

Agrate, 15 luglio 2004

Pos. n. 2408-06

Spettabile

Pioneer Investment

Management S.G.R.p.a.

Corso Vittorio Emanuele 28

20122 Milano

Alla cortese attenzione del Dott. Andrea Musso

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito, REAG – Real Estate Advisory Group S.r.l. ha effettuato una Valutazione dell'immobile situato in:

Via Larga 23 - MILANO

Con la presente Vi trasmettiamo n. 3 del Rapporto relativo alla determinazione del Valore di Mercato al 15 Luglio 2004 dell'immobile citato.

Distinti saluti.

REAG - Real Estate Advisory Group S.r.l.



Valore di Mercato
dell'immobile sito in

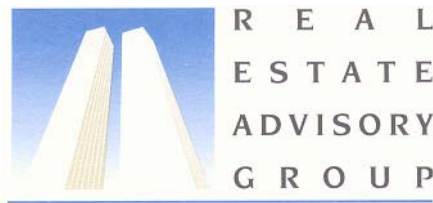
MILANO
Via Larga, 23

15 Luglio 2004



ASSUNZIONI E LIMITI DELLA VALUTAZIONE

- ◆ In relazione agli immobili oggetto della Valutazione, REAG non ha verificato l'esistenza del relativo titolo di proprietà in capo al soggetto che ne esercita attualmente il possesso, ma si è basata in merito esclusivamente sulle indicazioni fornite dalla proprietà. Del pari non ha eseguito verifiche ipotecarie, né accertamenti in ordine all'esistenza di altri diritti di terzi sulla Proprietà, riferendosi a quanto espressamente evidenziato nelle attività di Due Diligence.
- ◆ I dati tecnici ed economici presi a base della Valutazione sono stati desunti dalla documentazione fornita o reperita presso gli uffici preposti.
- ◆ REAG ha considerato le eventuali passività ambientali rilevate da un esame visivo nel corso del sopralluogo; non si esclude a priori la presenza di passività ambientali non apparenti per le quali occorrerebbero prove specifiche. Per "passività ambientali" si intende tutti i costi da sostenere sia per evitare danni all'ambiente, sia per sanare situazioni non conformi a quanto prescritto dalle vigenti normative in materia ambientale.
- ◆ Non sono stati considerati i costi, (ivi compresi quelli fiscali) potenzialmente emergenti dalla vendita o dalla acquisizione della Proprietà.
- ◆ I valori espressi non comprendono l'IVA.



Agrate, 15 Luglio 2004

Pos. n. 2408-06

Spettabile

Pioneer Investment

Management S.G.R.p.a.

Corso Vittorio Emanuele 28

20122 Milano

Oggetto: Determinazione del Valore di Mercato, al 15 luglio 2004, dell'immobile situato in Via Larga 23 - MILANO

Egregi Signori,

in conformità all'incarico da Voi conferito, REAG – Real Estate Advisory Group S.r.l. ha effettuato una Valutazione dell'immobile ubicato in Via Larga 23 a Milano, al fine di determinare il Valore di Mercato alla data del 15/07/2004.

La Valutazione è stata effettuata sulla base delle seguenti ipotesi:

- acquisizione dell'immobile in blocco nell'attuale stato occupazionale considerando il contratto di locazione finanziaria;
- acquisizione dell'immobile in blocco nell'attuale stato occupazionale non considerando il contratto di locazione finanziaria

La Valutazione effettuata da REAG sarà utilizzata per un'analisi dell'investimento immobiliare.



Definizioni

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

“Immobile” (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 del Valore di Mercato REAG ha adottato metodi e principi di generale accettazione, ricorrendo in particolare ai "criteri valutativi" di seguito illustrati.

Metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF, *Discounted Cash-Flow*),

basato:

- a) sulla determinazione, per un periodo di 18 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 nel mese di Luglio un sopralluogo sulla Proprietà per rilevare, in aggiunta alle informazioni fornite dal Cliente, tutti i dati (consistenza edilizia, qualità costruttive, stato di conservazione, ecc.) necessari allo sviluppo della Valutazione.
- 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 determinato il valore della Proprietà nel presupposto del suo massimo e migliore utilizzo, e cioè considerando, tra tutti gli usi tecnicamente possibili, legalmente consentiti e finanziariamente fattibili soltanto quelli potenzialmente in grado di conferire alla Proprietà stessa il massimo valore;



Contenuto del Rapporto

Il presente Rapporto, contenente la relazione finale sulle conclusioni cui REAG è pervenuta, comprende:

- una lettera di introduzione generale alla relazione, che identifica la Proprietà, descrive il tipo di indagine svolta e presenta, certificandole, le conclusioni di valore;
- un rapporto descrittivo della Proprietà;
- una documentazione fotografica della Proprietà;
- assunzioni e limiti della Valutazione;

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:

- ◆ sopralluoghi sulla Proprietà;
- ◆ raccolta, selezione, analisi e valutazione dei dati e dei documenti relativi alla Proprietà;
- ◆ 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 15 Luglio 2004, il **Valore di Mercato** della proprietà in oggetto sia da esprimersi come segue:

Ipotesi 1:

Euro 9.600.000 (Euro Novemilioneisecentomila,00)

Ipotesi 2:

Euro 26.000.000 (Euro Ventiseimilioni,00)

REAG - Real Estate Advisory Group S.r.l.



INDICE

1	UBICAZIONE	7
2	DESCRIZIONE DELLA PROPRIETA'	9
3	DETTAGLIO TECNICO IMPIANTI	12
4	CONSISTENZA EDILIZIA	13
5	SITUAZIONE URBANISTICA	14
6	MERCATO IMMOBILIARE	15
	Terziario	16
	Residenziale	21
	Commerciale	25
	Mercato Specifico	26
7	VALUTAZIONE	28
8	CONCLUSIONI	33
9	PARERE DI CONGRUITA' LEASING	34



1

UBICAZIONE

Zona:	Centro Storico
Localizzazione:	Via Larga, 23
Contesto:	Misto Residenziale-Terziario di pregio

La proprietà in esame è ubicata a Milano, in via Larga 23, in centro storico nelle vicinanze di piazza Duomo, da cui dista poco più di 500 m.

Il contesto è di tipo prevalentemente terziario. Gli edifici in affaccio su via Larga presentano attività commerciali e pubblici esercizi ai piani terra ed uffici e studi professionali di dimensioni medio-piccole nei piani fuori terra. Le unità destinate a residenza sono presenti, in particolare agli ultimi piani, ma in numero ridotto rispetto alle unità terziarie.

Gli stabili, quasi integralmente riferibili a completamenti post-bellici risalenti agli anni '60, presentano una certa unitarietà formale.

La location dell'immobile risulta essere di particolare pregio in considerazione della posizione in pieno centro urbano e delle numerose funzioni che vi sono insediate (Comune, Università Statale, Teatro, ecc...).

La Proprietà è servita viabilisticamente dall'asse di via Larga e via Albricci, ed è in prossimità anche dell'asse di Porta Romana, con direzione radiale verso sud e verso l'imbocco dell'Autostrada del Sole (A1), da cui dista circa 8 km.

La zona presenta una scarsa disponibilità di aree di sosta, gli spazi presenti sono quasi esclusivamente riservati alla sosta a tempo determinato (stalli delimitati da colore blu), oppure riservati ai residenti (colore giallo).

Si segnala un'ampia disponibilità di servizi di trasporto pubblico con linee di superficie (autobus e linee tranviarie) e metropolitana MM3, la cui fermata più vicina "Missori" dista poche decine di metri dall'immobile.



