



Spettabile

CIT - Compagnia Italiana Turismo S.p.A. in A.S

Via Ettore de Sonnaz 14

10121 - TORINO

Milano, 21 Luglio 2016
Ns. Rif.: SC/val 6003_16

Facendo seguito all'incarico conferitoci, esponiamo nella presente i risultati della valutazione condotta su proprietà immobiliari riconducibili a Società del Gruppo **CIT - Compagnia Italiana Turismo S.p.A. in A.S**, ubicate in:

Loc. Lago Cupo - Roseto Capo Spulico (CS)

Finalità della stima è la determinazione del Valore di Mercato della proprietà di cui sopra, con riferimento alla data del 30 Giugno 2016.

Oggetto della valutazione sono le aree e i fabbricati, comprensivi dell'impiantistica generale, in considerazione dell'attuale destinazione urbanistica, quindi le previsioni dei vigenti strumenti urbanistici; sono invece rimasti esclusi dalla stima i beni mobili, compresi gli impianti specifici legati ad attività attualmente insediate nella proprietà, ed in generale quanto contenuto nella proprietà in esame.

I criteri e le metodologie di valutazione, nonché l'elaborazione del processo peritale, sono analiticamente esposti nella allegata Relazione di Stima.

A supporto della valutazione si è assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato i riferimenti catastali, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

Al fine di determinare la destinazione urbanistica delle singole proprietà, abbiamo effettuato accertamenti diretti presso i competenti uffici Comunali, al fine di rilevare e analizzare gli attuali strumenti urbanistici vigenti nonché ricostruire le più importanti variazioni urbanistiche intervenute a seguito dell'acquisizione della proprietà.



Come previsto dall'incarico affidatoci, non abbiamo effettuato alcuna verifica circa il titolo di proprietà dell'immobile stimato, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di esso; la valutazione ha presupposto che il bene sia pienamente conforme alla legislazione ed alle normative vigenti.

La stima è stata condotta sulla base delle risultanze di un sopralluogo diretto effettuato in data **08 Giugno 2016**, e di un'indagine sull'andamento del mercato immobiliare nella zona interessata.

La nostra attività di valutazione e la presente relazione di stima sono conformi agli standard fissati dal RICS Appraisal and Valuation Standards ("Red Book") – edizione 2014. **PRAXI Real Estate è Società di Valutazione "regulated by RICS"** [Firm n° 710985].

DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERI DI VALUTAZIONE

La valutazione ha determinato il Valore di Mercato della proprietà in oggetto.

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

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità della proprietà immobiliare in oggetto, per la determinazione del Valore di Mercato è stato adottato il seguente approccio:

– metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione prospettici e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

La nostra attività valutativa è stata condotta, sia dal punto di vista dei criteri estimativi che delle metodologie operative, nel rispetto delle normative vigenti e secondo le migliori prassi peritali a livello italiano e internazionale.

ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA

In generale, la stima è basata sui dati tecnici forniti dalla Committente di seguito riportati in sintesi, che, in conformità all'incarico affidatoci, sono stati considerati corretti ed aggiornati:

- Titolo Proprietà;
- Documentazione catastale;
- Documentazione edilizia;
- Documentazione urbanistica;
- Planimetrie.

Derivano invece da nostre autonome analisi ed indagini i dati relativi a:

- Determinazione consistenze edilizie;
- IMU, TASI e premio assicurativo;
- Costi a carico della proprietà inerenti property management, importi previsti e/o accantonamento per manutenzioni straordinarie, quota dell'imposta di registro sui contratti di locazione, provvigioni sugli affitti e sulle vendite.

METODOLOGIA DI LAVORO

La nostra attività ha riguardato la determinazione del Valore di Mercato della proprietà immobiliare in oggetto e, in conformità all'incarico affidatoci, non ha compreso attività di due diligence e rilievo, né accessi presso Uffici pubblici per verifiche edilizie, catastali, ecc. A supporto della valutazione si è perciò assunta la documentazione tecnica fornitaci dalla proprietà, da cui, in particolare, abbiamo rilevato le consistenze e le destinazioni d'uso, senza effettuare alcuna ulteriore verifica.

MERCATO IMMOBILIARE

1. IL QUADRO MACROECONOMICO ITALIANO

In Italia nell'ultimo trimestre del 2015 è proseguita, anche se a ritmi più contenuti, la ripresa ciclica, sospinta dal consolidamento dei consumi e dall'accelerazione degli investimenti. Gli indicatori più recenti segnalano che nei primi mesi di quest'anno l'attività economica avrebbe beneficiato del riavvio della manifattura, cui si sarebbe aggiunto il consolidamento della ripresa nel settore dei servizi e nel comparto edile. Le imprese rimangono ottimiste sulle prospettive dei prossimi mesi, pur con alcuni segnali di cautela. Secondo nostre valutazioni nel primo trimestre del 2016 la crescita sarebbe stata ancora moderata, ma lievemente superiore rispetto ai tre mesi precedenti.

Al contempo le prospettive della domanda estera risentono anche in Italia dell'acuirsi dell'incertezza sull'andamento del commercio mondiale. Il calo delle vendite sui mercati extra UE nei primi mesi dell'anno potrebbe ripercuotersi sui piani di investimento delle imprese, pur sostenuti dall'impatto positivo degli incentivi temporanei disposti dall'ultima legge di stabilità.

Dopo il passaggio di consegne a capo del Governo, da Enrico Letta a Matteo Renzi nel 2014, nel 2015 il quadro politico-istituzionale è rimasto di difficile interpretazione, tra la serie di riforme eseguite e promesse (istituzionali, della giustizia, del mercato del lavoro, fiscali – in particolare “Job Act”, “Sblocca Italia” e la Legge di Stabilità 2016) e la oggettiva difficoltà a tradurre in pratica queste intenzioni, a causa della conflittualità fra le principali forze politiche, della inerzia dell'apparato burocratico e delle resistenze incrociate delle diverse lobby.

