



## Aggiornamento del Valore di Mercato

Portafoglio Fondo di Investimento Immobiliare “OBELISCO”

**Dicembre 2005**





Roma, 10 gennaio 2006

Pos. N. 4032,01

Spettabile

**INVESTIRE IMMOBILIARE SGR.p.A.**

Corso Trieste 118

**00198 ROMA**

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito, REAG – Real Estate Advisory Group S.p.A. ha effettuato all'aggiornamento del Valore di Mercato del patrimonio del Fondo di Investimento Immobiliare "OBELISCO", alla data del 31 dicembre 2005, attraverso una Valutazione "Desk-Top del portafoglio immobiliare composto da 12 proprietà immobiliari costituenti il portafoglio del Fondo.

L'analisi valutativa è stata effettuata sulla base degli aggiornamenti della situazione locativa comunicatoci dalla Proprietà.

REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. - Sede legale: V.le Vittorio Veneto, 4 - 20124 Milano - Cap. soc. Euro 900.00,00 i.v.  
R.E.A. Milano 1047058 • C.F. Registro delle Imprese P.IVA 05881660152

Direzione Generale: Centro Direzionale Colleoni • Palazzo Pegaso, 1 • 20041 Agrate Brianza MI • Tel. +39 039 6567850 • Fax +39 039 6058427

E-mail: [italy@reag-aa.com](mailto:italy@reag-aa.com) Web site: [www.reag-aa.com](http://www.reag-aa.com)

EUROPE AUSTRIA, GERMANY, GREECE, HUNGARY, ITALY, PORTUGAL, RUSSIA, SPAIN, THE CZECH REPUBLIC, UK,  
THE AMERICA'S CANADA, USA, VENEZUELA, ASIA CHINA, JAPAN, THAILAND



## **Definizioni**

Nel presente Rapporto ai termini di seguito elencati deve attribuirsi la corrispondente definizione, salvo sia diversamente indicato nel Rapporto stesso:

**“Immobile/Complesso Immobiliare/Porzione Immobiliare”** (di seguito la **“Proprietà”**) indica l’insieme di beni immobili (terreni, fabbricati, impianti fissi e opere edili esterne) oggetto della valutazione, con espressa esclusione di ogni altro e diverso bene, compresi beni mobili e beni immateriali.

**“Valutazione”** indica sia l’attività di indagine, di analisi e di elaborazione dati condotta da REAG sulla Proprietà, sia le conclusioni e i risultati di valore cui REAG è pervenuta al termine di tale attività.

**“Valore di Mercato”** indica il più probabile prezzo di trasferimento (compravendita) della Proprietà. Il Valore di Mercato è determinato nel presupposto dei seguenti assunti:

- la libera determinazione delle parti alla conclusione del contratto, senza condizionamenti coercitivi della volontà;
- una ragionevole conoscenza di entrambi i contraenti dei possibili usi e delle caratteristiche della Proprietà, nonché delle condizioni esistenti sul libero mercato;
- l’ipotesi che la Proprietà sia offerta sul libero mercato per un periodo corrispondente a quello ragionevolmente sufficiente per reperire un compratore.



## **Criteri valutativi**

Nell'effettuare la Valutazione REAG ha adottato metodi e principi di generale accettazione, ricorrendo in particolare ai "criteri valutativi" di seguito illustrati.

## **VALORE DI MERCATO**

- **Metodo Reddituale:** prende in considerazione due diversi approcci metodologici:
  - I. Capitalizzazione Diretta: si basa sulla capitalizzazione, ad un tasso dedotto dal mercato immobiliare, dei redditi netti futuri generati dalla Proprietà.
  - II. Metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:
    - a) sulla determinazione, per un periodo di n. anni, dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della Proprietà;
    - b) sulla determinazione del Valore di Mercato della Proprietà mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto;
    - c) sull'attualizzazione alla data della Valutazione dei redditi netti (flussi di cassa).

