e ricavi, così determinati, sono stati indicizzati (in misura pari al tasso di inflazione) fino al periodo in cui si prevede che si concretizzino, ovvero l'anno successivo all'uscita del conduttore.

Come anticipato, considerato l'ampio orizzonte temporale di riferimento, le ipotesi formulate sono state determinate in funzione delle destinazioni d'uso presumibili in considerazione delle caratteristiche del contesto in cui l'immobile è inserito. I costi di riconversione tengono conto sia della destinazione d'uso finale ipotizzata che delle caratteristiche fisiche dell'immobile oggetto di trasformazione, oltre che della localizzazione.

I tassi

Il livello dei tassi è stato desunto dalle attuali condizioni medie del contesto economico e finanziario del mercato dei capitali (tassi praticati per operazioni immobiliari).

Nello sviluppo dei calcoli si ipotizza:

- **tasso di attualizzazione o di sconto dei flussi di cassa relativi al periodo di locazione:** in considerazione delle caratteristiche del contratto di locazione sottoscritto con Telecom Italia S.p.A. e delle garanzie in esso contenute è stato scelto un tasso in grado di tener conto del solo rischio di default del conduttore, pertanto in linea con i rendimenti di un'obbligazione emessa da Telecom Italia S.p.A. e di pari durata. Il tasso utilizzato è pari al 5,25%.

- **tasso di attualizzazione o di sconto per il valore finale:** per il valore finale dell'immobile, determinato attraverso il modello di trasformazione verticale precedentemente descritto, è stato utilizzato un tasso di attualizzazione determinato in funzione dell'inflazione, della tipologia, del rischio di remunerazione dell'operazione d'investimento immobiliare e del rischio imprenditoriale connesso all'immobilizzazione di capitale. Esso inoltre tiene in considerazione sia le caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia i rischi strettamente connessi al settore immobiliare, alla tipologia dell'immobile e alle condizioni del mercato immobiliare locale. Nella costruzione del tasso, per il ritorno dei mezzi propri, si è tenuto in considerazione il rischio specifico legato al singolo immobile,

tale rischio è stato calcolato sulla base del giudizio di appetibilità commerciale definito per ogni singolo cespite del portafoglio.

Tenendo in considerazione quanto sopra descritto si è proceduto a calcolare, con i tassi di sconto assunti, i valori attualizzati all’inizio del primo anno. La sommatoria dei flussi di cassa relativi a i periodi analizzati corrisponde al *Market Value* dell’immobile/i oggetto di valutazione.

3. COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE

Il patrimonio immobiliare oggetto della presente valutazione è composto da immobili a destinazione d'uso mista uffici e centraline telefoniche, dislocati nel territorio nazionale. Nella tabella sotto è indicata la localizzazione, la destinazione d'uso principale e la situazione locativa per ogni singolo immobile oggetto di stima.

La situazione locativa

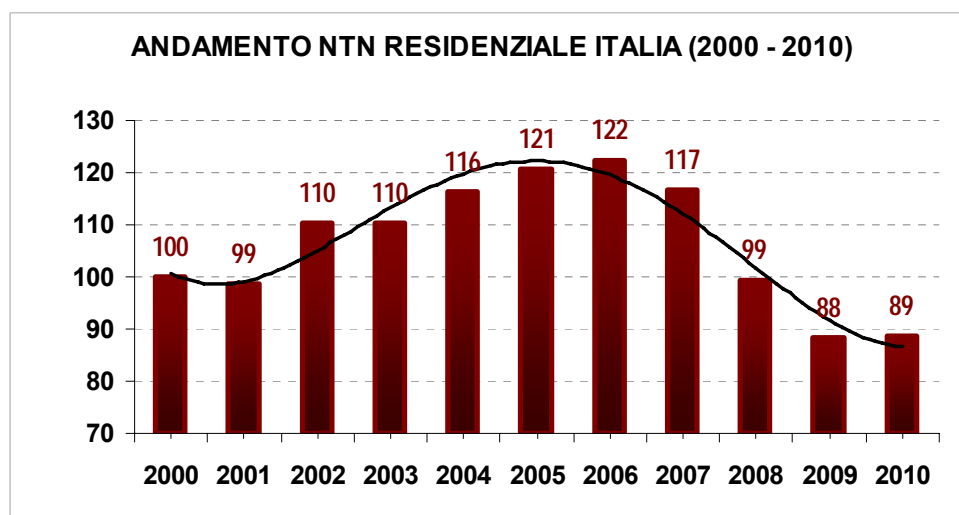
Indirizzo	Mono/Pluri Tenant	Destinazione d'uso principale	Superficie GLA (Gross Lettable Area)	Superficie Commerciale	Vacancy	Passing Rent
Via Del Serafico 200	pluritenant	office	29.549	27.869	24,20%	€ 5.429.823,84
Via Campi Flegrei,34	pluritenant	office	61.024	57.444	2,34%	€ 5.624.454,92
Via Del Tritone, 142	pluritenant	office	5.395	4.463	0,00%	€ 2.254.666,16
Via Bertola, 34	pluritenant	office	15.336	14.334	12,42%	€ 1.737.768,72
Via Alserio, 10	pluritenant	office	9.245	8.673	38,27%	€ 1.303.916,52
Corso Garibaldi 99	pluritenant	office	2.770	2.770	51,55%	€ 219.598,44
Via E.Chianesi	vacant	office	3.423	3.772	100,00%	€ 558,00
Via Delle Industrie, 11	pluritenant	office	10.844	10.465	19,60%	€ 1.051.488,96
Via Mezenile 11	vacant	office	7.200	4.446	100,00%	€ 0,00
Via Jervis 9 - Ico Ex Trasporti	monotenant	office	10.923	7.635	14,54%	€ 525.543,72
Corso Re Umberto, 25	pluritenant	office	3.679	3.217	30,76%	€ 178.281,48
Via Delle Conce,Snc	monotenant	Telephone Exchange	6.702	6.657	0,00%	€ 1.167.804,96
Via G. Borea,Snc	monotenant	Telephone Exchange	2.571	2.729	0,00%	€ 293.987,52
Via Plana,38	monotenant	Telephone Exchange	13.357	11.898	0,00%	€ 1.602.408,12
Via Della Bufalotta,241	monotenant	Office	3.706	4.078	0,00%	€ 650.137,92
Via Manzoni,2/8	monotenant	Office	6.880	6.117	0,00%	€ 745.898,04
Via Boiardo, 12	monotenant	Office	8.907	8.033	0,00%	€ 1.121.332,44
Via Molise,Snc	monotenant	Office	12.898	11.268	0,00%	€ 1.472.153,04
Via Rovigo,10	monotenant	Office	2.905	2.382	0,00%	€ 301.593,36
Via Taegio N,3	monotenant	Telephone Exchange	8.662	8.034	0,00%	€ 909.690,24
Via Ugo La Malfa,99	monotenant	Office	12.894	12.093	0,00%	€ 1.248.593,16
Via Po,7	monotenant	Telephone Exchange	5.974	5.337	0,00%	€ 600.491,28
Via Dandolo, 12	monotenant	Telephone Exchange	7.001	7.705	0,00%	€ 389.208,60
Via A. Da Brescia,Snc	monotenant	Office	3.904	4.599	0,00%	€ 407.294,52
Strada Privata Per Cascina Malpaga	monotenant	Telephone Exchange	12.393	9.750	0,00%	€ 683.615,28
Piazza G. Matteotti,2/4	monotenant	Office	4.371	3.695	0,00%	€ 505.749,72
Via A. Testi Rasponi,8	monotenant	Telephone Exchange	2.692	2.662	0,00%	€ 237.274,08
Via Masaccio,26	monotenant	Telephone Exchange	5.016	5.046	0,00%	€ 324.350,40
			280.220	257.169		30.987.683

4. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE

La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso residenziale

L'andamento del numero di transazioni normalizzate (NTN)¹, indicatore dei volumi di compravendita, del settore residenziale, ha segnato una chiara inversione di tendenza a partire dal 2007 dopo un decennio di decisa crescita iniziato nel 1997 e conclusosi nel 2006, anno in cui le compravendite hanno raggiunto il massimo storico di 845.051, con un incremento del 75% circa rispetto al '96. La contrazione del mercato residenziale si è accentuata nel 2008 (-15%) e nel 2009 (-11%), mentre i dati del 2010 mostrano i primi segnali di stabilità con un debole + 0,4%.