Il sistema bancario italiano, caratterizzato da un ammontare cospicuo di NPL (Non Performing Loans) e il Fondo Atlante, lanciato ad Aprile per sostenere la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà, appare al momento insufficiente per gestire problemi di tali dimensioni. La BCE ha pertanto offerto il proprio sostegno al settore, dando la via libera ai piani presentati dal Governo italiano per la gestione di tali attività deteriorate. La situazione riflette il fatto che la crescita economica negativa (dal 2009) e il tasso di inflazione zero (e a volte negativo) non sono compatibili con le modalità con le quali il sistema bancario italiano è stato gestito. Il sistema è ancora a rischio, anche se attualmente la BCE continua ad immettere molta liquidità attraverso il quantitative easing.

Merita un focus particolare il cosiddetto fondo Atlante. A seguito di un ulteriore ribasso dei titoli bancari quotati, il Governo italiano in collaborazione con fondazioni, grandi banche e assicurazioni, oltre a Cassa Depositi e Prestiti, ha creato il fondo denominato Atlante, gestito da Questio Sgr, che operando in parallelo alle Garanzie sulle Cartolarizzazioni delle Sofferenze (Gacs), è atto a favorire la cartolarizzazione dei crediti inesigibili a causa della crisi economica, offrendo una garanzia sulla parte di non performing loans di più bassa qualità.

L'obiettivo del fondo è una redditività del 6% annuo, con un orizzonte d'investimento di medio-lungo termine. Questo strumento è sicuramente un buon punto di partenza per sbloccare le problematiche degli Npl in Italia, ma pare non costituisca una soluzione ideale. E' infatti in corso uno studio riguardante due ipotesi a riguardo: una prevederebbe lo scorporo di Atlante 1 in due fondi, uno per detenere le partecipazioni nel capitale delle banche in difficoltà (Veneto Banca e Popolare di Vicenza), l'altro ricapitalizzato e finalizzato all'acquisto dei soli NPL. Una seconda opzione prevede la creazione ex-novo di un fondo Atlante 2, dedicato alle sole sofferenze e con obiettivo di raccolta compreso fra 3 e 5 miliardi di euro. In entrambi i casi dovrebbero esservi ulteriori sottoscrittori, fra cui Cdp e Sga. Non è chiaro se tutti i partecipanti o i manifestanti

interesse per Atlante 1 (quali Generali ad esempio o Poste Vita) siano interessati a impegnarsi ulteriormente nella seconda tornata.

Nel primo semestre del 2016 si sono svolte le elezioni amministrative per 1.342 comuni, 25 capoluoghi di provincia e 7 capoluoghi di regione (fra cui Roma, Milano e Torino), con risultati che hanno visto un cambiamento degli equilibri preesistenti. Nello specifico, in comuni dall'importanza fondamentale a livello nazionale come Roma e Torino, la vittoria di una nuova forza politica quale il Movimento 5 Stelle non contribuisce all'interpretazione del quadro politico-istituzionale attuale.

Un ulteriore elemento di incertezza che ha segnato e caratterizzerà l'andamento dell'economia mondiale quanto soprattutto quella europea, è l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea a seguito del referendum (Brexit) tenutosi il 23 Giugno 2016. L'esito è stato incerto fino all'ultimo e ha visto prevalere il leave rispetto al remain, con effetti immediati sull'economia europea e quella britannica: sterlina a picco sui minimi dai 31 anni; borse in forte flessione; corsa ai beni rifugio, cominciando dall'oro per arrivare al bund tedesco a 10 anni; timori di tenuta delle obbligazioni dei Paesi periferici dell'Ue, crollo dei valori immobiliari britannici, solo per citarne i principali.

Il premier David Cameron, promotore dello stesso referendum, per coerenza si è immediatamente dimesso aggiungendo incertezza a incertezza. I danni e le opportunità di questa decisione sono al momento di difficile previsione e, peraltro, il percorso di uscita di un Paese membro dall'Ue è un processo che dovrebbe durare, nella migliore delle ipotesi, almeno due anni. Due anni di incertezza, non il meglio per i mercati, durante i quali, tuttavia, il Regno Unito continuerà a essere contributore netto dell'Ue. A questi due anni se ne potrebbero poi aggiungere altri cinque, per la ridefinizione di trattati, anche in forma bilaterale, con i vari Paesi membri dell'Ue. Ad aggiungere confusione le dichiarazioni del parlamento scozzese e dell'assemblea dell'Irlanda del Nord, che rinuncerebbero al Regno Unito pur di rimanere nell'Ue.



Figura 1 Andamento FTSE MIB 24-06/29-06 2016

Lo shock causato da Brexit a livello dell'andamento del mercato italiano, è stato ben visibile nei primi giorni successivi alla votazione, con l'indice FTSE Mib in caduta (con un primo -10,3% tra il 24 e il 23 Giugno 2016) fino a martedì 28 Giugno, per poi riprendere una lieve salita nei giorni successivi.

In ogni caso, l'impatto della Brexit sull'economia italiana è stato assai meno violento di quanto la campagna per il Remain lasciasse supporre. Dopo il tonfo del "venerdì nero" dell'immediato dopo Brexit, le borse hanno recuperato circa metà delle perdite e quella di Londra le ha addirittura assorbite completamente. Prevalgono opinioni ottimistiche, sia a livello europeo che a livello italiano, che optano per la trasformazione di un problema, il divorzio fra Europa e Regno Unito, in

un'opportunità per il rilancio del sogno europeo e per la crescita dell'economia italiana in quanto polo di attrazione per investimenti non più fattibili in Gran Bretagna.

Queste incertezze, unitamente all'elevato livello di tassazione, a un mercato del lavoro ancora poco dinamico, anche se in leggera ripresa, e a una giustizia dai lunghi tempi di reazione, hanno mantenuto lontani gli investitori internazionali dal nostro Paese fino al 2014, registrando una loro importante nuova comparsa nel 2015 ed un continuo nei primi mesi del 2016.

Ciò nonostante, in termini di avanzo primario (al netto degli interessi sul debito pubblico), l'Italia è accreditata dal Fondo Monetario Internazionale di una tra le migliori performance prospettiche per i prossimi quattro anni tra i principali Paesi industrializzati, seconda a Germania e UK.