REAG, inoltre:

- ha effettuato un'analisi delle condizioni del mercato immobiliare locale, considerando i dati economici in esso rilevati ed adattandoli alle specifiche caratteristiche della Proprietà attraverso opportune elaborazioni statistiche.
- ha preso atto dei dati/documenti forniti da consulenti terzi del Cliente in merito alla analisi e restituzione dettagliata dello stato locativo di ciascuna Proprietà;



- ha preso atto dei dati/documenti forniti da consulenti terzi del Cliente (Abaco) in merito alle risultanze della Due Diligence tecnica e relativa determinazione dei CAP-EX attribuiti a ciascuna Proprietà;

### **Contenuto del Rapporto**

L'intero lavoro è organizzato come segue:

- **Lettera di introduzione generale al lavoro**, che identifica le proprietà immobiliari, descrive il tipo di indagine svolta, e presenta, certificandole, le conclusioni di valore;
- **ALLEGATO A**: riepilogo valori.



## **Conclusioni**

Le conclusioni di valore concernenti la Valutazione sono state tratte da REAG sulla base dei risultati ottenuti al termine di tutte le seguenti operazioni:

- ◆ raccolta, selezione, analisi e valutazione dei dati e dei documenti relativi alla Proprietà fornite dal Cliente o da consulenti terzi del Cliente
- ◆ svolgimento di opportune indagini di mercato;
- ◆ elaborazioni tecnico-finanziarie;

nonché sulla base dei metodi e dei principi valutativi più sopra indicati.

### **Tutto ciò premesso e considerato**

è nostra opinione che, al 31 dicembre 2005 il Canone di Locazione di Mercato (asset by asset) e il Valore di Mercato (asset by asset) siano da esprimersi come segue (si vedano anche le tabelle ALLEGATO A):

**VALORE DI MERCATO COMPLESSIVO (asset by asset)**

**Euro 229.500.000,00**

**(duecentoventinovemilionicinquecentomila,00)**

**REAG-Real Estate Advisory Group S.p.A.**

Piercarlo Rolando

Manager

Investment & Advisory Division



**Alla stesura del Rapporto hanno partecipato, con la direzione e la supervisione di:**

Piercarlo Rolando – Manager Investment&Advisory Division

**RESPONSABILE DI PROGETTO**

Carmen Perulli

**ELABORAZIONI TECNICO-ECONOMICHE**

Luca Pavan

FONDO IMMOBILIARE "OBELISCO" - Investir											
Identificazione immobile							Descrizione proprietà				
Codice	Area	Regione	Prov.	Comune	Indirizzo	N.	Destinazione d'uso prevalente	Anno di Costruzione	Superficie Lorda (mq)	Superficie commerciale (mq)	Superficie locabile ponderata (mq)
1	NORD-NORTH	Lombardia	Milano	Milano	Via Giulio Richard	1	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1989	35.663	22.884	20.074
4	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Fiumicino	Via Corona Boreale	88	LOGISTICO-PRODUTTIVO / LOGISTIC - INDUSTRIAL	1985	39.792	39.522	41.155
5	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Fiumicino	Via Corona Boreale	86	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1990	24.751	21.340	20.411
6	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Canton	S.n.c.	TERZIARIO PUBBLICO / PUBLIC OFFICE	1985	14.039	10.869	8.917
8	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Cina	413	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	ANNI '90	10.140	8.010	6.359
10	SUD-SOUTH	Puglia	Bari	Bari	Via Amendola	162/1	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	ANNI '90	13.046	9.787	6.676
12	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Fiume Bianco	56	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1985	5.074	4.492	4.113
14	NORD-NORTH	Lombardia	Milano	Segrate	Via Cassanese - Palazzo Mantegna	224	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1989	8.966	5.552	5.048
15	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via F. Tovaglieri	19	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1989	8.770	7.479	5.862
19	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Capogrossi	34	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	Anni 70-80	5.520	4.089	3.242
23	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Campofarnia- Palazzina Z6	Snc	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	N/A	1.963	1.449	1.262
3	CENTRO-CENTRE	Lazio	Roma	Roma	Via Valentino Mazzola	66	TERZIARIO PRIVATO / PRIVATE OFFICE	1988	31.086	23.798	20.555
<b>Totale</b>									<b>198.808</b>	<b>159.272</b>	<b>143.673</b>