ANDAMENTO NTN RESIDENZIALE ITALIA (2000 - 2010)												
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STOCK	Val. Ass.	27.422.342	27.864.013	28.328.810	28.813.090	29.288.615	29.771.179	30.474.257	31.210.878	32.024.611	32.234.785	32.649.253
	Var. %		1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	2,4%	2,4%	2,6%	0,7%	1,3%
NTN	Val. Ass.	690.478	681.264	761.522	762.086	804.126	833.350	845.051	806.225	686.587	609.145	611.878
	Var. %		-1,3%	11,8%	0,1%	5,5%	3,6%	1,4%	-4,6%	-14,8%	-11,3%	0,4%
IMI	Val. Ass.	2,5%	2,4%	2,7%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	2,1%	1,9%	1,9%
	Var. %		-2,9%	9,9%	-1,6%	3,8%	2,0%	-0,9%	-6,8%	-17,0%	-11,9%	-0,8%



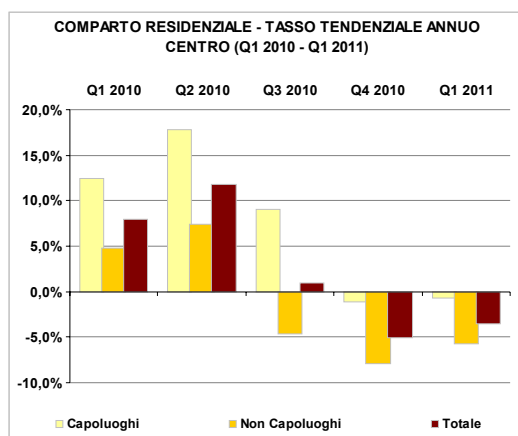
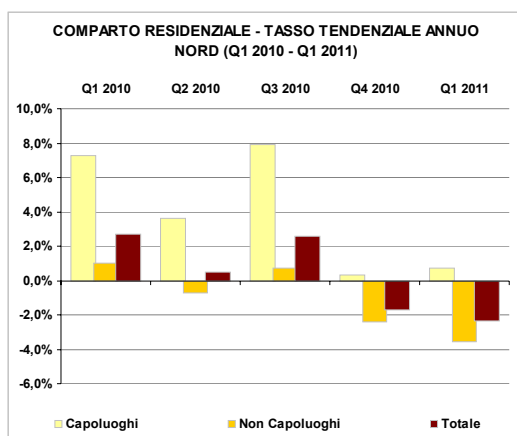
Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

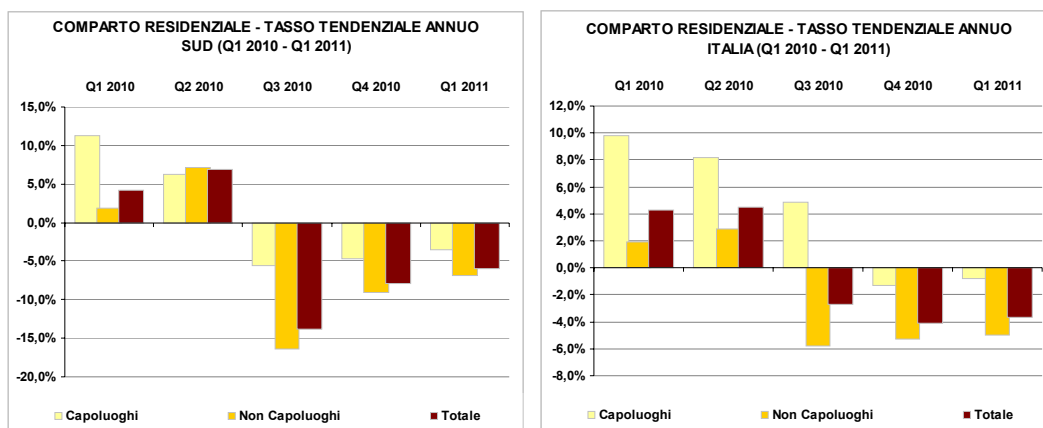
¹ Numero di transazioni di unità immobiliari "normalizzate" (Le compravendite dei diritti di proprietà sono "contate" relativamente a ciascuna unità immobiliare tenendo conto della quota di proprietà oggetto di transazione; ciò significa che se di un'unità immobiliare è compravenduta una frazione di quota di proprietà, per esempio il 50%, essa non è contata come una transazione, ma come 0,5 transazioni).

Tuttavia, se analizziamo il tasso tendenziale annuo del volume di compravendite trimestrali (variazione percentuale di un trimestre sullo stesso trimestre dell'anno precedente), nell'ultimo trimestre del 2010 si è stata registrata una flessione del 4,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale flessione è proseguita anche nel primo trimestre del 2011 coinvolgendo tutte le macro aree (Nord, Centro e Sud).

COMPARTO RESIDENZIALE - NTN TRIMESTRALE MACRO AREE (I QTR 10 - I QTR 11)						
Livello territoriale		Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
NORD	Capoluoghi	20.063	24.917	18.640	24.476	20.207
	Non Capoluoghi	49.871	61.429	47.819	64.177	48.104
	Totale	69.934	86.346	66.459	88.653	68.311
CENTRO	Capoluoghi	13.229	16.288	12.572	14.983	13.133
	Non Capoluoghi	17.363	20.801	15.769	20.075	16.367
	Totale	30.592	37.089	28.341	35.058	29.500
SUD	Capoluoghi	11.032	12.585	8.914	11.851	10.636
	Non Capoluoghi	30.359	35.385	25.526	33.680	28.272
	Totale	41.391	47.970	34.440	45.531	38.908
ITALIA	Capoluoghi	44.324	53.790	40.125	51.310	43.976
	Non Capoluoghi	97.593	117.615	89.114	117.933	92.742
	Totale	141.917	171.405	129.240	169.243	136.718

COMPARTO RESIDENZIALE - TASSO TENDENZIALE ANNUO MACRO AREE (I QTR 10 - I QTR 11)						
Livello territoriale		Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
NORD	Capoluoghi	7,3%	3,6%	7,9%	0,3%	0,7%
	Non Capoluoghi	1,0%	-0,7%	0,7%	-2,4%	-3,5%
	Totale	2,7%	0,5%	2,6%	-1,7%	-2,3%
CENTRO	Capoluoghi	12,5%	17,8%	9,0%	-1,1%	-0,7%
	Non Capoluoghi	4,8%	7,4%	-4,6%	-7,9%	-5,7%
	Totale	8,0%	11,8%	1,0%	-5,1%	-3,6%
SUD	Capoluoghi	11,3%	6,3%	-5,6%	-4,7%	-3,6%
	Non Capoluoghi	1,9%	7,2%	-16,4%	-9,0%	-6,9%
	Totale	4,2%	6,9%	-13,8%	-7,9%	-6,0%
ITALIA	Capoluoghi	9,8%	8,2%	4,9%	-1,3%	-0,8%
	Non Capoluoghi	1,9%	2,9%	-5,8%	-5,3%	-5,0%
	Totale	4,3%	4,5%	-2,7%	-4,1%	-3,7%





Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

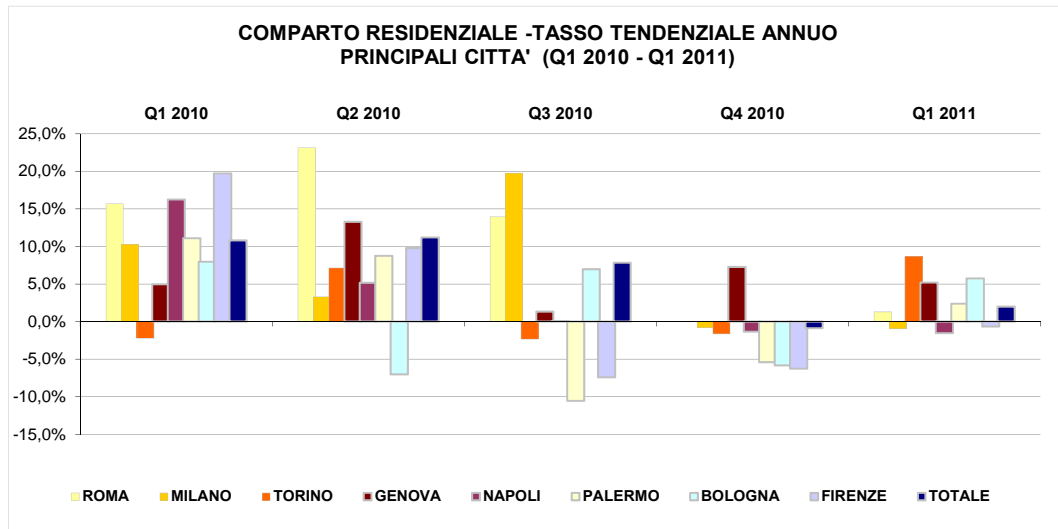
Ripartendo le macro aree per comuni capoluoghi e resto della provincia, si nota come l'unica eccezione alla discesa delle transazioni sia data dai capoluoghi del Nord con un debole +0,7%.

Se spostiamo l'analisi sulle otto più grandi città italiane per popolazione, si osserva, in questo caso, un tasso tendenziale positivo nel primo trimestre del 2011, con i volumi delle compravendite di abitazioni che registrano complessivamente una variazione pari a +2,0%.

Il mercato immobiliare residenziale di Roma, in forte ripresa nel 2010, nel I trimestre 2011 cresce del +1,3% rispetto al I trimestre 2010. Crescono le compravendite anche a Torino (+8,7%), a Bologna (+5,7%), a Genova (+5,2%) e a Palermo (+2,4%), diminuiscono leggermente a Milano, Napoli e Firenze.

Città	COMPARTO RESIDENZIALE - NTN TRIMESTRALE PRINCIPALI CITTA' (Q1 2010 - Q1 2011)					COMPARTO RESIDENZIALE -TASSO TENDENZIALE ANNUO PRINCIPALI CITTA' (Q1 2010 - Q1 2011)				
	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
ROMA	7.565	9.634	7.369	8.598	7.663	15,7%	23,1%	14,0%	0,0%	1,3%
MILANO	4.288	5.451	3.966	5.144	4.248	10,3%	3,3%	19,7%	-0,8%	-0,9%
TORINO	2.584	3.267	2.387	3.024	2.808	-2,2%	7,1%	-2,3%	-1,6%	8,7%
GENOVA	1.541	1.903	1.507	1.920	1.621	5,0%	13,3%	1,3%	7,3%	5,2%
NAPOLI	1.637	1.934	1.287	1.760	1.612	16,3%	5,2%	0,1%	-1,3%	-1,5%
PALERMO	1.348	1.552	999	1.449	1.380	11,1%	8,8%	-10,6%	-5,4%	2,4%
BOLOGNA	1.044	1.340	1.057	1.263	1.104	8,0%	-7,0%	7,0%	-5,8%	5,7%
FIRENZE	1.068	1.267	861	1.154	1.061	19,7%	9,8%	-7,4%	-6,3%	-0,7%
TOTALE	21.075	26.348	19.433	24.312	21.497	10,8%	11,2%	7,8%	-0,9%	2,0%

Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio



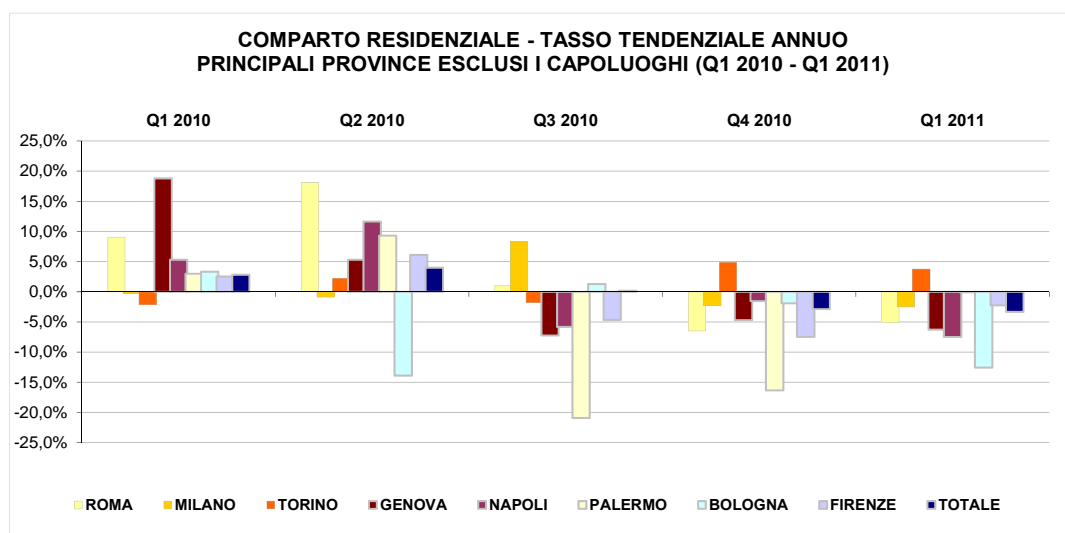
Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Nelle province delle principali città il primo trimestre del 2011 segna diminuzioni generalizzate con l'unica eccezione per la provincia di Torino che registra un +3,8% continuando il trend positivo registrato nell'ultimo trimestre del 2010.

Una forte diminuzione delle compravendite si rileva nel resto della provincia di Bologna con -12,6%. Decise perdite di volumi scambiati, oltre il 5%, si rilevano nelle province di Napoli, Genova e Roma.