La linea “rossa 1” con la fermata Duomo, permette inoltre di raggiungere le principali stazioni ferroviarie in circa 10 minuti (Cadorna per le Ferrovie Nord, Stazione Centrale per le FF.SS.).



2 DESCRIZIONE DELLA PROPRIETA'

Destinazione d'uso:	Terziario
Livello qualitativo:	Medio

Il complesso immobiliare in oggetto, evidenzia la razionalità tipica dell'epoca post-bellica (1950-60) dalle facciate regolari e aperture modulari. Anche l'utilizzo dei rivestimenti lapidei sui prospetti uniformano il compendio con le sagome dei fabbricati contigui.

La proprietà situata sull'angolo di via Larga con via Chiaravalle si sviluppa su otto piani fuori terra e tre livelli interrati. La forma riconducibile vagamente ad "L", crea un piccolo cortile interno destinato alla sosta temporanea delle vetture e all'ingresso dell'autorimessa interrata.

La destinazione prevalente è terziaria con piccoli esercizi commerciali (negozi e banca) al piano terra e in piccola parte nell'interrato.

La distribuzione degli spazi interni è dettata da due vani scala speculari posti a metà del lato longitudinale su via Larga.

Oltre agli ingressi diretti sul fronte stradale degli esercizi commerciali, vi sono i due atri di accesso (il principale su via Larga, e il secondario su via Chiaravalle) che permettono di raggiungere i piani superiori.

I vani interrati sono destinati ad autorimessa con 39 posti auto, e vani tecnici quali: cabina enel, centrale termica, autoclavi, centrale di condizionamento.

La struttura portante è realizzata da pilastri e travi ribassate in cemento armato gettato in opera; evidenti setti e murature perimetrali in c.a. gettato a vista nei piani interrati. Le solette sono in laterocemento e in cemento armato pieno per i notevoli carichi accidentali (autorimessa).



La copertura piana è praticabile, con manto di impermeabilizzazione in guaina ardesiata.

I serramenti sono realizzati in alluminio preverniciato con vetrocamera. Le aperture lungo la via Larga sono protette da ringhiere in ferro smaltato a disegno semplice

verticale. Le vetrine degli esercizi del piano terra sono provviste di vetri antisfondamento.

Internamente le finiture sono diversificate a seconda dei conduttori che tendono a personalizzare l'unità con colori e materiali rappresentativi.

Da citare che tutti gli uffici sono delimitati da pareti mobili in open-space che permettono una grande dinamicità e flessibilità delle mansioni operative.

La pavimentazione varia da moquette a parquet prefinito, da ceramiche monocotture a lastre di marmo. I servizi igienici sono debitamente rivestiti con piastrelle monocromatiche. Anche i controsoffitti sono realizzati con quadrotti in gesso o in doghe di alluminio.

Le porte interne sono prevalentemente realizzate in laminato che si integrano con le pareti mobili e i portoncini d'ingresso sono blindati.

Nei piani interrati il livello delle finiture si abbassa notevolmente: le pavimentazioni si alternano in battuto di cemento liscio e tessere in gres monocromatiche, le porte e i serramenti (sulle bocche di lupo e cavedi) sono in ferro.

Lo stato manutentivo risulta discreto, esternamente sono necessari alcuni interventi di ripristino e rinfrescamento. Più precisamente le facciate lungo le carreggiate sono impregnate dello smog cittadino e sono pertanto occorrenti opere di idropulizia, mentre per i prospetti interni al cortile è necessario un ben più consistente intervento di ripristino dell'intonaco.



Secondo l'attuale proprietà, anche il sistema di sollevamento autovetture e dell'impianto antincendio saranno oggetto di adeguamento. La stima, prevista ed avallata da computi metrici, della spesa per detto intervento si aggira attorno ad Euro 900.000. A Tale valore vano aggiunti i costi previsti per il

ripristino delle facciate e l'adeguamento degli impianti stimati secondo la proprietà in circa 1.500.000 Euro.

- **Allegati: Planimetria dell'immobile;
Inquadramento territoriale e fotografie della proprietà.**

**DETTAGLIO TECNICO IMPIANTI**

Dotazione: Completa

Livello qualitativo: Medio

L'impianto elettrico è costituito da contatori separati per unità, quadri di distribuzione per piano divisi per l'illuminazione e per la forza motrice; presente una cabina elettrica interrata con trasformatori da media a bassa tensione (23.000 volt), le canaline sono sotto traccia e realizzate in pvc. Al centro di ogni ambiente vi è una torretta esterna. I corpi illuminanti variano da lampade al neon a faretti alogeni.

L'impianto di riscaldamento è garantito da un centrale termica posizionata nel piano interrato in cui vi sono installate due caldaie a gasolio della potenza si 600.000 K/cal. I corpi radianti sono costituiti da fancoil e bocchette di aerazione. Tutti gli ambienti inoltre sono condizionati (centrale di condizionamento ubicata nel 2° piano interrato).

Nell'autorimessa è presente una maglia antincendio a splinkler e nei vani scala su ogni livello sono installati le manichette avvolgibili.

Il superamento delle barriere architettoniche è garantito dalla presenza di quattro ascensori di 8 fermate ed uno di cinque fermate.

L'acqua potabile e gli scarichi in pvc serie pesante, sono direttamente collegati alle reti dei sottoservizi comunali.



4

CONSISTENZA EDILIZIA

La consistenza edilizia, di seguito illustrata, è stata desunta dalle tavole di progetto in formato “CAD” fornite dal Cliente e suddivisa, per necessità valutative, in base alle diverse destinazioni d'uso, con aggregazioni per piano.

Il criterio di calcolo è il seguente:

- muri esterni/interni: 100%
- muri confinanti verso terzi e spazi comuni: 50%

Il calcolo della superficie commerciale è stato effettuato al netto dei vani scala, ascensori, cavedi e locali tecnici.

Cautelativamente nei piani primo, secondo e terzo non sono state considerate le superfici esterne collocate in prossimità delle finestre rivolte verso via Larga.

I criteri generali di calcolo seguiti nella determinazione delle superfici sono stati i seguenti:

S.I.p. (Superficie lorda di pavimento): è desunta dai dati tecnici presenti nelle tavole di progetto.

S.I.p. totale 9.301 mq.

Superficie Commerciale 6.268 mq

Allegato Tabella Consistenze



5 SITUAZIONE URBANISTICA

P.R.G. VIGENTE

Azzonamento

In base al P.R.G. Vigente approvato l' 11/12/1976 e successive modifiche apportate dalla Variante approvata dalla Giunta Regionale Lombardia in data 26/02/1980, Delib. N. 29471, l'immobile, oggetto di valutazione, ricade in: Zona omogenea Acs, destinazione funzionale R/TA.

Destinazione: residenziale, terziario e amministrativo.

Destinazioni ammesse

1. Le zone funzionali R/TA sono destinate ad insediamenti residenziali con la presenza di insediamenti terziario-amministrativo, nel rispetto dei seguenti rapporti percentuali:

- a) residenza, ivi comprese le attrezzature ricettive, min. 60%;
- b) funzioni compatibili di cui al punto b) dell'art. 27, max.10%;
- c) terziario-amministrativo (uffici pubblici e privati), max. 30%.

2. Nel caso di interventi a concessione edilizia semplice, di restauro e di ristrutturazione, la quantità destinata a residenza non potrà comunque essere inferiore a quella risultante dal rilevamento edilizio, salvo l'applicazione dell'art. 70, anche se essa risultasse superiore alla percentuale minima prescritta.