e Immobiliare SGRp.A.														
ERV - RCV - MV - Cap-ex - Canone Anno 1 - Cap-in - Cap-out														
Codice	ERV (€)	ERV (€/anno)	RCV (€)	RCV (€/mq)	MV (€)	MV (€/mq) superficie commerciale	MV (€/mq) superficie locabile ponderata	Cap-ex for functional refurbishment (Anno 1)	Cap-ex for functional refurbishment (Anno 2)	Cap-ex for functional refurbishment (Anno 3)	Canone Anno 1	Gross Cap-in (%)	Gross Cap-out (%)	NOTE
1	€ 3.700.000	184	€ 28.700.000	805	€ 43.300.000	1.892	2.157	874.000	-	-	€2.465.071	5,69%	6,92%	
4	€ 2.700.000	66	€ 23.000.000	578	€ 25.800.000	653	627	1.960.500	112.000	-	€1.729.178	6,70%	8,34%	
5	€ 3.600.000	176	€ 21.000.000	848	€ 39.000.000	1.828	1.911	1.895.000	725.000	-	€3.142.469	8,06%	7,79%	
6	€ 1.900.000	213	€ 9.400.000	670	€ 23.400.000	2.153	2.624	441.000	620.000	-	€1.526.296	6,52%	7,49%	
8	€ 1.300.000	204	€ 7.300.000	720	€ 12.100.000	1.511	1.903	1.565.000	745.000	-	€1.300.000	10,74%	7,94%	MV ipotesi valorizzazione (dati proprietà) circa Euro15200000
10	€ 770.000	115	€ 6.950.000	533	€ 8.200.000	838	1.228	309.800	-	-	€697.204	8,50%	8,53%	
12	€ 890.000	216	€ 4.100.000	808	€ 10.600.000	2.360	2.577	145.000	-	-	€577.315	5,45%	7,08%	
14	€ 662.000	131	€ 5.200.000	580	€ 8.100.000	1.459	1.604	237.000	-	-	€618.717	7,64%	7,47%	
15	€ 910.000	155	€ 6.000.000	684	€ 8.600.000	1.150	1.467	659.000	365.000	50.000	€734.079	8,54%	7,93%	
19	€ 480.000	148	€ 4.000.000	725	€ 4.600.000	1.125	1.419	170.500	105.000	30.000	€358.550	7,79%		
23	€ 200.000	159	€ 1.400.000	713	€ 2.200.000	1.518	1.744	4.500	-	-	€140.998	6,41%	8,19%	
3	€ 3.800.000	185	€ 23.400.000	753	€ 43.600.000	1.832	2.121	1.500.000	-	-	€2.569.427	5,89%	7,33%	
<b>Totale</b>	<b>€ 20.912.000</b>	<b>146</b>	<b>€ 140.450.000</b>	<b>706</b>	<b>€ 229.500.000</b>	<b>1.441</b>	<b>1.597</b>	<b>€ 9.761.300</b>	<b>€ 2.672.000</b>	<b>€ 80.000</b>	<b>€ 15.859.305</b>			

Roma, 8 maggio 2006

Pos. n° 4032.01

*Spettabile*

**INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.p.A.**

Corso Trieste, 118

00198 ROMA

**Alla cortese attenzione del Dott. Sergio Catalano**

**Oggetto: Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato "OBELISCO"; descrizione sintetica del modello valutativo, principali assunzioni ed altre informazioni**

Egregi Signori,

in conformità alla Vostra richiesta del 4 maggio 2006 con la presente Vi inviamo, in forma di relazione, le informazioni di cui all'oggetto inerenti alla Valutazione, alla data del 31 dicembre 2005, del Portafoglio Immobiliare relativo al Fondo Immobiliare di tipo chiuso denominato "OBELISCO".

Distinti saluti.

**REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.**

  
Piercarlo Rolando  
Manager  
Investment & Advisory Division

REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. - Sede legale: V.le Vittorio Veneto, 4 - 20124 Milano - Cap. soc. Euro 900.000,00 i.v.  
R.E.A. Milano 1047058 • C.F. Registro delle Imprese P.IVA 05881660152

Direzione Generale: Centro Direzionale Colleoni • Palazzo Pegaso, 1 • 20041 Agrate Brianza MI • Tel. +39 039 6567850 • Fax +39 039 6058427

E-mail: [italy@reag-aa.com](mailto:italy@reag-aa.com) Web site: [www.reag-aa.com](http://www.reag-aa.com)

## **DESCRIZIONE SINTETICA DEL MODELLO VALUTATIVO E PRINCIPALI ASSUNZIONI**

Il modello valutativo utilizzato è composto da quattro moduli così formati:

1. modulo contenente i dati di input quali: superfici e destinazioni d'uso degli immobili; dati relativi ad ogni singolo Contratto di Locazione (decorrenza, durata, Canone, ecc.), Canone di Mercato, Costo di Ricostruzione a Nuovo.
2. modulo utilizzato per la quantificazione dei flussi di cassa, dei capex, delle spese di rilocalizzazione, e dell'indicizzazione differenziale in relazione alle scadenze contrattuali e alla data della stima.
3. modulo per la determinazione del tasso di attualizzazione.
4. modulo di output contenente le risultanze delle elaborazioni sopra descritte.