COMPARTO RESIDENZIALE - NTN TRIMESTRALE PRINCIPALI PROVINCE ESCLUSI I CAPOLUOGHI (Q1 2010 - Q1 2011)						COMPARTO RESIDENZIALE - TASSO TENDENZIALE ANNUO PRINCIPALI PROVINCE ESCLUSI I CAPOLUOGHI (Q1 2010 - Q1 2011)				
	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
MILANO	4.291	5.307	3.854	4.860	4.073	9,1%	18,1%	1,0%	-6,5%	-5,1%
ROMA	7.741	9.681	6.998	9.818	7.548	-0,3%	-0,9%	8,3%	-2,3%	-2,5%
MILANO	3.551	4.662	3.663	4.996	3.685	-2,2%	2,2%	-1,8%	4,9%	3,8%
TORINO	809	889	692	975	758	18,8%	5,3%	-7,2%	-4,7%	-6,3%
GENOVA	2.686	3.211	2.101	2.961	2.485	5,3%	11,6%	-5,8%	-1,5%	-7,5%
NAPOLI	1.196	1.409	951	1.234	1.195	3,0%	9,3%	-20,9%	-16,3%	-0,1%
PALERMO	1.736	1.995	1.497	2.169	1.518	3,3%	-13,9%	1,3%	-1,9%	-12,6%
BOLOGNA	1.369	1.730	1.148	1.528	1.338	2,5%	6,1%	-4,7%	-7,5%	-2,3%
FIRENZE	23.379	28.884	20.904	28.541	22.600	2,8%	4,0%	0,2%	-2,9%	-3,3%
TOTALE										

Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

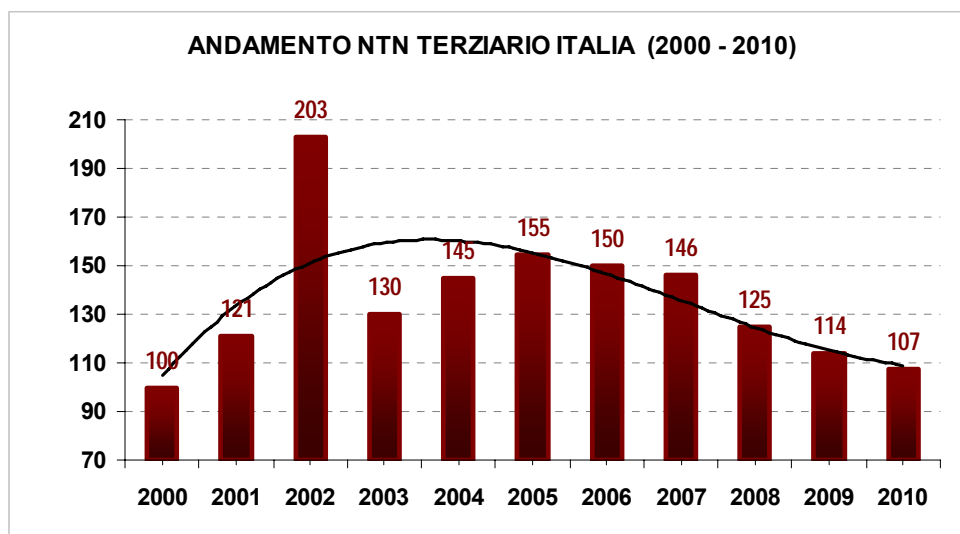


Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso terziario

La serie storica del numero di transazioni di unità immobiliari ad uso ufficio dal 2000 al 2010, nella tabella sotto, rileva come, dopo gli ultimi segnali di crescita del 2005, il mercato abbia subito una frenata nel 2006 a cui sono seguiti 4 periodi negativi, per un perdita complessiva di circa il 30% delle compravendite (2010 su 2005). Rispetto al 2009, il volume delle compravendite perde quasi il 6%.

ANDAMENTO NTN TERZIARIO ITALIA (2000 - 2010)												
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STOCK	Val. Ass.	413.942	430.033	448.715	474.456	491.506	510.029	530.849	564.335	584.150	621.162	637.623
	Var. %		3,9%	4,3%	5,7%	3,6%	3,8%	4,1%	6,3%	3,5%	6,3%	2,7%
NTN	Val. Ass.	14.213	17.214	28.879	18.507	20.569	21.990	21.282	20.732	17.718	16.163	15.248
	Var. %		21,1%	67,8%	-35,9%	11,1%	6,9%	-3,2%	-2,6%	-14,5%	-8,8%	-5,7%
IMI	Val. Ass.	3,4%	4,0%	6,4%	3,9%	4,2%	4,3%	4,0%	3,7%	3,0%	2,6%	2,4%
	Var. %		16,6%	60,8%	-39,4%	7,3%	3,0%	-7,0%	-8,4%	-17,4%	-14,2%	-8,1%

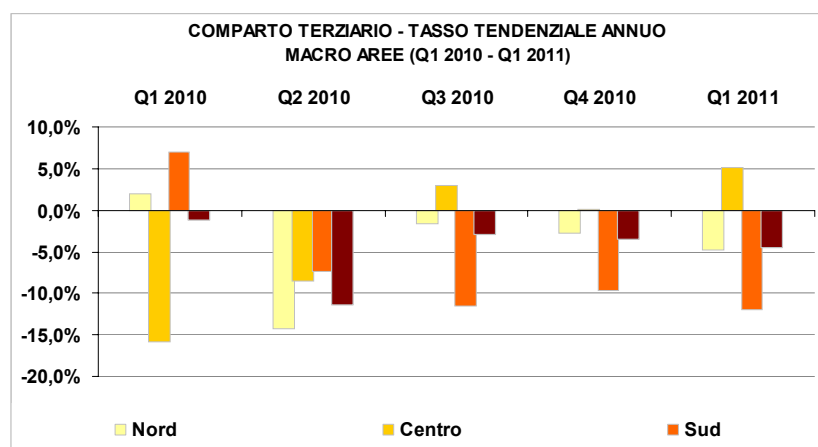


Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Con 3.258 transazioni, il settore terziario mostra anche nel primo trimestre 2011 un tasso tendenziale annuo in calo (-4,4%) che segue le variazioni trimestrali tutte negative registrate nel corso del 2010. La contrazione risulta piuttosto accentuata al Sud (-12,0%), più lieve al Nord (-4,7%), mentre al Centro si registra un aumento (+5,1%) rispetto al primo trimestre 2010.

COMPARTO TERZIARIO - NTN TRIMESTRALE MACRO AREE (Q1 2010 - Q1 2011)					
Macroarea	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Nord	1.967	2.100	1.647	3.095	1.874
Centro	673	800	690	1.135	707
Sud	769	950	629	904	677
Italia	3.409	3.850	2.967	5.134	3.258

COMPARTO TERZIARIO - TASSO TENDENZIALE ANNUO MACRO AREE (Q1 2010 - Q1 2011)					
Macroarea	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
Nord	1,9%	-14,2%	-1,7%	-2,8%	-4,7%
Centro	-15,9%	-8,5%	3,0%	0,1%	5,1%
Sud	7,0%	-7,3%	-11,5%	-9,7%	-12,0%
Italia	-1,2%	-11,4%	-2,9%	-3,5%	-4,4%