- **Allegato: Estratto di PRGC;
Norme tecniche di attuazione.**



6 MERCATO IMMOBILIARE

Il mercato immobiliare di Milano

Il mercato immobiliare milanese nel 2003 evidenzia in tutti i comparti aumenti dei valori di compravendita e di locazione ma risultano allungati i tempi medi di vendita e in aumento gli sconti praticati sui prezzi inizialmente richiesti.

Il comparto che appare in uno stato generale di raffreddamento è quello degli uffici anche se è sempre sostenuto da un incremento costante dei prezzi. La domanda è indebolita e scarsa è l'offerta di mattone ad uso ufficio: pochi infatti sono i locali dotati di collegamenti a banda larga per Internet, di buone posizioni geografiche e con un buon livello architettonico. A differenza di altre città europee la mancanza di "materia prima" sembra determinata da una spiccata carenza di investimenti che dagli anni '90 blocca la crescita del settore. Continua la particolare vivacità dei mercati periferici per quanto riguarda il terziario mentre per le residenze la zona urbana più dinamica è rappresentata dal semicentro.

Nel 2° semestre 2003 rispetto al semestre precedente sono aumentati i contratti di mutuo per l'acquisto di abitazioni: nei tre quarti dei casi l'indebitamento bancario superiore ai 15 anni viene a completare l'impegno di capitale proprio. Rispetto al semestre precedente si registra una diminuzione dei finanziamenti ultraquindicennali (-13%).

A Milano l'83,5% dei mutui serve al settore abitativo e la destinazione del 78,5% di questi è stata l'acquisto della prima casa, seguita a notevole distanza dai mutui per l'acquisto di altre abitazioni, per la costruzione edilizia e le operazioni di recupero dell'esistente.



L'unità abitativa acquistata con l'ausilio di un supporto creditizio il più delle volte è usata, ubicata nelle zone periferiche e con una superficie media di 90 mq.

Il 16,5% dei mutui totali si è rivolto agli immobili non residenziali e principalmente per il comparto direzionale (53%), seguito da quello commerciale ed infine dal segmento logistico e di altre tipologie immobiliari.

Negli sviluppi futuri del mercato immobiliare milanese rivestono grande importanza i progetti di valorizzazione e riqualificazione delle aree industriali dismesse che, una volta ultimati, avranno riconvertito circa 7 milioni di metri quadrati di superficie.

Di grande impatto demografico ed economico per il capoluogo lombardo è l'approvazione delle linee di indirizzo del nuovo Piano dei Servizi: sarà lo strumento con cui si otterrà una vera e propria rivoluzione urbanistica con un incremento di residenti dagli attuali 1,3 milioni a 1,7 milioni nel prossimo decennio. Tale obiettivo potrà essere raggiunto realizzando nuove abitazioni (100.000 alloggi in più tra nuovo e ristrutturato), aree verdi e tutti i servizi pubblici necessari. Contestualmente alla messa in moto di cantieri e programmi di intervento il Comune sta mettendo in piedi un'operazione di cessione delle proprietà immobiliari tramite vendita diretta e cartolarizzazioni, per un controvalore di 400 milioni di euro.

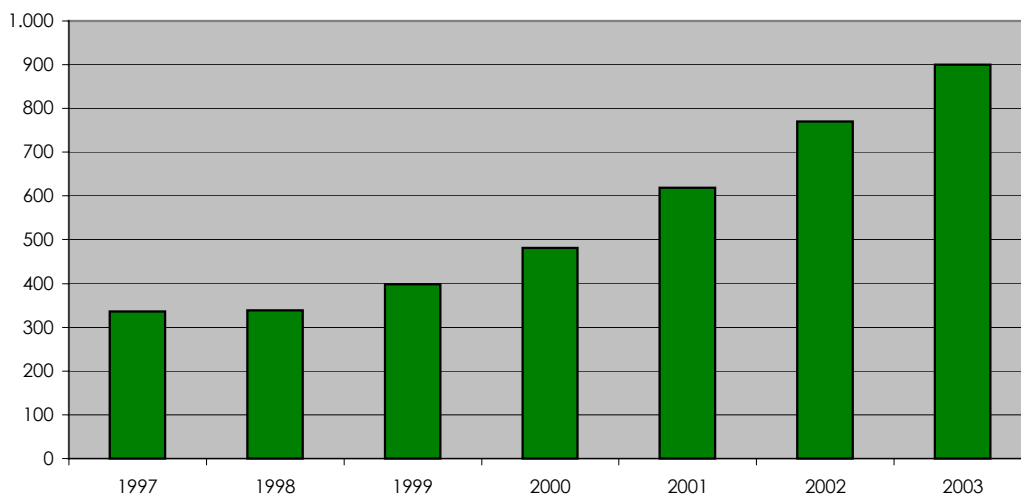
Terziario

Il mercato milanese degli uffici nel 2003 si è dimostrato sostanzialmente stazionario: la domanda si è indebolita così come l'attività transattiva mentre l'offerta comincia a crescere, anche se resta scarsa quella di qualità. Questa generale situazione del mercato non ha però prodotto una particolare flessione dei valori di compravendita e dei canoni di locazione.



I tempi medi di vendita e locazione sono più lunghi nelle periferie che nel centro urbano e si attestano intorno ai 5 mesi; lo sconto applicato sul prezzo inizialmente richiesto è mediamente del 12%. Per quanto riguarda le scelte localizzative gli uffici più richiesti sono quelli usati nelle zone semicentrali e con metrature intorno ai 100 mq o comprese fra i 200 e i 500 mq. Milano vede in crescita la richiesta di uffici in edifici completamente ad uso terziario e attraverso contratti di leasing in una percentuale superiore alla media italiana, che preferisce invece come modalità d'acquisto la contrazione di mutui. Il vacancy rate è compreso tra il 2-4% nel centro storico e fra il 6-10% nelle zone periferiche.

Il fatturato cresce ininterrottamente dal 2000 ed in particolare nell'ultimo anno si è incrementato di quasi 17 punti percentuali passando dai 770 milioni di euro del 2002 ai 900 milioni registrati nel 2003.



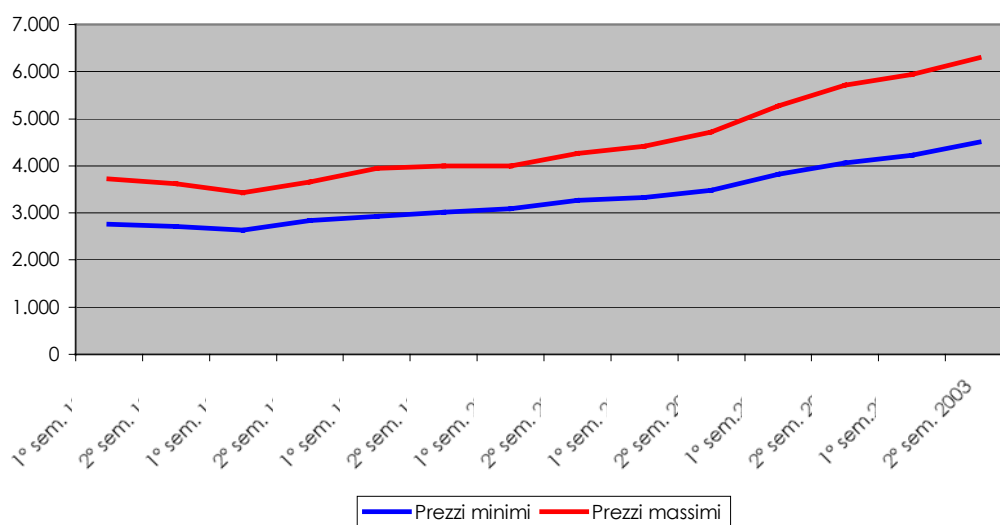
Fatturato del mercato terziario (milioni di euro)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