Le principali assunzioni contenute nel modello valutativo sono così evidenziate:

- Tasso Annuo Medio di Inflazione attesa: 2%.
- Tasso Annuo Medio di Aumento dei Canoni di Mercato: 2%.
- Indicizzazione Annuo Canoni di Locazione al 75% del Tasso di Inflazione attesa.
- Costo di Ricostruzione: Il Costo di Ricostruzione dell'intero Portafoglio è pari a circa € 150 milioni di Euro. Questo dato è stato utilizzato per la determinazione delle riserve per la manutenzione straordinaria e per le spese di assicurazione (Polizza Fabbricati).



- Riserve per la manutenzione straordinaria: 1-1,5% del Costo di Ricostruzione degli edifici.
- Spese di Assicurazione (Polizza Fabbricati): 0,1% sul Costo di Ricostruzione degli edifici.
- Spese di Amministrazione: 1-3% dei Ricavi Lordi Effettivi .
- Commissioni di Rilocalazione: 10% del Canone Lordo Annuo rinegoziato..
- Sfitto/inesigibilità: percentuale variabile in ragione dei rischi connessi alla rinegoziazione dei canoni e ponderata in ragione degli importi dei contratti in scadenza nei vari periodi.
  
- I Tassi di Attualizzazione utilizzati sono stati determinati tramite estrazione dal mercato dei principali indicatori di redditività (rendimento lordo o “cap rate” che rappresenta il rapporto tra canone e valore di mercato) e verificati attraverso il “Built Up Approach” presupponendo i seguenti parametri:
  - Struttura finanziaria: 60% mezzi propri;  
40% mezzi di terzi;
  
  - Mezzi propri: tasso di investimenti Free Risk + Spreads relativi all’illiquidità e al rischio di ogni specifico investimento commisurato al tipo di immobile, alla sua destinazione d’uso e ubicazione, nonché alle aspettative del Mercato Immobiliare di riferimento.
  
  - Mezzi di terzi: Euribor a 6 mesi + Spread relativo sempre al rischio di ogni specifico investimento.



- Tassi di Capitalizzazione: Il Tasso di Capitalizzazione utilizzato per determinare l'exit value è stato quantificato come differenza tra il Tasso di Attualizzazione e il Tasso di Accrescimento Medio Annuo dei Canoni Immobiliari (2%) aumentato del Risk-Out.
- Capex: l'ammontare dei capex applicati e il loro posizionamento nell'ambito del cash flow sono stati forniti da Due Diligence redatta da consulente terzo incaricato da Investire Immobiliare SGR.
- Periodi utilizzati: i periodi utilizzati nel modello valutativo rappresentano il tempo, espresso in numero di anni, in cui si ipotizza che un investitore ordinario detenga l'immobile.

Il loro numero dipende dalla durata residua dei Contratti di Locazione in essere alla data della stima e comunque mai inferiore a 15 anni.

Nel caso in cui la durata residua dei contratti sia superiore a 15 anni, dalla data della stima, viene considerato un numero di periodi maggiore per fare in modo che il Valore di uscita venga calcolato quando la locazione dell'immobile sia a regime, ovvero con una fisiologica percentuale di affitto /inesigibilità.

L'immobile situato in Roma, via Capogrossi è stato costruito in "diritto di superficie". In questo caso la valutazione è stata effettuata considerando la decorrenza e la durata di tale vincolo e considerando quindi i soli flussi di cassa netti potenziali generati dalla locazione dell'immobile per il periodo di possesso e non considerando quindi un valore finale dello stesso

## **ALTRE INFORMAZIONI**

Un ulteriore importante elemento di verifica è rappresentato dal “Cap-in lordo” o “Tasso di ingresso lordo”, ricavato dal rapporto tra il Canone Lordo del primo periodo e il Valore di Mercato dell’immobile.