Figura 2 Italy Government Net Lending and Borrowing in percent of GDP – Trading Economics

Per quanto riguarda il commercio, sul fronte interno rimangono deboli i consumi delle famiglie. Da Febbraio 2014 a Febbraio 2015 le variazioni sono state negative, con un andamento positivo solo in Agosto 2014 e Gennaio 2015, stagnante attorno allo 0 fino a Maggio 2015 e sempre più positivo negli ultimi mesi del periodo considerato, con un ritorno ai consumi di Agosto 2014 nell'ultimo mese delle rilevazioni (Febbraio). Rispetto a Febbraio 2015, il valore delle vendite aumenta complessivamente del 2,7% in valore e in volume del 2,2%, con una crescita maggiore per quanto riguarda i prodotti alimentari.



Figura 3 Fonte ISTAT

A Febbraio 2016, le vendite al dettaglio registrano un incremento congiunturale dello 0,3%, sia in valore che in volume, con i prodotti alimentari come componente più dinamica.

Nel 2015 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici in valori correnti è aumentato dello 0,9% e nell'ultimo trimestre dell'anno ha registrato una riduzione dello 0,6% rispetto al trimestre precedente.

Tenuto conto dell'inflazione, il potere di acquisto delle famiglie consumatrici è aumentato dello 0,8%, aumentando dello 0,9% rispetto al quarto trimestre 2014. La riduzione della propensione al risparmio delle famiglie consumatrici nel 2015 è il risultato di un aumento del reddito disponibile (0,9%) di poco inferiore rispetto a quello della spesa per consumi finali (1%). Per contro, nell'ultimo trimestre del 2015, la flessione dello stesso indicatore rispetto al corrispondente trimestre del 2014 deriva da un aumento del reddito disponibile delle famiglie dell'1,1% più contenuto rispetto a quello della spesa per consumi finali, in crescita dell'1,5%.

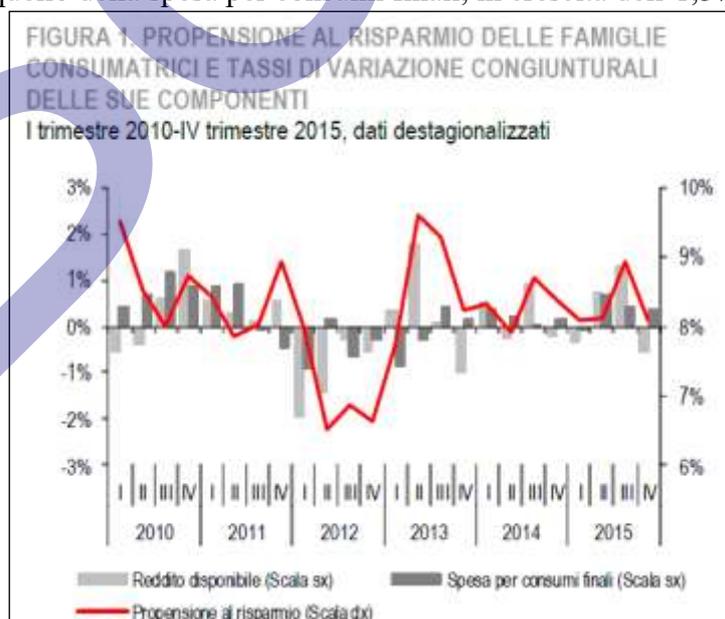


Figura 4 Fonte ISTAT

Secondo l'ultima rilevazione di Banca d'Italia il rafforzamento dei consumi delle famiglie prosegue, sostenuto dal moderato recupero del reddito disponibile e dalla stabilizzazione delle quotazioni immobiliari. Le informazioni più recenti prefigurano un ulteriore aumento della spesa nel primo trimestre del 2016, anche se emergono valutazioni più prudenti dei consumatori sulle prospettive del quadro economico generale.

