



(€ mil)	9M03	9M04E	% Chg 04/03	2003A	2004E	2005E
Revenues	388.9	351.1	-10%	649.0	491.0	559.3
EBIT (excl. iep)	42.1	35.0	-17%	61.1	63.3	89.3
Income from Eq. Part.	29.6	51.5	74%	67.0	87.6	96.8
Net Income	52.1	65.3	25%	102.1	125.7	149.1

Source: Company data and Banca Caboto s.p.a. estimates

Company Key Data	2004E	2005E	2006E
EPS adj (€)	3.09	3.66	4.17
NAVPS (€)	23.61	25.65	27.90
Dividend Ord. (€)	1.68	1.99	2.28
P/E adj (x)	11.1x	9.4x	8.2x
P/NAVPS (x)	1.5x	1.3x	1.2x
ROE (%)	25.5%	25.9%	25.5%

Source: Company data and Banca Caboto s.p.a. estimates

Company Data		Ords
N. of Shares (mil):		41
Market Price (€):		34.25
<b>Target Price (€):</b>		<b>37.0</b>
<b>Target Upside:</b>		<b>8%</b>
Previous Target (€):		37.0
Market Data		
Market Cap (€ mil)		1,408.1
Free Float (%)		40.35
12 m Hi/Lo (€)		35.09/22.81
Average Volumes (1m)		48.8
Other Info		
Sector		Real Estate
Reuters Code		PCRE.MI
Bloomberg Code		PRS IM
Mibtel Index		21,601
Performance (%)		Rel
	Abs	
1 month	2.4	-0.4
3 months	22.8	17.1
12 months	50.3	36.8
<b>November 2, 2004</b>		
Alessandra Panella +39 02 80215614 alessandra.panella@caboto.it		

## Preview 9M04E

- Stime 9M04:** attendiamo un risultato sui 9M04 positivo ed in linea con i target di piano industriale 2004-2006. Il valore consolidato della produzione dovrebbe attestarsi a 351 € mil, trainato dalla crescita della componente servizi pari al 19% circa (a 252 € mil). Ci aspettiamo infatti che il segmento agenziale ed il facility management abbiano trainato l'incremento dei ricavi complessivi. Sul segmento dell'Asset Management, invece, ci aspettiamo che i primi nove mesi dell'anno abbiano registrato un livello di acquisizioni inferiore ai 9M03 (che, lo ricordiamo, ha una contribuzione a margine pressoché nulla), unico fattore alla base del decremento del valore della produzione y/y. In termini di marginalità, ci aspettiamo un EBIT margin al 10%; gli utili da partecipazioni sono attesi in forte incremento y/y (+74%), a 51 € mil circa, anche grazie ai proventi derivanti dai collocamenti dei Fondi Tecla e Cloe, avvenuti con successo nel primo semestre. In termini di EBIT incluso il risultato da partecipazioni, dunque, ci aspettiamo una crescita del 21% circa, in linea con il target range di piano tra il 20% ed il 25%. A livello di bottom line, ci aspettiamo un risultato in crescita di oltre il 25% y/y, a 65 € mil, nonostante componenti straordinarie per 6 € mil circa e grazie al sempre maggior peso della componente utili da partecipazioni sul risultato consolidato, inclusa già al netto dell'imposizione fiscale.
- Fatti rilevanti:** Il gruppo è attualmente in fase di negoziazione esclusiva per l'acquisizione del portafoglio immobiliare non strumentale di Unicredito ed ha manifestato interesse per la gara relativa all'acquisizione degli immobili del gruppo Rinascente. Si conferma dunque il commitment e la presenza della società su deal immobiliari di dimensioni rilevanti, che riteniamo contribuirà positivamente al rispetto dei target di piano. Il gruppo dovrebbe inoltre finalizzare il lancio del terzo fondo immobiliare ad apporto, denominato Olinda, specializzato in immobili commerciali e destinato a clientela retail, entro la fine dell'anno.
- Valuation:** Supportati dalle aspettative positive sui risultati dei 9M04, attesi per mercoledì 10 p.v., su base fondamentale manteniamo la nostra raccomandazione di **ADD sul titolo, con target price pari a 37 € per azione.**