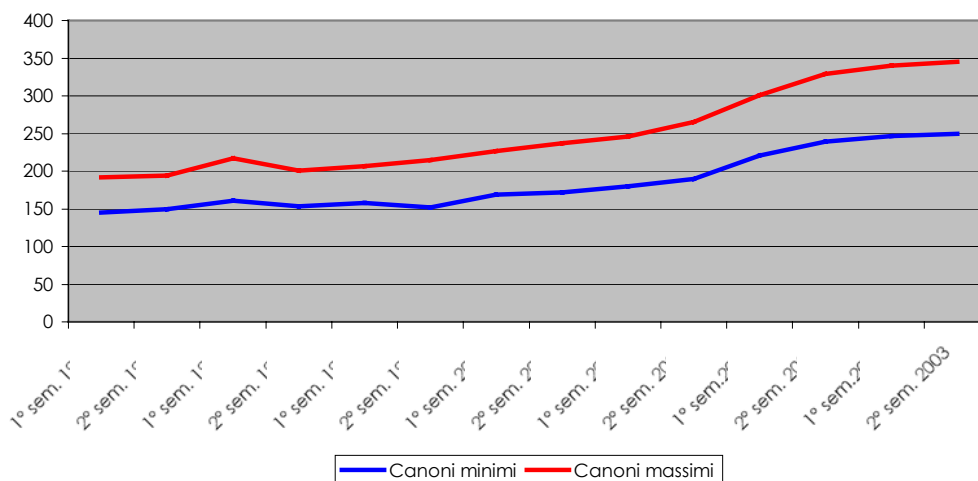
Nel 2° semestre 2003 i prezzi ha evidenziato una variazione semestrale media del 6,3% nelle zone centrali, del 6,2% in quelle semicentrali, del 5,5% in periferia e del 3,8% nella periferia terziaria.

I canoni di locazione hanno registrato incrementi di poco superiori all'1% in centro e nella periferia terziaria, pari al 4% nelle zone semicentrali e al 2% in periferia. La redditività degli uffici in città appare stabilizzata intorno al 6%.



Prezzi nelle zone centrali (€/mq)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

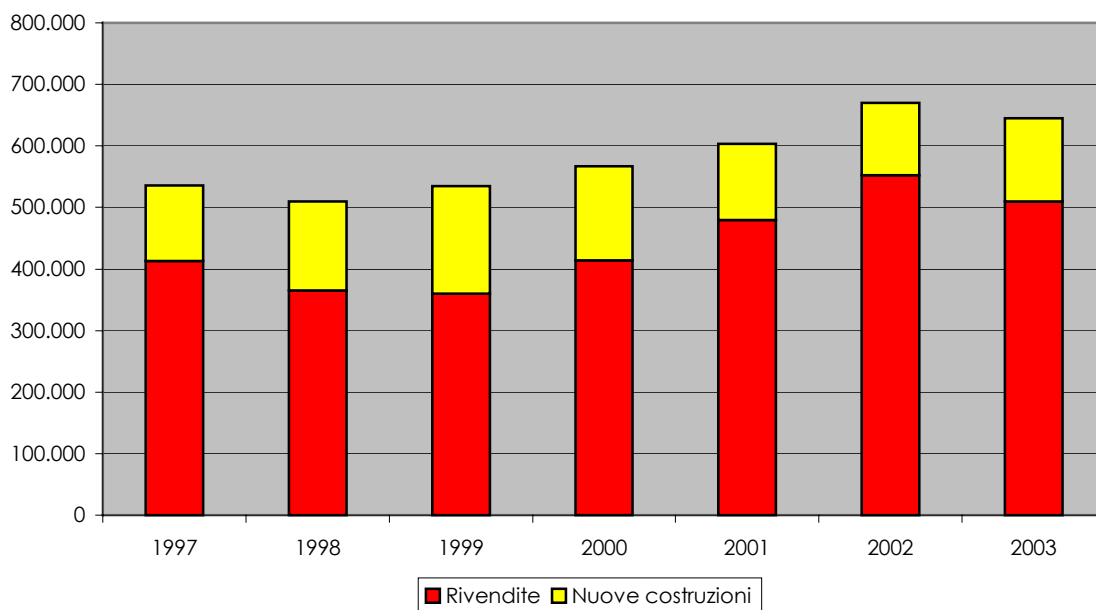


Canoni nelle zone centrali (€/mq/anno)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



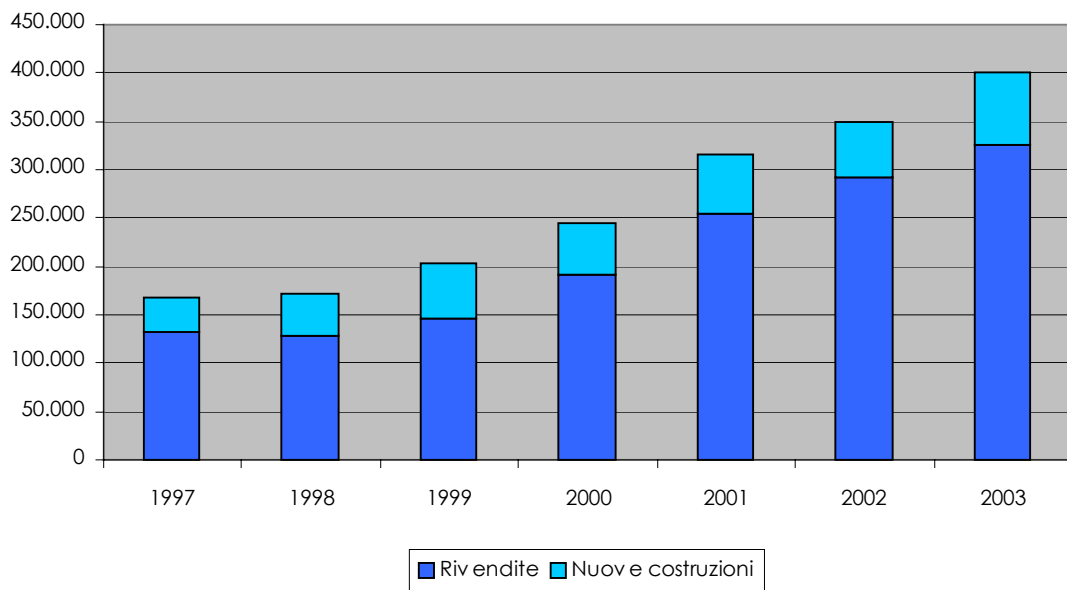
L'offerta totale in metri quadrati immessa sul mercato è diminuita del 3,7% nell'ultimo anno. La disponibilità di usato è calata del 7,6% mentre quella riguardante le nuove costruzioni è cresciuta dell'1,4%, passando dai 118.300 mq offerti nel 2002 ai 135.00 mq del 2003.



Mq offerti: rivendite e nuove costruzioni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

I mq compravenduti sono stati pari a 400.000 (+14,3% rispetto al 2002) e corrispondono al 62% del totale dei mq offerti. Sono aumentati i mq compravenduti sia delle rivendite che delle nuove costruzioni con incrementi rispettivamente pari all'11,4% e al 28,6%. La vendita delle nuove costruzioni è stata pari al 55% dell'offerta e l'usato venduto corrisponde al 63,8% dell'offerta totale delle rivendite.