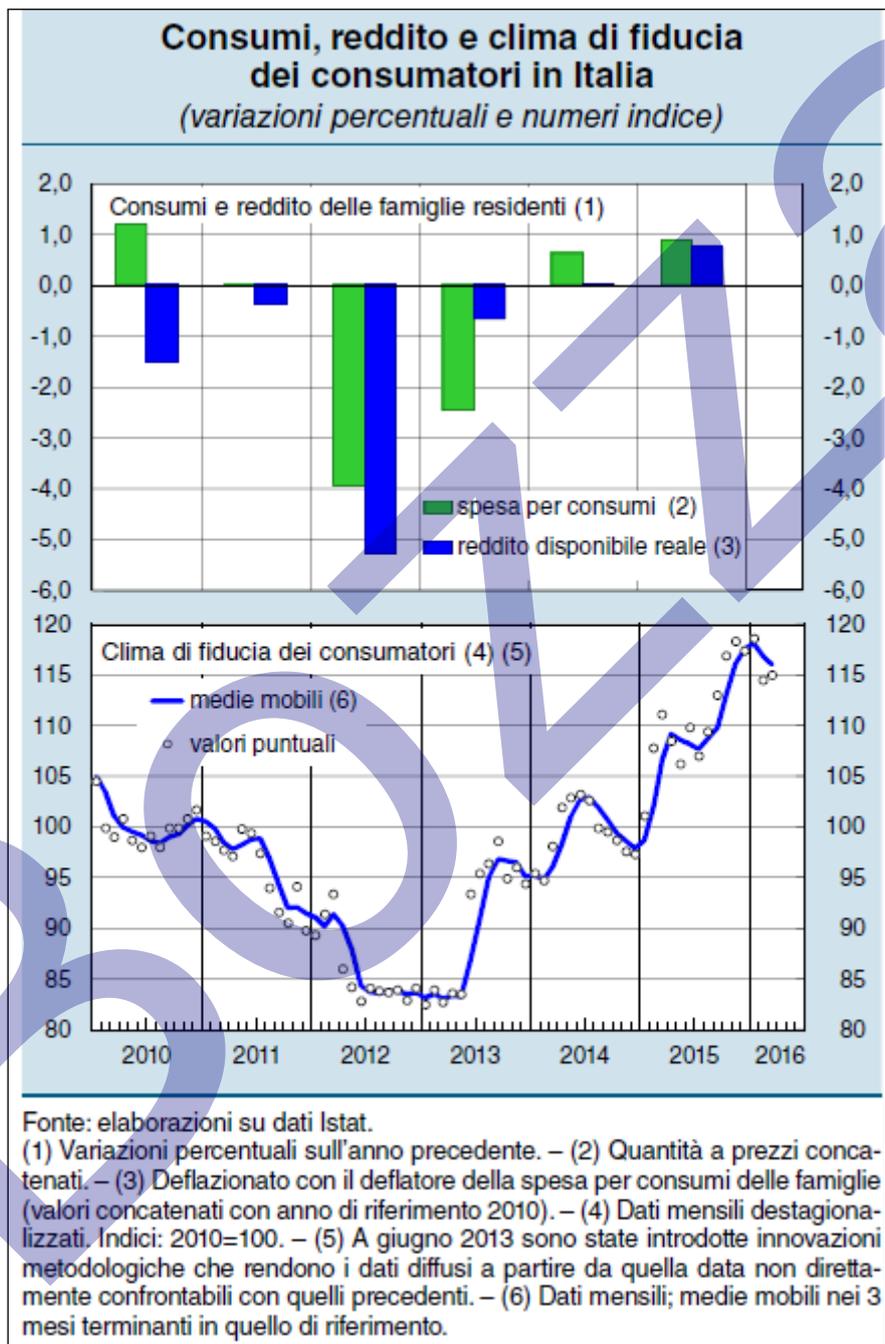


Figura 5 Bollettino economico Banca d'Italia Aprile 2016

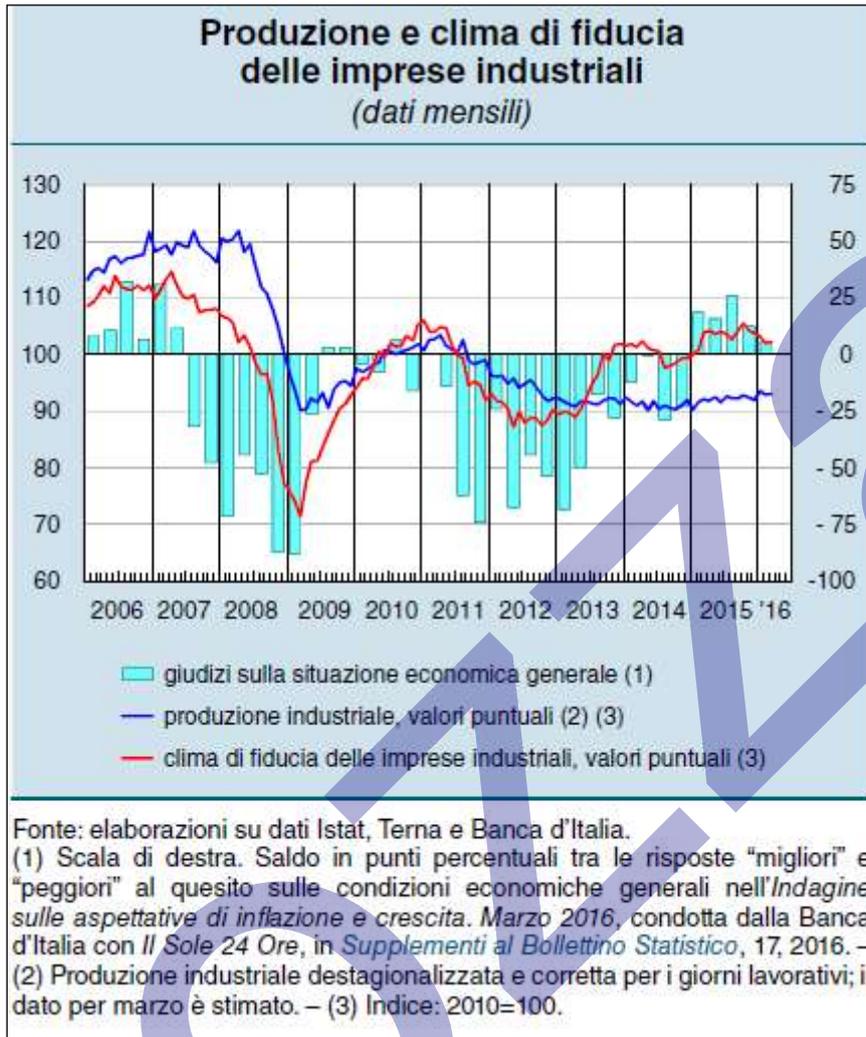


Figura 6 Bollettino economico Banca d'Italia Aprile 2016

La produzione industriale ha ripreso a crescere dall'inizio dell'anno; prosegue la moderata espansione dell'attività nei servizi; nel settore edile si consolidano i segnali di recupero, anche se con previsioni di crescita ridimensionate dall'1% allo 0,3% a seguito del caso Brexit. Gli indicatori di fiducia, pur se in lieve peggioramento rispetto ai segnali fortemente favorevoli dello scorso autunno, restano su livelli elevati in tutti i principali settori; la quota di imprese che si attende un nuovo aumento della propria spesa per investimenti nel 2016 prevale su quella che ne prevede una diminuzione.

Le prospettive della domanda estera e le tensioni geopolitiche continuano tuttavia a rappresentare elementi di incertezza. Dopo la temporanea battuta d'arresto alla fine del 2015, in parte dovuta a fattori statistici connessi con gli effetti delle festività, in Gennaio l'attività manifatturiera ha segnato un netto recupero; nonostante il modesto calo in Febbraio (ultimo dato effettivo disponibile), nella media del primo trimestre, secondo nostre stime, sarebbe aumentata di poco meno di un punto percentuale (fig. 6).

Dopo il calo di Marzo 2016 (-1,7%), la stima dei disoccupati in Aprile sale dell'1,7% (+50 mila), tornando al livello di Febbraio. Il tasso di disoccupazione è pari all'11,7%, in aumento di 0,1 punti percentuali su Marzo.