Pirelli & Co Real Estate							Oct 28, 04
Sector:	<b>Real Estate</b>			Mkt Price (€)	Target (€)		Rating
Datatype:	<b> Holding</b>		Ordinary	<b>34.25</b>	<b>37.0</b>		<b>ADD</b>
REUTERS CODE	PCRE.MI						
<b>Values per Share (€)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
No. Ordinary Sh. (mil)	41	41	41	41	41	41	
No. NC Sav/Pref. Sh. (mil)	-	-	-	-	-	-	
Total No. of Eq. Sh. (mil)	41	41	41	41	41	41	
EPS Adjusted	0.85	2.21	2.72	3.09	3.66	4.17	
CFPS	NA	3.33	2.96	3.42	3.99	4.48	
BVPS	3.23	9.06	10.38	11.98	14.01	16.26	
NAVPS	NA	21.47	21.99	23.61	25.65	27.90	
Dividend Ord	-	1.41	1.41	1.68	1.99	2.28	
Dividend SAV Nc	-	-	-	-	-	-	
<b>Income Stat (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Sales	326.2	491.8	649.0	491.0	559.3	634.1	
EBITDA	52.5	52.0	79.1	78.4	104.2	124.9	
EBIT	47.1	102.4	128.1	151.0	186.1	215.9	
Pretax Income	207.7	149.9	122.7	152.2	186.5	215.2	
Net Income	161.4	125.3	102.1	125.7	149.1	170.3	
Adj. Net Income	34.7	89.8	110.6	127.0	150.3	171.6	
<b>Cash Flow (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Net Income before	161.4	125.6	101.5	125.7	149.7	171.0	
Minorities							
Depreciation and	NA	9.7	18.0	15.0	14.9	13.8	
Provisions							
Change in Working Capital	NA	58.9	28.2	-30.2	-30.0	-40.0	
<b>Operating Cash Flow</b>	NA	194.3	147.7	110.6	134.7	144.8	
Capital Expenditure	NA	-154.3	-112.6	-87.6	-96.8	-104.8	
Other (uses of Funds)	NA	2.9	-11.1	0.0	0.0	0.0	
<b>Free Cash Flow</b>	NA	42.8	24.0	22.9	37.8	40.0	
Dividends and Equity	NA	111.2	-45.5	-54.9	-65.5	-77.7	
Changes							
<b>Net Cash Flow</b>	NA	154.0	-21.5	-32.0	-27.6	-37.6	
<b>Balance Sheet (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
<b>Net Capital Employed</b>	323.6	409.3	475.7	578.5	690.4	821.4	
of which Associates	55.2	109.1	149.7	237.3	334.1	438.9	
Net Debt (Cash)	380.7	166.7	223.7	255.2	282.8	320.5	
Minorities	1.1	0.9	3.2	3.7	4.4	5.1	
Net Equity	131.0	367.9	421.6	492.4	576.0	668.7	
NAV	NA	871.7	892.7	970.7	1,054.3	1,147.0	
Market Cap	1,390.7	1,390.7	1,390.7	1,408.1	1,408.1	1,408.1	
Enterprise Value (*)	1,197.1	1,148.4	1,131.4	995.3	884.7	815.0	
<b>Stock Market Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
P/E adj	40.1x	15.5x	12.6x	11.1x	9.4x	8.2x	
P/CEPS	v	10.3x	11.6x	10.0x	8.6x	7.6x	
P/BVPS	10.6x	3.8x	3.3x	2.9x	2.4x	2.1x	
P/NAVPS	NA	1.6x	1.6x	1.5x	1.3x	1.2x	
Dividend Yield (%ord)	0.0%	4.1%	4.1%	4.9%	5.8%	6.7%	
Dividend Yield (%sav)							
<b>Profitability &amp; Financial Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
EBITDA Margin (%)	16.1%	10.6%	12.2%	16.0%	18.6%	19.7%	
EBIT Margin (%)	14.4%	20.8%	19.7%	30.7%	33.3%	34.1%	
Tax Rate (%)	22.3%	16.2%	17.3%	17.4%	19.7%	20.5%	
Net Income Margin (%)	49.5%	25.5%	15.7%	25.6%	26.7%	26.9%	
ROE (%)	123.2%	34.1%	24.2%	25.5%	25.9%	25.5%	
Debt/Equity Ratio	2.9x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	
<b>Growth</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Sales (%)	NA	50.7%	32.0%	-24.3%	13.9%	13.4%	
EBITDA (%)	NA	-0.9%	52.1%	-0.9%	33.0%	19.9%	
EBIT (%)	NA	117.4%	25.1%	17.8%	23.3%	16.0%	
Pretax Income (%)	NA	-27.8%	-18.2%	24.0%	22.5%	15.4%	
Net Income (%)	NA	-22.4%	-18.5%	23.1%	18.6%	14.2%	
Adj. Net Income (%)	NA	159.0%	23.1%	14.8%	18.4%	14.1%	