Mq compravenduti: rivendite e nuove costruzioni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

	PREZZI €/mq	CANONI €/mq/anno
	Min - Max	Min - Max
<i>CENTRO</i>	4.510 – 8.500	285 - 510
<i>SEMICENTRO</i>	3.255 – 4.060	205 - 255
<i>PERIFERIA TERZIARIA</i>	2.330 – 3.080	140 - 190
PERIFERIA	1.715 – 2.290	115 - 145

Prezzi e canoni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

I parametri sono riferiti a valori di massima frequenza rilevati nelle varie zone della città, dunque per immobili "triple A" gli indicatori possono essere più elevati

Dall'attuale andamento dei principali indicatori macroeconomici e immobiliari ci attendiamo un'ulteriore crescita dei prezzi, anche se più contenuta rispetto agli ultimi due anni. La crescita attesa per il 2004 si dovrebbe aggirare nell'ordine del 5,5-6,5% per i **prezzi massimi** e intorno ai 4,5-5,5 punti percentuali per quelli **minimi**.

Per il 2004 le proiezioni evidenziano una crescita dei **canoni** pari a 5-6 punti percentuali per quanto riguarda i valori minimi e al 3,5-4,5% per i massimi.

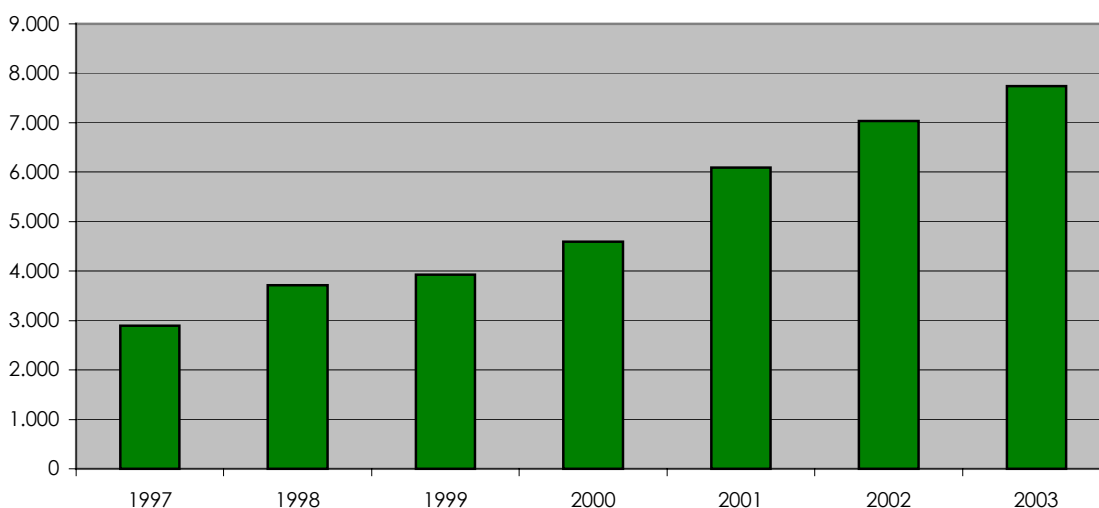


Residenziale

Nel 2003 il mercato abitativo milanese resta positivo: la domanda è sostenuta soprattutto per quanto riguarda immobili usati nelle localizzazioni semicentrali, nel 20% dei casi inferiori ai 60 mq e nel 30% compresi tra i 60 e gli 80 mq; l'offerta è stazionaria così come il numero di transazioni. I tempi medi di vendita si confermano di poco al di sopra dei 3 mesi nelle diverse zone urbane mentre risultano aumentati gli sconti praticati sui prezzi richiesti inizialmente, che si attestano intorno all'8%.

Il mercato delle locazioni presenta una domanda meno vivace ed in crescita solo per le localizzazioni periferiche. I tempi per la locazione sono di poco al di sopra dei 2 mesi ed il tasso di vacancy rate è compreso fra il 7 ed il 10%. I rendimenti medi si attestano intorno al 4,3-4,6%.

Il fatturato del mercato residenziale è continuamente aumentato negli ultimi sette anni ed è passato dai 7.040 milioni di euro del 2002 ai quasi 7.750 milioni del 2003, facendo registrare un incremento annuo del 10%.



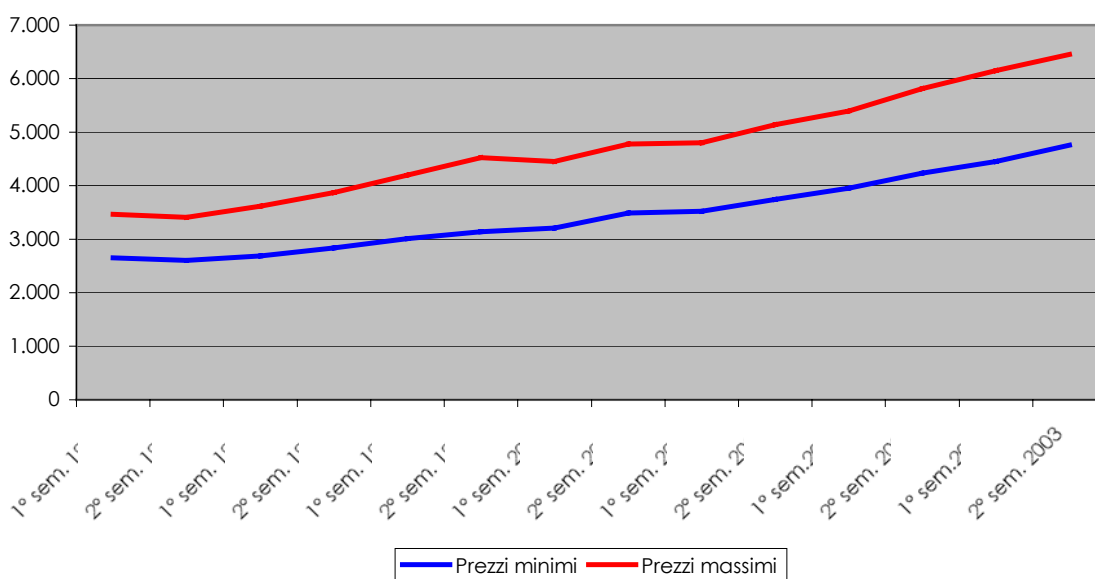
Fatturato del mercato residenziale (milioni di euro)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