L'aumento della disoccupazione nell'ultimo mese è determinato esclusivamente dalla componente femminile (+4,2%), a fronte di un lieve calo per quella maschile (-0,4%). Il tasso di disoccupazione femminile cresce di 0,4 punti percentuali arrivando al 12,8%, mentre quello maschile cala di 0,1 punti attestandosi al 10,8%.

Il calo degli inattivi tra i 15 e i 64 anni nell'ultimo mese riguarda sia gli uomini (-0,9%) sia le donne (-0,8%). Il tasso di inattività si attesta al 25,4% tra gli uomini (-0,2 punti percentuali) e al 45,4% tra le donne (-0,3 punti).

A livello nazionale, dal punto di vista tendenziale, si prevede un passaggio da un totale dell'11,9% del 2015, all'11,2% del 2017.

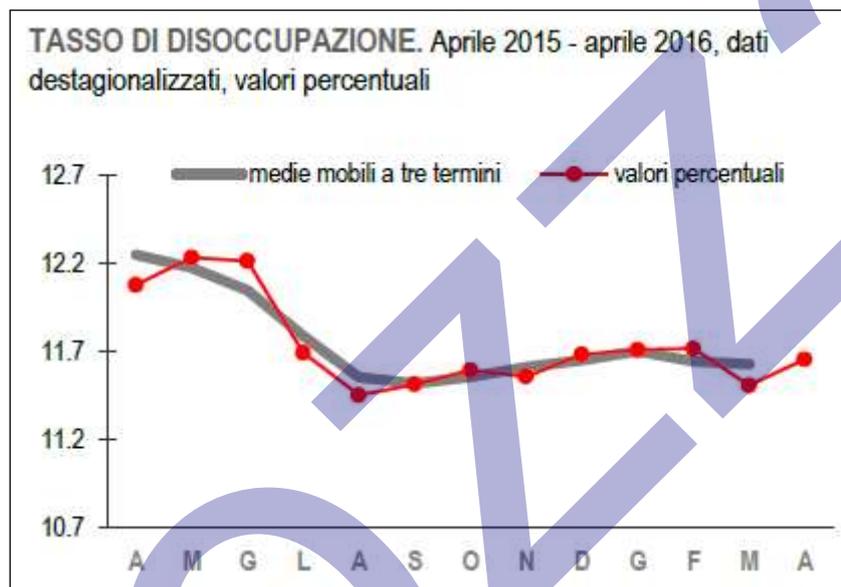


Figura 7 Fonte ISTAT

A partire dal 2013 l'inflazione è costantemente diminuita, fino a raggiungere ad Agosto e Settembre 2014 rispettivamente il -0,1% e il -0,2%. Questo trend, che certamente aggrava la stagnazione dell'economia italiana, è migliorato nei mesi di Ottobre e Novembre quando l'inflazione è tornata positiva. In seguito, nel 2015, il trend d'inflazione è costantemente aumentato su base annua, fino ad Ottobre 2015 raggiungendo lo 0,3%, per poi riprendere a calare da Novembre, con una media annua dello 0,03%.

L'inflazione al consumo rimane negativa nel primo semestre 2016, ma il ritmo di caduta annua dei prezzi risulta in attenuazione.

Nel mese di maggio 2016 l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registra un aumento dello 0,3% su base mensile e una diminuzione su base annua pari a -0,3% (era -0,5% ad aprile).

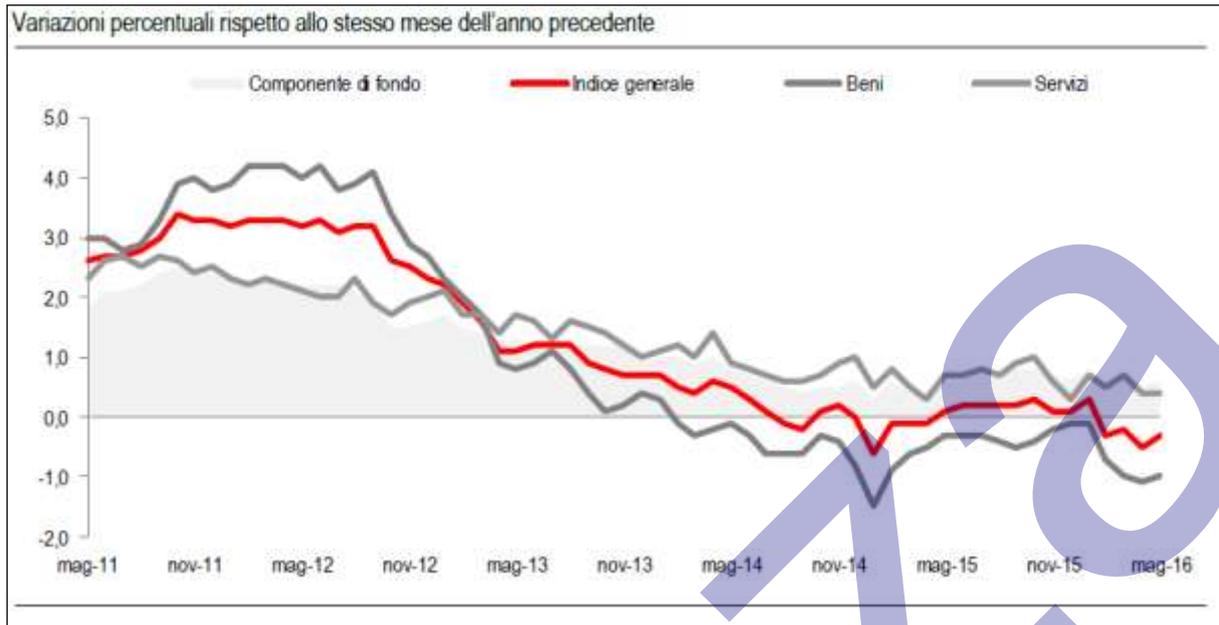


Figura 8 Indici dei prezzi al consumo NIC - Fonte ISTAT

PREVISIONI A LUNGO TERMINE DELLE VARIABILI MACROECONOMICHE

Sulla base delle previsioni a lungo termine elaborate da Consensus Forecasts nell'Aprile 2016, nel prossimo decennio in Italia l'inflazione (Consumer prices) aumenterà mediamente del 1,2% all'anno, mentre il rendimento medio dei titoli di stato (10 year Treasury Bond yield) sarà pari al 3,2%.