Source: Company data, Banca Caboto s.p.a. estimates

Il presente documento è stato redatto da Banca Intesa in nome e per conto di Banca Caboto s.p.a. - ("Caboto") società interamente controllata dal Gruppo Intesa (il "Gruppo"). Entrambi i soggetti possono detenere titoli di alcune delle società oggetto del presente studio (le "Società") o possono essere emittenti di strumenti finanziari associati ai predetti titoli. **In particolare, il Gruppo ha partecipato al collocamento di Pirelli & Co. Real Estate in qualità di Collocatore Garante, al collocamento del Fondo Tecla Uffici, in qualità di Joint Global Coordinator e Joint Bookrunner, nonché ad operazioni di finanziamento o di finanza strutturata. Il Gruppo ha inoltre assistito Pirelli & Co. Real Estate nella fase di commercializzazione del Fondo Cloe riservato ad Operatori Qualificati.** Dipendenti o Amministratori di Caboto o del Gruppo possono svolgere funzioni di Amministratori presso alcune delle Società. Ogni informazione non esplicitata nel presente documento è comunque disponibile presso Caboto.

Il presente documento non è destinato a circolazione o distribuzione presso il pubblico indistinto o presso altri soggetti od enti diversi dagli "Investitori Istituzionali", come definiti dalla vigente normativa italiana in materia. Il presente documento non costituisce, né forma parte di alcuna offerta di vendita o di sottoscrizione, né il medesimo o ciascuna delle sue parti costituirà riferimento alcuno per contratti o impegni di varia natura. Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di **Caboto**. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

#### Ufficio Studi Azionario

Marco Pisanti	+39 02 8021 5608
Luca Bacoccoli	+39 02 8021 5026
Monica Bosio	+39 02 8021 2725
Ester Brizzolara	+39 02 8021 5984
Andrea Crepez	+39 02 8021 5643
Fabio Iannelli	+39 02 8021 2724
Alessandro La Scalia	+39 02 8021 5645
Manuela Meroni	+39 02 8021 5937
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Alessandra Panella	+39 02 8021 5614
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Roberto Ranieri	+39 02 8021 5011
Giulia Sartorelli	+39 02 8021 2707

#### Analisi Tecnica e Quantitativa

Emanuele Cecere	+39 02 8021 5546
-----------------	------------------

#### Research Assistants & Distribution

Cinzia Bovina	+39 02 8796 2069
Antonella Dal Barco	+39 02 8796 2071

#### Clienti Banche Italiane

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
Stefania Capra	+39 02 8021 5449
Laura Costa	+39 02 8021 5888
Paolo Masa	+39 02 8021 5791

#### Securities Lending

Gustavo Nieves	+39 02 8021 5370
----------------	------------------

#### Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Fabio Ferrando	+39 02 8021 5621
Pierre-Henry Castellano	+39 02 8021 5406
Carlo Cavaliere	+39 02 8021 2722
Roberto Mozzi	+39 02 8021 5857
Massimo Profaizer	+39 02 8021 5886
Stefania Porri	+39 02 8021 5557
Laura Spinella	+39 02 8021 5782
Daniela Stucchi	+39 02 8021 5708
Luca Scardillo	+39 02 8021 5677
Paolo Sturlese	+39 02 8021 5517

#### New York

Elena Castro	+1 212 509 5090
Omar Zaghis	+1 212 509 4790

#### Corporate Brokerage

Daniilo Brusa	+39 02 8021 5917
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 5894

#### Sales Trading Italia e Estero

Roberto Gussoni	+39 02 8021 5929
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 5647
Stefano Rivarola	+39 02 8021 5420
Mark Wilson	+39 02 8021 2758

#### Electronic Brokerage and Client Connectivity

Insaf Amry	+39 02 8021 5897
------------	------------------