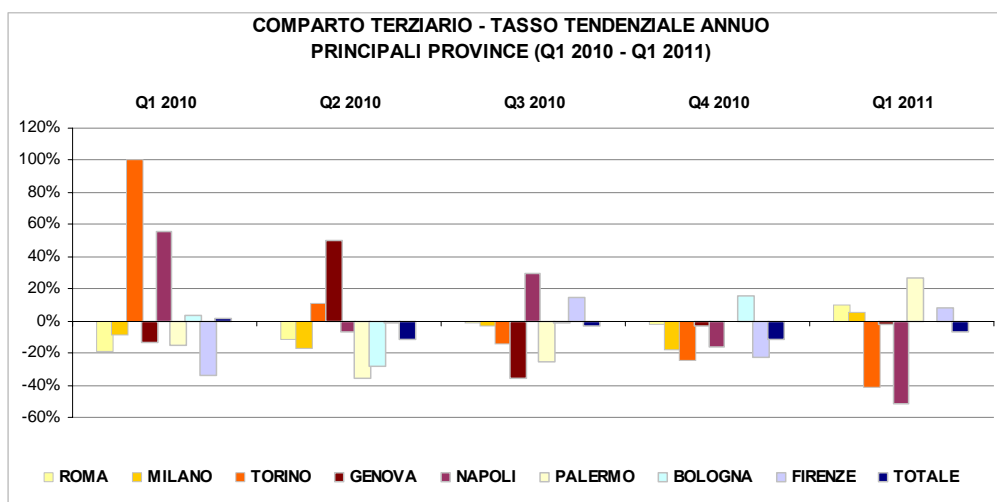
Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Analizzando le province delle maggiori città italiane, gli andamenti risultano molto differenziati, anche in considerazione dell'esiguo numero di compravendite che si registrano in un trimestre, per cui le variazioni percentuali possono risultare elevate a fronte di lievi variazioni in termini assoluti. Nel primo trimestre 2011 nelle province delle otto principali città italiane si sono avute

complessivamente circa 980 transazioni per il settore terziario, che perde quindi il 7,0% del volume di compravendite rispetto allo stesso trimestre del 2010.

In particolare, mentre i mercati delle province di Roma, Milano, Firenze e Palermo crescono, le altre province perdono, con picchi decisamente negativi a Torino e Napoli.

COMPARTO TERZIARIO - NTN TRIMESTRALE PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)						COMPARTO TERZIARIO - TASSO TENDENZIALE ANNUO PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)				
Province	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
ROMA	221	242	243	333	244	-18,8%	-11,7%	-1,6%	-2,1%	10,4%
MILANO	344	380	297	547	363	-8,3%	-17,4%	-3,6%	-17,9%	5,5%
TORINO	166	125	79	116	98	100,0%	10,6%	-14,1%	-24,2%	-41,0%
GENOVA	39	51	30	61	38	-13,3%	50,0%	-36,2%	-3,2%	-2,6%
NAPOLI	112	107	88	110	54	55,6%	-7,0%	29,4%	-16,0%	-51,8%
PALERMO	34	37	32	44	43	-15,0%	-36,2%	-25,6%	0,0%	26,5%
BOLOGNA	102	93	96	157	102	3,0%	-27,9%	-1,0%	15,4%	0,0%
FIRENZE	39	67	48	80	42	-33,9%	-1,5%	14,3%	-22,3%	7,7%
TOTALE	1.057	1.102	913	1.448	984	1,1%	-11,9%	-3,3%	-11,5%	-6,9%



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Rendimenti Prime

Rispetto allo scorso trimestre si è registrata una stabilità complessiva dei rendimenti. Si è rilevata, però, una contrazione a Roma ed un incremento nelle città secondarie. Gli incrementi sono segnalati in particolare nelle zone dell'hinterland, considerate tradizionalmente più rischiose. Forte ricerca di "trophy asset" nelle zone centrali delle metropoli con un'offerta di prodotti esigua. Situazione opposta nelle zone periferiche delle città e nelle città minori, dove la domanda è minima e la disponibilità più cospicua. In generale aumenta il differenziale di rendimento atteso fra *Centro-CBD* e le zone dell'hinterland.

RENDIMENTI PRIME Q1 2011 (%)						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Centro-Cbd	5,00%	5,50%	6.25%	6.20%	6.00%	5.00%
Semicentro	6.50%	6.50%	7.00%	6.90%	6.00%	6.00%
Periferia	7.25%	7.50%	7.25%	7.30%	6.50%	7.50%
Hinterland	7.60%	8.00%	7.50%	7,80%	7.20%	8.00%

Fonte: Ufficio Sudi Gabetti

Canoni Prime

Su base trimestrale si è registrata una flessione dei canoni prime dell'1.3% a livello italiano. Hanno tenuto meglio le aree centrali (-1.0%) e quelle dell'hinterland (+0.1%) dove si trovano i canoni più ridotti e molti prodotti nuovi. I canoni a Napoli hanno fatto registrare generalizzate contrazioni. Più selettive le diminuzioni a Bologna che comunque hanno coinvolto semicentro, periferia e i centri direzionali, dove vi è stata una riduzione da 175 a 170 € al mq anno. A Milano diversi *deals* significativi sono stati conclusi in Centro, principalmente da Banche d'investimento e Studi legali, favorendo la buona tenuta dei valori. A Roma lo stesso risultato è stato assicurato da *tenant* del settore energetico, assicurativo e dalla pubblica amministrazione. Se la tendenza dovesse essere confermata, si può ipotizzare una leggera crescita nei prossimi mesi, a partire dalla zone centrali, più prestigiose e servite.

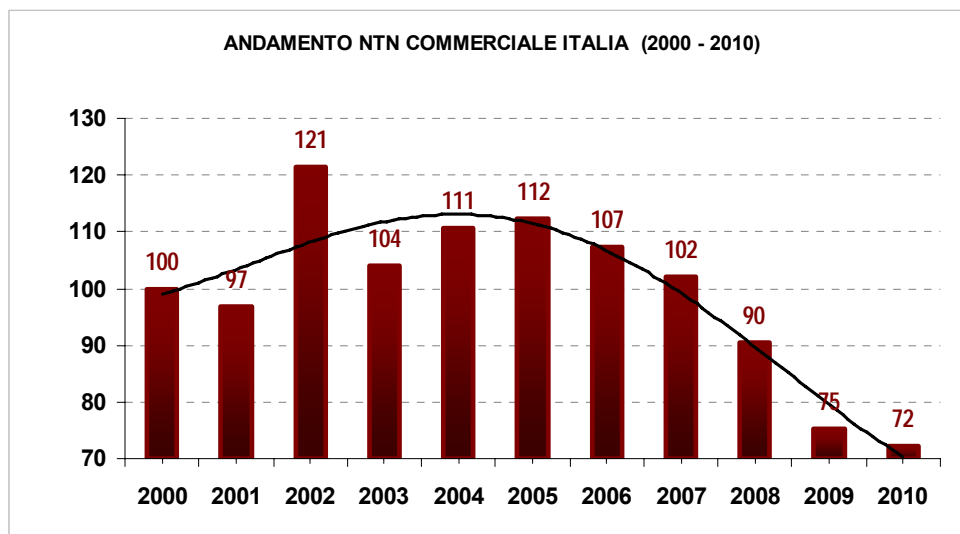
CANONI PRIME Q1 2011 (€/MQ/ANNO)						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Centro-Cbd	450	400	168	200	300	180
Semicentro	300	320	144	175	180	144
Periferia	200	120	102	145	150	90
Hinterland	160	100	96	120	144	72

Fonte: Ufficio Sudi Gabetti

La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso commerciale

La serie storica delle compravendite per il settore commerciale, dal 2000 al 2010, indica un trend negativo, cominciato nel 2006 ed accentuatosi negli anni successivi. Nel 2010 le transazioni sono circa il 35% in meno rispetto al 2005, punto di massimo raggiunto, e inferiori del 4% rispetto al 2009.