Italy											
	Historical				Consensus Forecasts						
* % change over previous year	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 ¹
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	-0.3	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.4	0.8	1.9	2.4	2.4	2.7	2.3	2.1	1.9
Industrial Production*	-6.3	-3.2	-0.6	1.0	1.7	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
Consumer Prices*	3.1	1.2	0.2	0.1	0.1	1.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	-6.9	14.1	29.7	35.8	35.3	33.9	34.0	32.5	32.3	27.0	26.7
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.5	4.1	1.9	1.6	1.4 ³	1.6 ⁴	2.2	2.6	3.0	3.5	4.1

Figura 9 Previsioni Consensus Forecast 04/16

Questi dati previsionali rientrano fra le variabili assunte come riferimento della nostra stima, concorrendo alla determinazione dei futuri andamenti di costi, ricavi, trend e rendimenti immobiliari.

2. IL CREDITO BANCARIO E GLI INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI

Il volume degli investimenti in costruzioni ha registrato un calo molto rilevante a partire dal 2008, e secondo ANCE, questo trend si è confermato anche per il 2015, seppur con un rallentamento rispetto agli anni precedenti, dell'1,3% in termini reali, in miglioramento rispetto alla stima di dicembre 2014 (-2,4%).

Il 2015 si è confermato un anno negativo per il settore costruzioni, ma la valutazione delle imprese indica un allentamento della crisi. Le previsioni per il 2016 vedevano ad inizio anno un aumento dell'1% in termini reali degli investimenti in costruzioni che interrompeva il trend negativo in atto dal 2008. A seguito dei cambiamenti intervenuti a livello paneuropeo in termini sia politici che soprattutto economici, la stima è stata rivista riportando la situazione ad una sostanziale stabilità (crescita dello 0,3%).

INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI ^(*)									
	2015	2013	2014	2015 ^(*)	2016 ^(*)	2017 ^(**)	2017 ^(***)	2008-2015 ^(*)	2008-2016 ^(*)
	Milioni di euro	Variazione % in quantità							
COSTRUZIONI	125.348	-7,5%	-5,2%	-1,0%	0,3%	-1,2%	1,1%	-34,9%	-34,7%
.abitazioni	66.772	-3,3%	-4,2%	-1,9%	0,2%	-1,1%	1,7%	-27,7%	-27,6%
- nuove (*)	21.038	-12,4%	-14,0%	-6,8%	-3,4%	-3,0%	1,8%	-61,0%	-62,4%
- manutenzione straordinaria(*)	45.734	2,9%	1,5%	0,5%	1,9%	-0,2%	1,7%	19,1%	21,3%
.non residenziali	58.576	-11,7%	-6,3%	0,1%	0,3%	-1,4%	0,3%	-41,4%	-41,2%
- private (*)	34.053	-13,4%	-7,1%	-1,2%	0,2%	0,2%	0,2%	-36,5%	-36,6%
- pubbliche (*)	24.523	-9,3%	-5,1%	1,9%	0,4%	-3,6%	0,5%	-47,1%	-46,9%

(*) Investimenti in costruzioni al netto dei costi per trasferimento di proprietà
 (*) Stime Ance
 (**) Scenario tendenziale; (***) Scenario programmatico
 Elaborazione Ance su dati Istat

Figura 10 Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni - ANCE

Il calo degli investimenti in costruzioni nel 2015, più contenuto rispetto agli anni precedenti, è stato mitigato dalla proroga fino a Dicembre 2015 del potenziamento degli incentivi fiscali per le ristrutturazioni edilizie e per l'efficientamento energetico (previsti dalla Legge di Stabilità per il 2015). A ciò si aggiungono alcuni provvedimenti relativi alle opere pubbliche che, sebbene non sufficienti ad invertire il ciclo, ne mitigano, tuttavia, già nel 2015, la flessione.

Con riferimento alle opere pubbliche, per la prima volta, dopo molti anni, il Documento di Economia e Finanza (DEF) 2015 formula una previsione di spesa per investimenti fissi lordi della Pubblica Amministrazione in crescita, dopo i forti cali degli anni precedenti.

Secondo il documento programmatico per questo aggregato, costituito per la maggior parte da opere pubbliche, sono stimati aumenti tendenziali in valori correnti dell'1,9% nel 2015, del +4,5% nel 2016 e del +2,4% nel 2017 (-6% nel 2014).

L'inversione di tendenza sarà guidata dal prolungamento della crescita del comparto della ristrutturazione e valorizzazione del patrimonio abitativo, dal cambio di segno nelle opere pubbliche, dopo un decennio di forti cali, e da un'attenuazione della caduta dei livelli produttivi nella nuova edilizia abitativa e nel non residenziale privato.

In questo contesto, le misure contenute nel Disegno di Legge di Stabilità per il 2016 assumono un ruolo sicuramente importante per la ripresa del settore delle costruzioni. In merito ai lavori pubblici, il Disegno di Legge di Stabilità per il 2016, interviene sui principali elementi economico-finanziari che, negli ultimi anni, hanno ostacolato la realizzazione delle opere pubbliche in Italia.

La manovra, infatti, prevede la modifica del Patto di stabilità interno e, grazie all'utilizzo della clausola europea per gli investimenti, un'accelerazione della spesa da realizzare nel 2016 per programmi già approvati, nonché un incremento delle nuove risorse stanziare (+4,5% in termini reali rispetto al 2015).

Con il superamento del Patto di Stabilità Interno si spera sarà possibile rilanciare l'attività di investimento degli Enti territoriali, favorendo interventi utili al territorio e al benessere dei cittadini, come quelli di manutenzione e messa in sicurezza del territorio, in grado inoltre di sostenere il sistema economico a livello locale. Parallelamente, la clausola europea degli investimenti consentirà di attivare una spesa aggiuntiva nel 2016, rispetto al 2015, di almeno 5 miliardi di euro, di cui circa 3,5 miliardi per interventi infrastrutturali.