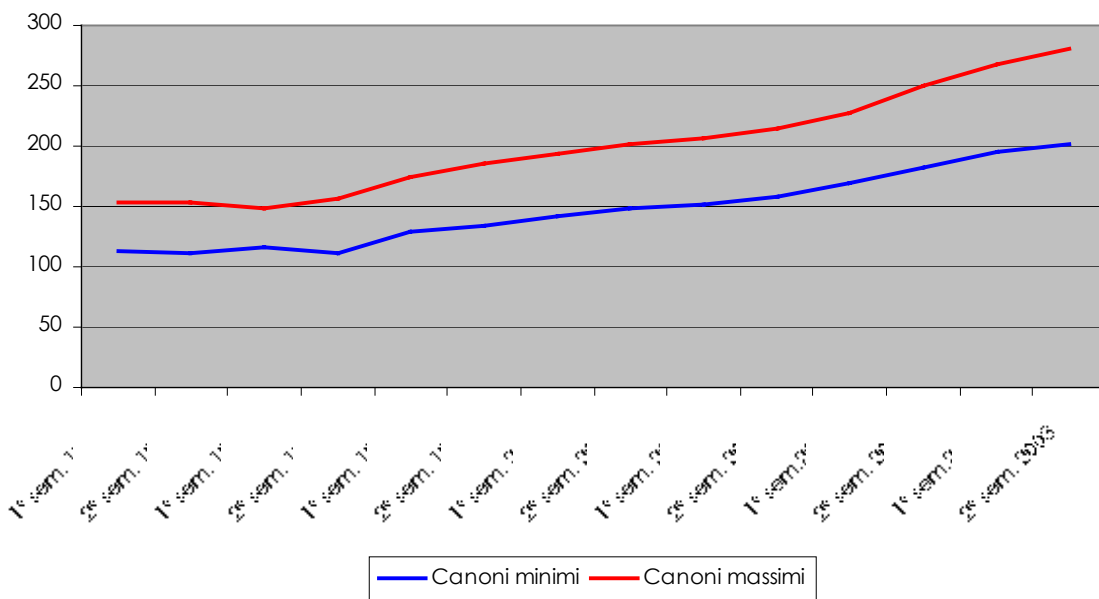
Nel 2° semestre 2003 i prezzi rispetto al semestre precedente sono cresciuti mediamente del 3,8% nelle zone di pregio, del 5,8% in centro e nelle zone semicentrali e del 4,9% in quelle periferiche.

Per quanto riguarda i canoni di locazione gli incrementi sono stati mediamente del 4,8% nelle zone di pregio ed in periferia; nelle zone centrali gli aumenti sono stati del 4,2% e nel semicentro del 3,7%.



Prezzi nelle zone centrali (€/mq)

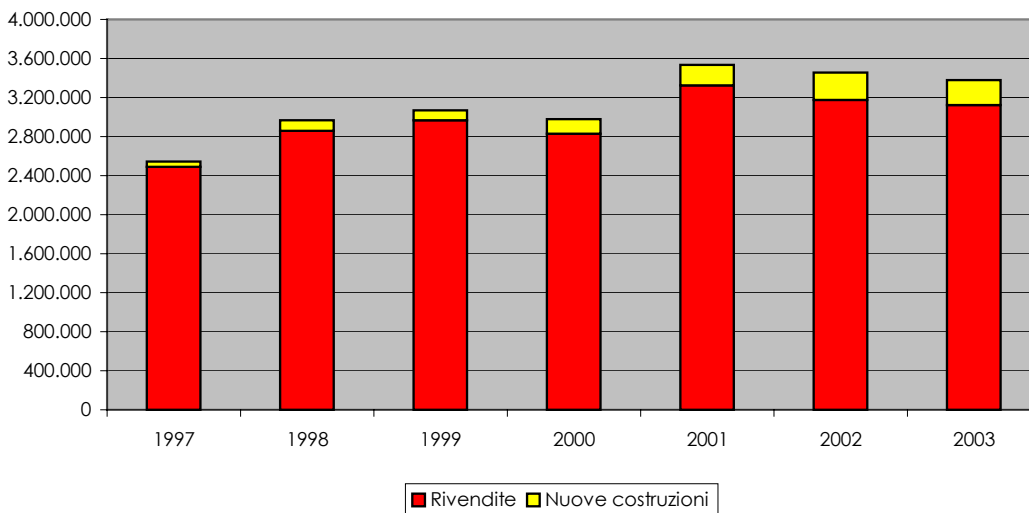
Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



Canoni nelle zone centrali (€/mq/anno)

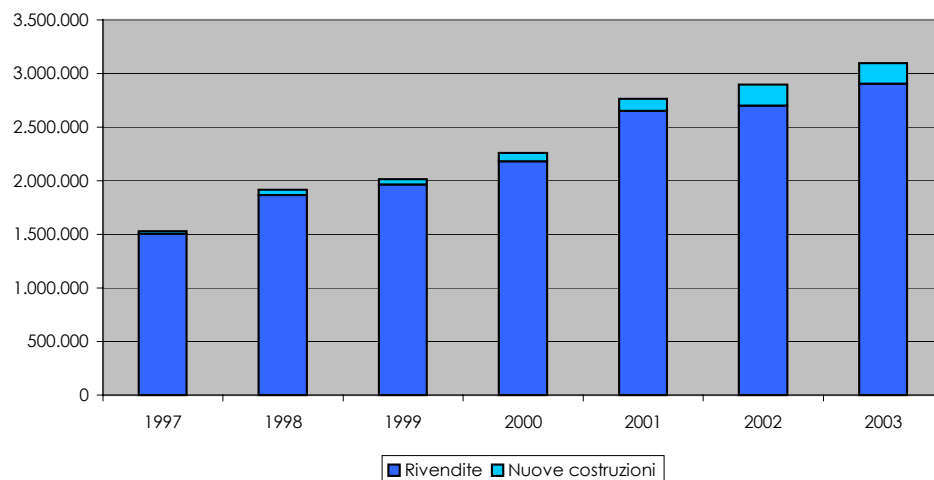
Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

I metri quadrati totali offerti sul mercato sono diminuiti del 2,3% nell'ultimo anno: la disponibilità di usato è calata di 1,8 punti percentuali mentre quella riguardante le nuove costruzioni è passata da 280.500 mq offerti nel 2002 ai 258.800 mq del 2003, registrando un calo del 7,7%.



Mq offerti: rivendite e nuove costruzioni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



Mq compravenduti: rivendite e nuove costruzioni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

I mq compravenduti sono stati pari a 3.095.000 (+7% rispetto al 2002) e corrispondono al 91,6% del totale dei mq offerti. Sono aumentati del 7,6% i mq compravenduti delle rivendite mentre sono diminuiti del 3,2% quelli delle nuove costruzioni. La vendita delle nuove costruzioni è stata pari al 72,5% dell'offerta e l'usato venduto corrisponde al 93,2% dell'offerta totale delle rivendite.

	PREZZI €/mq	CANONI €/mq/anno
	Min - Max	Min - Max
<i>ZONE DI PREGIO</i>	5.675 – n.a.	255 – n.a.
<i>CENTRO</i>	4.760 – 6.460	200 - 280
<i>SEMICENTRO</i>	3.150 – 4.295	140 - 190
PERIFERIA	2.130 – 2.900	90 - 130

Prezzi e canoni

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

I parametri sono riferiti a valori di massima frequenza rilevati nelle varie zone della città

Dall'attuale andamento dei principali indicatori macroeconomici e immobiliari per il 2004 ci attendiamo un'ulteriore leggera crescita dei prezzi che, sia nei valori minimi che in quelli massimi, dovrebbe superare l'attuale livello d'inflazione. La crescita attesa per il 2004 si dovrebbe aggirare nell'ordine del 3-4% per i prezzi massimi e intorno ai 4-5 punti percentuali per quelli minimi.