		ANDAMENTO NTN COMMERCIALE ITALIA (2000 - 2010)										
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STOCK	Val. Ass.	2.303.855	2.342.642	2.387.022	2.394.129	2.465.977	2.502.829	2.545.031	2.609.243	2.647.400	2.677.697	2.707.347
	Var. %		1,7%	1,9%	0,3%	3,0%	1,5%	1,7%	2,5%	1,5%	1,1%	1,1%
NTN	Val. Ass.	49.065	47.556	59.544	51.059	54.309	55.035	52.684	50.136	44.332	36.880	35.423
	Var. %		-3,1%	25,2%	-14,2%	6,4%	1,3%	-4,3%	-4,8%	-11,6%	-16,8%	-4,0%
IMI	Val. Ass.	2,1%	2,0%	2,5%	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%	1,7%	1,4%	1,3%
	Var. %		-4,7%	22,9%	-14,5%	3,3%	-0,2%	-5,9%	-7,2%	-12,9%	-17,7%	-5,0%



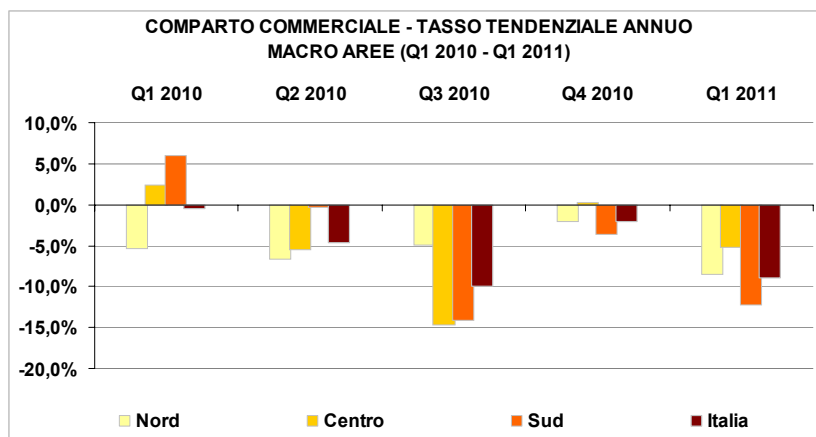
Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Analizzando i dati trimestrali, il 2010 ha registrato per tutti i trimestri un numero di transazioni inferiore rispetto al 2009.

Nel primo trimestre del 2011, il settore commerciale registra una variazione tendenziale negativa pari al -8,9%. La flessione del trimestre va attribuita principalmente alle regioni del Sud e del Nord con cali, rispettivamente, del 12,3% e dell' 8,4%. Meno grave risulta la perdita nelle regioni del Centro (5,2%). Nel settore commerciale, quindi, tornano nel 2011 ad acutizzarsi le perdite in tutte le macroaree, dopo un 2010 nel quale il Centro e il Sud si erano distinte dal Nord per la comparsa di qualche segno positivo nei tassi tendenziali.

COMPARTO COMMERCIALE - NTN TRIMESTRALE MACRO AREE (Q1 2010 -Q1 2011)					
Macroarea	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Nord	4.154	4.748	3.364	5.434	3.803
Centro	1.892	2.103	1.540	2.394	1.793
Sud	2.636	2.889	1.990	2.927	2.312
Italia	8.682	9.740	6.894	10.755	7.908

COMPARTO COMMERCIALE - TASSO TENDENZIALE ANNUO MACRO AREE (Q1 2010 - Q1 2011)					
Macroarea	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
Nord	-5,3%	-6,6%	-5,0%	-2,1%	-8,4%
Centro	2,3%	-5,5%	-14,6%	0,3%	-5,2%
Sud	5,9%	-0,4%	-14,2%	-3,7%	-12,3%
Italia	-0,5%	-4,6%	-10,0%	-2,0%	-8,9%



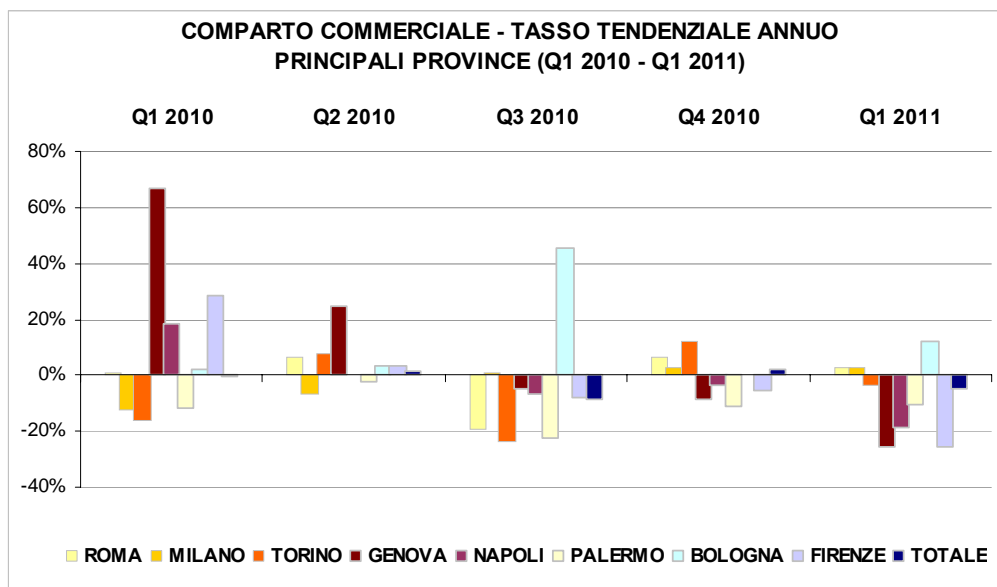
Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Complessivamente le otto province delle principali città segnano nel primo trimestre del 2011 un calo del -5,0% seppure con segni e valori diversi.

Si rilevano le buone performance dei mercati provinciali di Roma (+2,3%), Milano (+2,7%) e Bologna, che realizza un +12,4% (si tratta di un mercato di ridotte dimensioni).

Variazioni negative si rilevano nelle altre province con punte a Napoli, Genova e Firenze.

COMPARTO COMMERCIALE - NTN TRIMESTRALE PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)						COMPARTO COMMERCIALE - TASSO TENDENZIALE ANNUO PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)				
Province	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
ROMA	615	689	502	745	630	1,0%	6,3%	-19,0%	6,3%	2,4%
MILANO	808	983	723	1.118	829	-12,6%	-6,6%	0,8%	2,6%	2,6%
TORINO	318	417	260	450	307	-16,1%	7,5%	-23,5%	12,2%	-3,5%
GENOVA	185	195	106	150	138	66,7%	25,0%	-4,5%	-8,5%	-25,4%
NAPOLI	373	416	299	374	304	18,4%	0,0%	-6,6%	-3,9%	-18,5%
PALERMO	130	136	80	117	116	-11,6%	-2,2%	-22,3%	-11,4%	-10,8%
BOLOGNA	138	197	138	201	155	2,2%	3,1%	45,3%	0,5%	12,3%
FIRENZE	198	226	146	216	147	28,6%	3,2%	-8,2%	-5,7%	-25,8%
TOTALE	2.765	3.259	2.254	3.371	2.626	-0,3%	1,5%	-8,6%	2,0%	-5,0%



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Rendimenti Prime

Sul fronte dei *prime yields* si è registrata una flessione dei rendimenti in centro, con un innalzamento nelle zone più periferiche. A Bologna si tocca adesso l'8,00% nell'hinterland. Il rendimento minimo è nel centro di Napoli con il 3,30%.