Il Cap-in esprime, in altre parole, la redditività iniziale dell’investimento.

E’ possibile confrontare il dato emerso nelle valutazioni con le aspettative reddituali del mercato registrate in analoghe operazioni immobiliari, facendo comunque sempre attenzione ai diversi settori immobiliari.

Il Cap-in risultante dalla valutazione esprime una redditività condizionata dal reddito iniziale dell’immobile, che può essere in linea col mercato, ovvero sopra o sotto rispetto allo stesso.

Il Cap-in deve perciò essere attentamente analizzato onde evitare errate interpretazioni.

Di seguito sono riportati

Dalla valutazione al 31 dicembre 2005 del Portafoglio in oggetto risulta un Cap-in Lordo pari al 6,9%.

**REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.**

  
Piercarlo Rolando  
Manager  
Investment & Advisory Division

Roma, 11 maggio 2006  
Pos. n° 4032.01

*Spettabile*  
**INVESTIRE IMMOBILIARE SGR S.p.A.**  
Corso Trieste, 118  
00198 ROMA

**Alla cortese attenzione del Dott. Sergio Catalano**

**Oggetto: Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso denominato "OBELISCO"; analisi di sensibilità**

Egregi Signori,  
in conformità alla Vostra richiesta del 4 maggio 2006 con la presente Vi inviamo, in forma di relazione, a integrazione di quanto già comunicatovi, le informazioni di cui all'oggetto inerenti la Valutazione alla data del 31 dicembre 2005 del Portafoglio Immobiliare relativo al Fondo di tipo chiuso denominato "OBELISCO".

Distinti saluti.

**REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.**

  
Piercarlo Rolando  
Manager  
Investment & Advisory Division

REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. - Sede legale: V.le Vittorio Veneto, 4 - 20124 Milano - Cap. soc. Euro 900.000,00 i.v.  
R.E.A. Milano 1047058 • C.F. Registro delle Imprese P.IVA 05881660152

Direzione Generale: Centro Direzionale Colleoni • Palazzo Pegaso, 1 • 20041 Agrate Brianza MI • Tel. +39 039 6567850 • Fax +39 039 6058427

E-mail: [italy@reag-aa.com](mailto:italy@reag-aa.com) Web site: [www.reag-aa.com](http://www.reag-aa.com)



## **ANALISI DI SENSIBILITA'**

Sulla base di precedenti analisi simili condotte ai fini di verifiche CONSOB, sono stati ipotizzati ulteriori 3 scenari valutativi così rappresentati:

- 1 aumento di un punto percentuale dei tassi “free-risk” utilizzati per la costruzione del tasso di attualizzazione tramite la “build up approach”: questa ipotesi, che generalmente implica un incremento medio di circa l’1% dei tassi di attualizzazione, porta ad un risultato complessivo pari a Euro 191.400.000,00, con uno scostamento del -19,91% rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2005;
2. aumento di un punto percentuale del Canone di Mercato: questa ipotesi porta ad un risultato pari a Euro 231.600.000,00 dell’importo complessivo con uno scostamento pari al +0,91% rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2005;
3. aumento di un punto percentuale del tasso medio annuo dell’inflazione attesa mantenendo costanti tutti gli altri parametri micro e macroeconomici: questa ipotesi porta ad un risultato complessivo pari a Euro 253.600.000,00 con uno scostamento pari al +9,50% rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2005.

Questi scenari sono stati elaborati mantenendo invariate tutte le assunzioni generali adottate nelle valutazioni, salvo quelle sopraindicate.

Tuttavia occorre osservare che, i parametri economici riscontrabili sul mercato immobiliare denotano come non è immediatamente correlabile una variazione dei tassi free risk con una variazione proporzionale dei tassi di capitalizzazione e dei rendimenti attesi.



Si segnala inoltre, che per quanto concerne i punti 1 e 3 sopra descritti, l'analisi di sensibilità va intesa come una mera simulazione matematica attraverso i modelli valutativi adottati.

L'effettiva variazione dei Valori di Mercato risulta legata a fattori complessi che riguardano lo specifico settore di riferimento e l'intero sistema socio-economico.

Dalla valutazione al 31 dicembre 2005 del Portafoglio in oggetto risulta un Cap-in Lordo pari al 6,91%.

**REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A.**

Piercarlo Rolando  
Manager  
Investment & Advisory Division