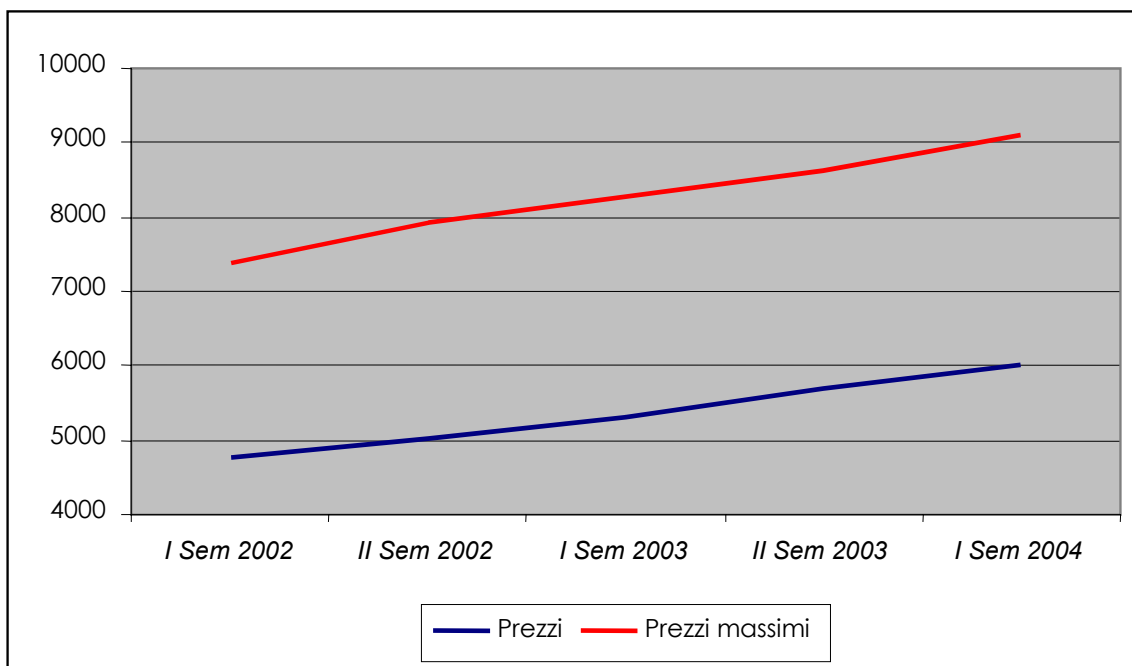


Per il 2004 le proiezioni evidenziano una crescita dei canoni pari a 5-6 punti percentuali sia per quanto riguarda i valori minimi che per quelli massimi.

Commerciale

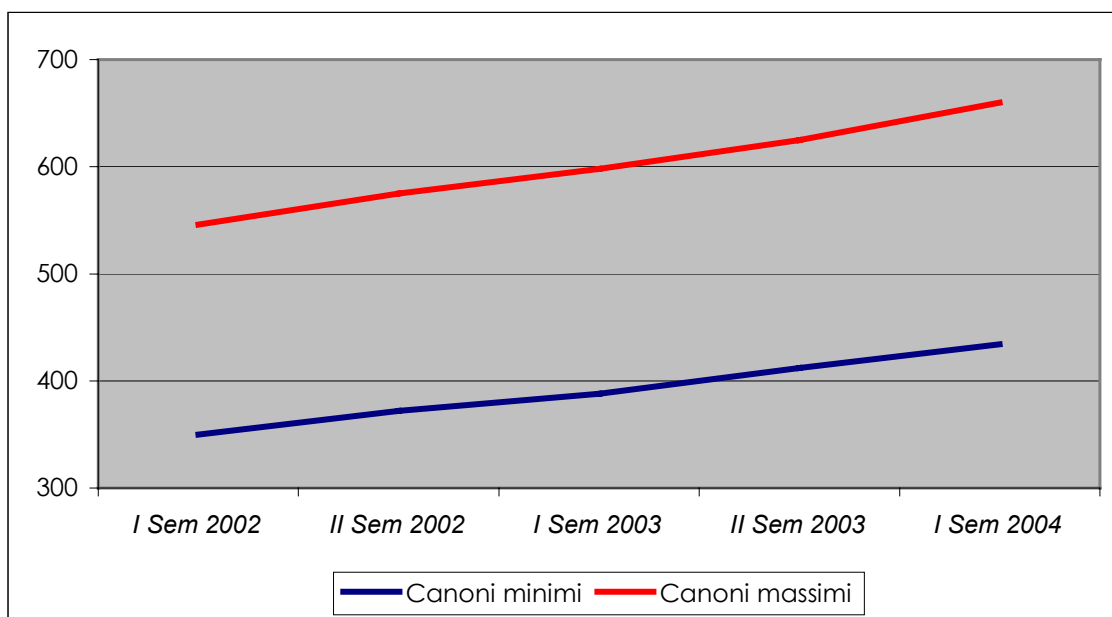
L'anno 2003 ha visto una crescita della domanda di negozi a Milano e un andamento complessivamente positivo nella prima parte dell'anno, seguito poi da una fase di stazionarietà di domanda/offerta e volumi contrattuali nella seconda parte.

I valori relativi a prezzi di vendita e canoni di locazioni presentano un aumento generalizzato e si è rilevato un lieve rallentamento delle dinamiche di Mercato con un allungamento dei tempi di allocazione.



Canoni nelle zone centrali (€/mq/anno)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie



Canoni nelle zone centrali (€/mq/anno)

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

	PREZZI €/mq	CANONI €/mq/anno
	Min - Max	Min - Max
<i>CENTRO</i>	6.013 – 9.100	434 - 660
<i>SEMICENTRO</i>	3.135 – 4.688	248 - 351
PERIFERIA	1.768 – 2.668	122 - 197

Prezzi e canoni I Semestre 2004

Fonte: elaborazione Ufficio Ricerche & Sviluppo Reag Srl su fonti varie

Mercato Specifico

Da una analisi relativa all'area circostante si evince che i prezzi per uffici situati in strutture con caratteristiche comparabili all'immobile in oggetto, in prossimità di piazze rappresentative quali Fontana, Diaz e zona Missori aumentano lievemente, soprattutto, se hanno viste panoramiche o particolarmente suggestive; per tale motivo i canoni di locazione relativi a suddette strutture si attestano intorno ai 340 – 410 €/mq/annuo escluse le spese condominiali.



L'area in cui l'immobile è inserito presenta un'offerta di spazi commerciali con caratteristiche eterogenee per tipologia e locazione (esistono tagli con affacci direttamente su vie trafficate e tagli con affacci su strade adiacenti e poco visibili. I valori pertanto possono oscillare vistosamente anche se si tratta di immobili poco distanti tra loro. La locazione di unità analoghe a quelle presenti nell'immobile in oggetto viene effettuata con valori compresi tra 350-550 €/mq/annuo.

Ricercatissime risultano le autorimesse, insufficienti per le richieste locali; per un posto auto l'affitto annuale si assesta attorno ai 4.000 - 4.500 Euro (360 €/mensili). Assolutamente introvabili in zona centrale le autorimesse da acquistare.

Per l'immobile in oggetto, per la superficie ad uffici è stato utilizzato un canone di locazione pari a 350 mq./anno.



7 VALUTAZIONE

Nell'effettuare la valutazione sono stati presi in considerazione i seguenti elementi:

Situazione locativa:

Attualmente l'immobile, vede la presenza di 15 locatari all'interno della struttura. La valutazione parte dall'assunto che l'immobile venga acquistato nell'attuale situazione locativa.

Interventi manutentivi

È stata rilevata la necessità di apportare alla struttura esistente i seguenti interventi manutentivi:

- pulizia e rifacimento delle facciate esterne;
- manutenzione delle parti comuni interne ed esterne;
- manutenzione e messa a norma degli impianti tecnologici esistenti;
- Ristrutturazione dell'ingresso e sostituzione degli ascensori;
- Ristrutturazione dell'impianto a parcheggio automatizzato.

Le suddette attività possono essere quantificate in un importo di circa 2.500.000 Euro.