RENDIMENTI PRIME Q1 2011 (%)						
Location	Milano	Roma	Napoli	Bologna	Firenze	Padova
Centro-Cbd	5,00%	5,25%	3,30%	6,00%	5,50%	6,00%
Semicentro	6,25%	5,75%	5,60%	7,00%	6,50%	7,00%
Periferia	7,00%	6,75%	6,50%	7,50%	6,50%	7,25%
Hinterland	7,50%	7,50%	6,50%	8,00%	7,00%	7,50%

Fonte: Ufficio Corporate Gabetti

Canoni Prime

L'andamento dei *prime rent* evidenzia nel primo *quarter* dell'anno una flessione del 3,6% rispetto al periodo precedente. Le zone più care si confermano il centro di Roma e Milano. La contrazione dei valori è stata più intensa nelle zone periferiche dove la diminuzione ha raggiunto il -6,5%. Maggiore la tenuta nelle zone prestigiose centrali. L'hinterland più caro è quello di Napoli con una media di 260 €/mq/anno.

CANONI PRIME Q1 2011 (€/MQ/ANNO)						
Location	Milano	Roma	Napoli	Bologna	Firenze	Padova
Centro-Cbd	2000	2500	700	1800	1200	600
Semicentro	600	950	490	350	300	220
Periferia	350	350	330	200	280	150
Hinterland	150	150	260	190	250	120

Fonte: Ufficio Corporate Gabetti

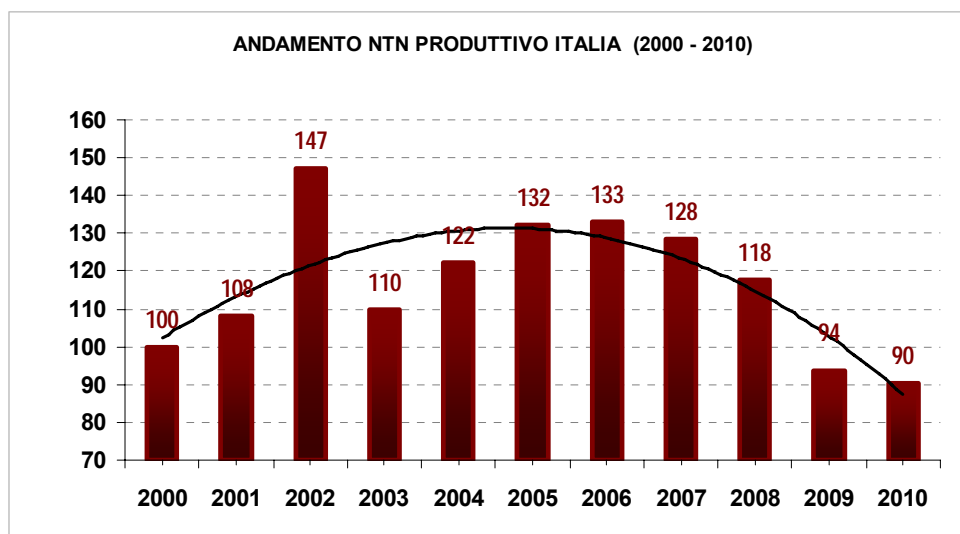
La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso produttivo

La serie storica dei volumi di compravendita per il mercato immobiliare produttivo (capannoni ed industrie) dal 2000 evidenzia un mercato in moderata crescita fino al 2006, seguita da una prima flessione nel 2007 ed un peggioramento progressivo fino al 2010.

Il 2009 segna il dato peggiore con un -20% rispetto all'anno precedente e un -30% rispetto al 2006, anno in cui è iniziata la decrescita.

Nel 2010 rallenta la decrescita, ma le transazioni diminuiscono ancora (-3,5% rispetto al 2009).

ANDAMENTO NTN PRODUTTIVO ITALIA (2000 - 2010)												
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STOCK	Val. Ass.	400.850	423.201	490.240	490.240	536.333	555.545	575.493	602.063	623.401	636.977	654.537
	Var. %		5,6%	15,8%	0,0%	9,4%	3,6%	3,6%	4,6%	3,5%	2,2%	2,8%
NTN	Val. Ass.	13.098	14.191	19.285	14.381	16.034	17.343	17.418	16.812	15.398	12.281	11.847
	Var. %		8,3%	35,9%	-25,4%	11,5%	8,2%	0,4%	-3,5%	-8,4%	-20,2%	-3,5%
IMI	Val. Ass.	3,3%	3,4%	3,9%	2,9%	3,0%	3,1%	3,0%	2,8%	2,5%	1,9%	1,8%
	Var. %		2,6%	17,3%	-25,4%	1,9%	4,4%	-3,0%	-7,7%	-11,5%	-21,9%	-6,1%



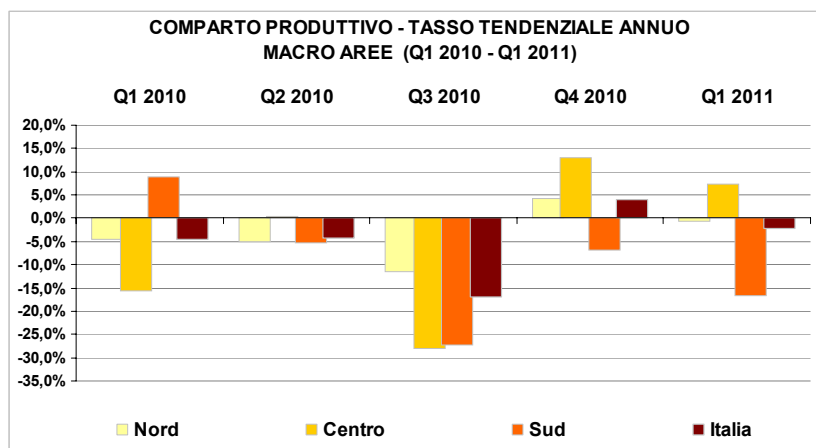
Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Osservando l'andamento trimestrale, la serie storica mostra nei primi due trimestri del 2010 una decrescita più moderata rispetto al terzo trimestre (-16,9%) e un quarto trimestre positivo.

Il primo trimestre del 2011, mostra ancora un tasso tendenziale negativo pari a -2,1%. Si tratta di una diminuzione dei volumi di compravendita dovuta al lieve calo delle transazioni al Nord (-0,6%), e alla sensibile perdita di transazioni al Sud (-16,6%), solo in parte compensata dall'aumento registrato nell'area del Centro (+7,4%).

COMPARTO PRODUTTIVO - NTN TRIMESTRALE MACRO AREE (Q1 2010 -Q1 2011)					
Macroarea	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Nord	1.693	2.123	1.585	2.861	1.683
Centro	398	475	332	653	427
Sud	435	439	303	550	363
ITALIA	2.526	3.037	2.220	4.064	2.473

COMPARTO PRODUTTIVO - TASSO TENDENZIALE ANNUO MACRO AREE (Q1 2010 - Q1 2011)					
Macroarea	Δ Q1 09/10	Δ Q2 09/10	Δ Q3 09/10	Δ Q4 09/10	Δ Q1 10/11
Nord	-4,5%	-4,9%	-11,5%	4,3%	-0,6%
Centro	-15,6%	0,4%	-28,1%	13,1%	7,4%
Sud	9,0%	-5,4%	-27,3%	-6,8%	-16,6%
Italia	-4,4%	-4,2%	-16,9%	3,9%	-2,1%