Sulla base di questi elementi si stima che gli investimenti in opere pubbliche nel 2016 aumenteranno di circa 2 miliardi di euro, pari ad una crescita in termini reali del 6% rispetto al 2015.

L'ANCE stima per gli investimenti in nuova edilizia residenziale un'ulteriore diminuzione nel 2016, con una flessione complessiva del 34% dal 2008, come media tra nuove costruzioni e ristrutturazioni, in cui le seconde costituiscono l'unica componente positiva rispetto al pre-crisi.

La flessione dei livelli produttivi è legata al proseguimento del significativo calo dei permessi di costruire: secondo i dati Istat sull'attività edilizia il numero complessivo delle abitazioni (nuove ed ampliamenti) per le quali è stato concesso il permesso di costruire, dopo il picco positivo del 2005 (305.706 unità), evidenzia una progressiva e intensa caduta a partire dall'anno successivo e si stima che il numero di permessi di costruire per abitazioni rilasciati nel 2016 sarà di circa 50.000, con una flessione complessiva che supera l'80%. Si tratta di uno dei livelli più bassi mai raggiunti, inferiore, escludendo gli anni del secondo conflitto mondiale, al 1936.

Gli investimenti in riqualificazione del patrimonio abitativo, che rappresentano, nel 2016, il 21% del valore degli investimenti in costruzioni, sono l'unico comparto che continua a mostrare una tenuta dei livelli produttivi.

Rispetto al 2015 per gli investimenti in tale comparto si stima una crescita dello 1,9% in termini reali sostenuta dalla proroga del potenziamento delle agevolazioni fiscali fino al 31 Dicembre 2015, prevista nella Legge di Stabilità per il 2015.

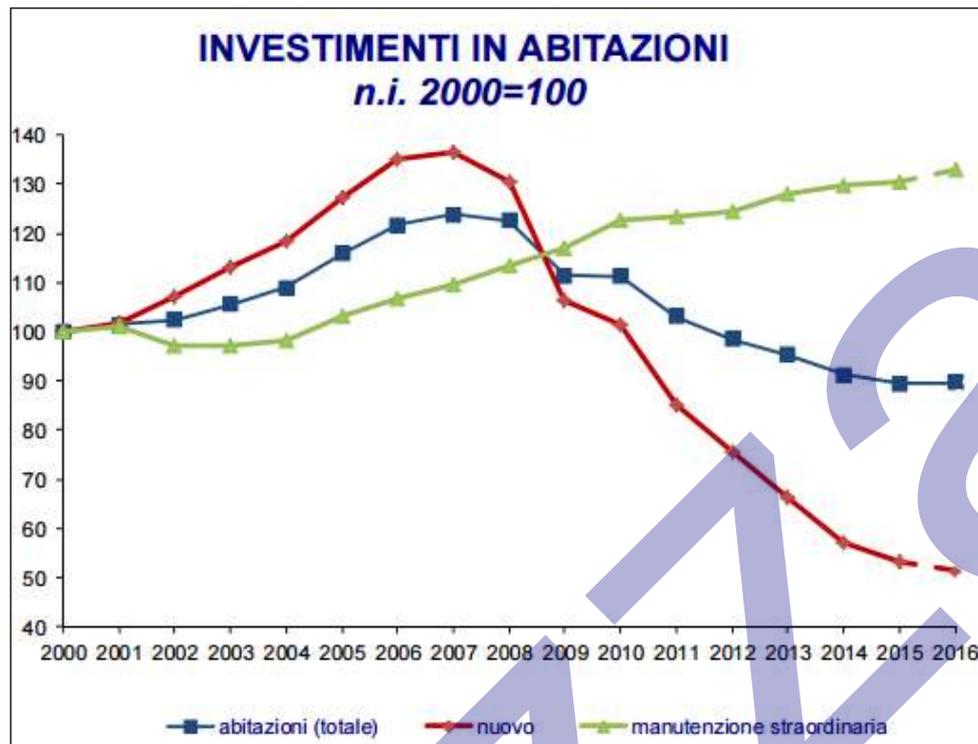


Figura 11 Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni - ANCE

L'ANCE ha formulato inoltre un secondo scenario, che tiene conto di una concreta e rapida attuazione di nuove misure da parte del Governo finalizzate a dare rapido avvio a nuove iniziative sul fronte dei lavori pubblici, alla proroga del potenziamento degli incentivi fiscali per gli interventi di ristrutturazione edilizia e di riqualificazione energetica e alla parziale detassazione degli acquisti di abitazioni nuove in classe energetica elevata.

Con riferimento agli investimenti in infrastrutture, nella previsione per il 2016 è stato quantificato un investimento nel comparto delle opere pubbliche aggiuntivo, rispetto allo scenario tendenziale, di circa 4 miliardi di euro.

Dopo la stabilità che ha caratterizzato la parte centrale del decennio (tra la fine del 2002 e l'Agosto del 2006 il tasso ufficiale di riferimento della BCE è rimasto tra il 2% ed il 3%), la progressiva turbolenza dei mercati finanziari ha indotto la Banca Centrale Europea in un primo tempo ad elevare il tasso, cresciuto con frequenti aggiustamenti fino al 4,25% del 9 Luglio 2008, e poi a farlo repentinamente scendere fino all'1% del 07 Maggio 2009, per fronteggiare la crisi acuta scatenatasi con il fallimento di Lehman Brothers.

Trascorso un biennio in cui il tasso ufficiale è rimasto fermo all'1%, tra Aprile e Luglio 2011 il tasso è stato portato all'1,25% per controbilanciare le tensioni inflazionistiche. La gravità della crisi ha indotto il presidente della BCE, Mario Draghi, a tornare rapidamente ad abbassare il costo del denaro (che a Luglio 2012 ha raggiunto lo 0,75%), per cercare di evitare un nuovo fenomeno di "credit crunch", analogo a quello di fine 2008. Anche a Dicembre 2012 la BCE ha confermato il tasso di riferimento dell'Eurozona allo 0,75%, mentre nel 2013, in due diversi momenti, il tasso è stato ridotto fino allo 0,25%. Il 04 Settembre 2014 il tasso ha, poi, raggiunto il minimo storico dello 0,05% al fine di garantire la stabilità dei prezzi dopo un periodo di indebolimento dell'inflazione.