Ai fini valutativi, l'intero ammontare dei costi di ristrutturazione a carico della nuova proprietà, sono stati considerati interamente nell'arco del primo anno.



Contratti in Essere:

Esistenza di in contratto di locazione finanziaria tra Locat Spa (proprietario) e l'attuale utilizzatore.

L'attuale utilizzatore, ad oggi, ha corrisposto nei confronti della proprietà tre canoni con periodicità trimestrale ciascuno come previsto dal contratto di Leasing oltre ad un corrispettivo alla firma del suddetto contratto.

Criteri di Valutazione

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

Il Metodo Reddituale dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:

- a) sulla determinazione, per il periodo di 18 anni, dei futuri redditi netti derivanti dalla locazione dell'immobile;
- 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).

Nella determinazione del valore dell'immobile sono stati considerati i due seguenti scenari:

Ipotesi 1: ai fini valutativi è stato considerato il contratto di locazione finanziaria attualmente esistente e quindi, nella determinazione dei redditi netti (flussi di cassa) sono stati inseriti tra le voci di costo i canoni di locazione rimanenti e la rata di riscatto finale;



Ipotesi 2: la valutazione non ha preso in considerazione il contratto di locazione finanziaria attualmente esistente;

Considerazioni valutative sintetiche

Fattori di apprezzamento:

- ottima commerciabilità del bene
- ubicazione nel centro storico di Milano
- buon impatto visivo e i piani alti godono di viste suggestive
- ottimamente servito dai mezzi pubblici
- facilmente frazionabile e flessibile per la ripartizione degli uffici in open-space
- finiture interne di medio livello

Fattori di deprezzamento:

- limitata dotazione di posti auto privati interni
- sono necessari interventi manutentivi sia sulle parti comuni sia sulle parti locate per elevare lo standing dell'immobile

La valutazione considera che alla scadenza degli attuali contratti di localizzazione, l'immobile venga locato con contratti standard (6 + 6) a "Canone di Mercato".

Al termine dei periodi considerati è stato ipotizzato che la proprietà venga rivenduta ad un valore ottenuto capitalizzando il reddito teorico netto dell'ultimo anno ad un tasso determinato come tasso di attualizzazione - crescita (2%) + risk out (0,25%) e deducendo le spese di commercializzazione, calcolate nel 2% del prezzo di vendita.



Nella valutazione sviluppata secondo il metodo reddituale:

- la percentuale di sfritto ed inesigibilità varia in funzione della possibilità di rinnovo dei contratti in essere e/o di trovare un nuovo conduttore alla loro scadenza; essa tiene conto delle caratteristiche tipologiche dell'immobile e del mercato di riferimento;
- le proiezioni sono state effettuate a moneta corrente;
- Il tasso medio annuo d'inflazione è stato considerato pari al 2%;
- è stato previsto un aumento degli affitti di mercato in linea con l'inflazione;
- i redditi sono stati rivalutati annualmente in base alle leggi vigenti, vale a dire al 75% dell'Indice ISTAT;
- sono state considerate le spese di amministrazione pari al 2% dei ricavi lordi effettivi;
- è stato quantificato il costo relativo alla copertura assicurativa dell'immobile pari al 0,1% del Costo di Ricostruzione a Nuovo;
- è stata considerata la riserva per manutenzioni straordinarie pari allo 1% del CRN;
- è stata considerata l'ICI stimata;
- Nel primo periodo sono stati inseriti dei "capital expenditure" per il ripristino dell'autorimessa interrata (circa Euro 1.000.000) e per la manutenzione straordinaria di facciate e impiantistica (circa Euro 1.500.000).
- Alla scadenza degli attuali contratti sono stati previsti alcuni interventi di manutenzione straordinaria;



Tasso di attualizzazione

I flussi di cassa (ricavi – costi) a moneta corrente, generati in vari anni, sono stati attualizzati ad un tasso del 7,30% da noi ritenuto congruo con gli attuali tassi di mercato e con le prospettive sia inflazionistiche che del mercato immobiliare; esso è stato determinato presupponendo una struttura finanziaria dell'operazione ed una remunerazione del capitale costituita al 40% da mezzi propri ed al 60% da mezzi di terzi.

I tassi sono stati da noi verificati sulla base delle transazioni recentemente avvenute. I fondamentali di riferimento utilizzati per la costruzione del tasso sono stati rilevati dalle tabelle finanziarie pubblicate da "Il Sole 24 Ore".



8 CONCLUSIONI

Il **Valore di Mercato** della proprietà in oggetto, alla data del 15 Luglio 2004, in base alle indagini ed agli studi effettuati, è ragionevolmente indicato in:

Ipotesi 1:

Euro 9.600.000,00 (Euro Novemilioneicentomila,00)

Ipotesi 2:

Euro 26.000.000,00 (Euro Ventiseimilioni,00)

Allegato: Tabelle di Valutazione



Definizioni

Per locazione finanziaria si intende l'operazione di finanziamento posta in essere da un intermediario specializzato (concedente) consistente nella concessione in utilizzo per un determinato periodo di tempo e dietro pagamento di un corrispettivo periodico (canone), di beni immobili acquistati o fatti costruire dal concedente su richiesta e indicazione del cliente (utilizzatore), che ne assume così tutti i rischi e conserva la facoltà al termine del periodo contrattuale di acquistare il bene a un prezzo prestabilito.

La funzione economica dell'operazione è, quindi, di finanziamento.

Condizioni economiche dell'operazione

Il corrispettivo di un'operazione di locazione finanziaria è espresso dai canoni, il cui ammontare è funzione, fra le altre cose, della struttura dell'operazione intesa in termini di costo d'acquisto del bene, durata della locazione, prezzo finale di riscatto, periodicità dei pagamenti.

Un parametro di riferimento per misurare l'onerosità di questo flusso di pagamenti è il **tasso di leasing**, definito come il tasso interno d'attualizzazione per il quale si verifica l'uguaglianza fra costo di acquisto del bene locato (al netto delle imposte) e valore attuale dei canoni e del prezzo finale di riacquisto (al netto delle imposte) contrattualmente previsti.

Il tasso di leasing applicato al cliente per la singola operazione è funzione anche del grado di rischio, di onerosità e di complessità della stessa.

Questi fattori sono stati considerati nel calcolo del tasso di leasing mediante una maggiorazione del 1,60% del tasso di riferimento per l'attualizzazione. Tale valore risulta in linea con le caratteristiche dell'operazione e dei soggetti coinvolti.



I canoni periodici, a tasso variabile, vengono indicizzati a un parametro di riferimento (l'Euribor a tre mesi) che rispecchia l'andamento del costo del denaro nel tempo.



Conclusioni

Secondo le analisi effettuate il contratto di locazione finanziaria stipulato tra Locat Spa (proprietario) e l'attuale utilizzatore risulta congruo con le caratteristiche di altre operazioni finanziarie simili applicate sul mercato.

La presenza di un tasso variabile per l'indicizzazione dei canoni assicura che l'operazione sia sempre ancorata all'andamento del mercato.

Lo spread del 1,60% applicato al tasso di riferimento per l'attualizzazione al fine di determinare il tasso di leasing, risulta congruo con le caratteristiche e col profilo di rischio dell'operazione.

Inoltre, nel caso d'estinzione anticipata del contratto, la presenza della penale offre la possibilità all'utilizzatore di uscire dall'investimento senza la necessità di dover pagare il debito residuo attualizzato, ma solo l'importo in percentuale del capitale residuo (3% se prima di 18 mesi o 2% se oltre i 18 mesi).