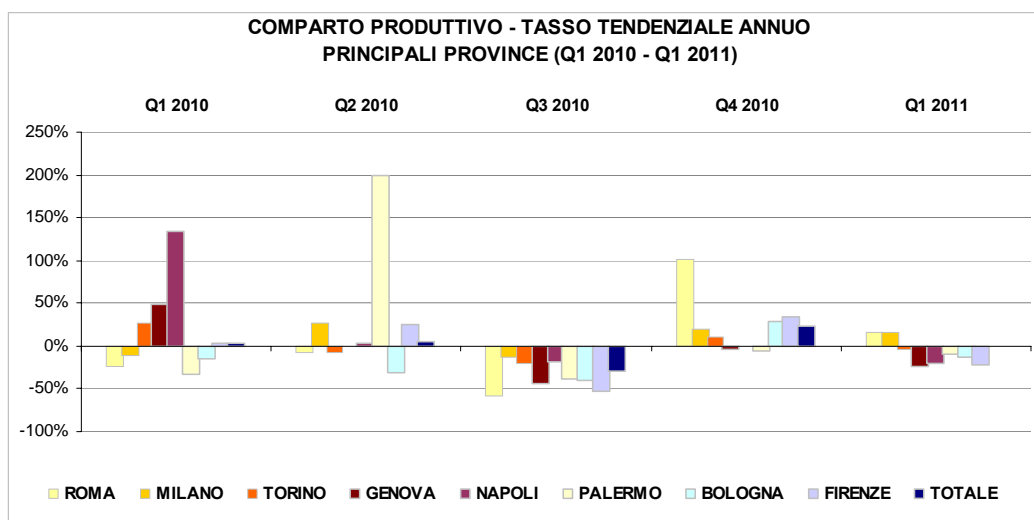


Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Con 613 transazioni di immobili nel settore produttivo, le otto province delle principali città sono complessivamente in linea con lo stesso trimestre dell'anno precedente, anche se con segni e valori diversi nelle singole province. Dal grafico è possibile infatti rilevare il buon risultato nel primo

trimestre 2011 di Roma e Milano al quale si contrappongono i segni negativi di tutte le altre province.

COMPARTO PRODUTTIVO - NTN TRIMESTRALE PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)					COMPARTO PRODUTTIVO - TASSO TENDENZIALE ANNUO PRINCIPALI PROVINCE (Q1 2010 - Q1 2011)					
Province	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Δ Q1 10/09	Δ Q2 10/09	Δ Q3 10/09	Δ Q4 10/09	Δ Q1 11/10
ROMA	50	67	31	133	58	-23%	-8%	-59%	102%	16%
MILANO	200	317	196	382	233	-11%	26%	-12%	19%	17%
TORINO	159	188	118	223	153	26%	-8%	-20%	12%	-4%
GENOVA	34	30	23	42	26	48%	0%	-44%	-5%	-24%
NAPOLI	56	32	30	44	45	133%	3%	-19%	0%	-20%
PALERMO	10	15	8	16	9	-33%	200%	-38%	-6%	-10%
BOLOGNA	55	54	51	123	48	-15%	-31%	-40%	29%	-13%
FIRENZE	52	44	33	76	41	4%	26%	-52%	33%	-21%
TOTALE	616	747	490	1.039	613	4%	6%	-29%	23%	0%



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Rendimenti Prime

Rispetto allo scorso trimestre si è registrato un incremento dei rendimenti nell'ordine di 10 *basis point*. I valori più elevati si raggiungono nell'hinterland di Bologna con l'8,20% mentre i più ridotti nelle periferie di Napoli, Firenze e Padova con il 7,00%. I differenziali dei rendimenti tuttavia non risultano elevati né fra le diverse città, né fra periferia e hinterland. Contenuti in 50 *basis point* i differenziali nei rendimenti prime a Milano, fra le zone periferiche e quelle dell'hinterland. A Napoli continua il rientro dall'hinterland verso la periferia, in direzione dei centri industriali, che potrebbe portare ad un allineamento futuro dei valori.

RENDIMENTI PRIME Q1 2011 (%)						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Periferia	7,25%	7,25%	7,00%	7,60%	7,00%	7,00%
Hinterland	7,75%	7,80%	7,50%	8,20%	8,20%	7,20%

Fonte: Ufficio Corporate Gabetti

Canoni Prime

Si è registrata una flessione dei canoni prime del 4.9% nel primo trimestre 2011 a livello italiano. Dal punto di vista dei comportamenti commerciali, si conferma una differenza significativa a seconda della tipologia della proprietà. Non è quindi prassi concedere dei periodi di free rent nel settore industriale. Diversa la logistica, che vede la proprietà rappresentata da Fondi, dove i periodi di free rent sono consueti. Firenze è la realtà con i canoni medi più alti. Napoli è la città dove i canoni sono più contenuti e continuano a ridimensionarsi. Le clausole di break option sono previste con disdette possibili di solito a partire dal 3°-4° anno. La durata locativa di solito è la classica 6+6.

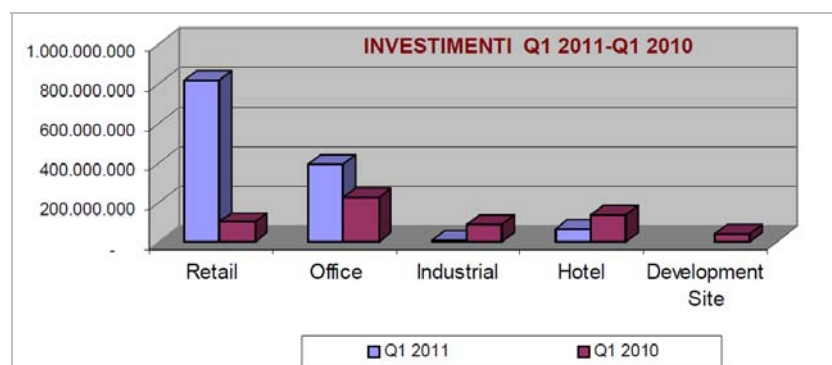
CANONI PRIME Q1 2011 (€/MQ/ANNO)						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Periferia	55	63	48	48	72	35
Hinterland	48	50	40	42	68	30

Fonte: Ufficio Corporate Gabetti

Capital Market

Incremento complessivo del valore delle transazioni nel *Capital Market*, passate nel 1° trimestre dell'anno da 608 (ml €) a 1.294 (ml €). Molto significativo il progresso registrato nel settore Commerciale che ha beneficiato di investimenti per 818 (ml €), rispetto ai 103 (ml €) dello scorso anno. In miglioramento l'andamento del settore Direzionale/Uffici che nel 1° trimestre 2011 ha fatto registrare un volume di transazioni pari a 397 (ml €), in crescita del 72,7%. Flessione degli investimenti negli altri settori. In particolare, nel segmento *Development* non si sono rilevate transazioni significative; negli Hotel si è registrata una diminuzione da 141 (ml €) a 69 (ml €); nel comparto Industriale – Logistico gli investimenti ammontano a soli 9,6 (ml €) a fronte dei 90 (ml €) dello stesso periodo dell'anno precedente (Fonte: RCA).

INVESTIMENTI PER SETTORE - Q1 2011 / Q1 2010		
Settore	Q1 2011	Q1 2010
Retail	818.050.000	103.300.000
Office	397.300.000	230.000.000
Industrial	9.600.000	90.335.000
Hotel	69.600.000	141.500.000
Development Site	-	43.000.000
Total	1.294.550.000	608.135.000



Fonte: Ufficio Corporate Gabetti

5. VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE

Market Value (MV)

Da quanto precede e dalle elaborazioni economico finanziarie, otteniamo il più probabile valore di mercato *asset by asset* al 30/06/2011, che arrotondato è pari a:

€526.730.000,00

(Cinquecentoventiseimilionsettecentotrentamila,00)