Tale tasso è rimasto fino a fine 2015 e si è ulteriormente abbassato raggiungendo quota zero a Marzo 2016.

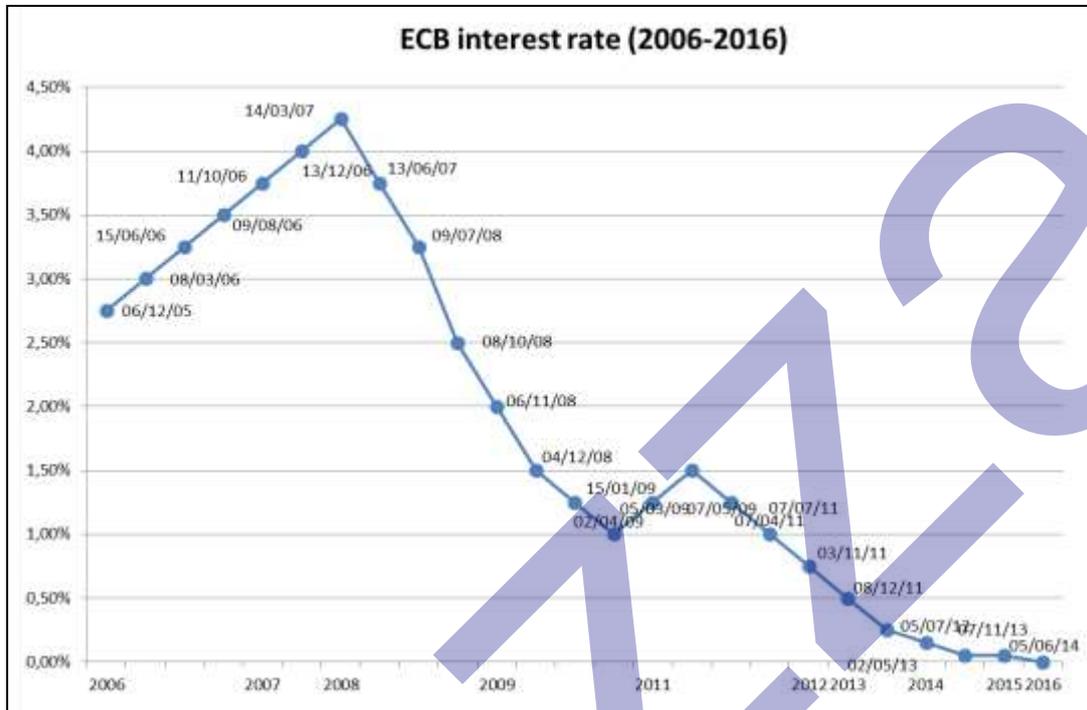


Figura 12 Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie

Queste manovre, unite alla messa a disposizione delle Banche europee di una linea di credito pressoché illimitata, avrebbero dovuto ristabilire le necessarie condizioni di funzionamento del mercato interbancario ma la difficoltà ad ottenere finanziamenti è ancora seria, soprattutto da parte delle imprese e degli operatori immobiliari.

Sono ormai sette anni che i finanziamenti bancari per intraprendere nuovi investimenti nel campo immobiliare sono in diminuzione. Nel primo semestre 2015 le erogazioni di nuovi mutui per investimenti residenziali erano ancora in calo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: la riduzione dei finanziamenti a cui si è assistito nel settore residenziale negli ultimi anni è stata fortissima. Basti pensare che si è passati dai 31,5 miliardi di euro erogati nel 2007 ad appena 9 miliardi nel 2014, una diminuzione di oltre il 70%.

Ma la situazione è gradualmente mutata tra il secondo semestre 2015 e il primo del 2016. Infatti, secondo la quarantesima edizione dell'Osservatorio sul Credito al Dettaglio realizzato da Assofin, CRIF e Prometeia, nel corso degli ultimi mesi del 2015 e del primo trimestre 2016 il mercato del credito alle famiglie ha mostrato un consolidamento dei segnali di miglioramento già evidenziati nei mesi precedenti. I flussi di credito evidenziano, infatti, crescite a doppia cifra per tutte le tipologie di prodotto, con incrementi più marcati per le erogazioni di mutui immobiliari.

A sostenere la domanda sono stati in particolare migliori condizioni finanziarie, una stabilizzazione dei prezzi delle abitazioni (anche se in leggero calo) e tassi di interesse su livelli minimi, mentre l'offerta ha continuato a beneficiare delle misure espansive di politica monetaria. Nel dettaglio, i mutui di acquisto hanno mostrato un'evoluzione nettamente positiva (+24.9%), che si è accentuata

nel primo trimestre 2016 (+38.3%) confermata dalla ripresa delle compravendite immobiliari residenziali.

Per quanto riguarda invece il settore non residenziale, sia nel 2014 che nei primi 3 mesi del 2015 le erogazioni per investimenti sono aumentate; nel 2015 è proseguito il trend positivo, con un incremento di oltre il 126% rispetto all'anno precedente.

Il 2016 risulta essere dunque un anno di assestamento, con un abbassamento ulteriore dello spread da parte degli istituti di credito, un'anomalia del mercato se nel contempo si considerano i cali paralleli dei tassi d'interesse. Sono inoltre rientrati nel mercato creditizio alcuni player che non operavano dall'inizio della crisi, come Unicredit e UBI Banca, anche con prodotti per un finanziamento del 100%. E' comunque da sottolineare che oltre metà delle erogazioni di mutui registrate sono surroghe, anche se è previsto il raffreddamento di questo fenomeno nel corso prossimo anno.

FLUSSO DI NUOVI FINANZIAMENTI EROGATI PER INVESTIMENTI IN EDILIZIA IN ITALIA											
Milioni di euro											
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2007	2015	1° trim. 2016
Residenziale	31.427	29.802	24.407	23.458	19.418	16.090	11.212	9.141		8.172	1.747
Non residenziale	21.091	18.708	16.543	14.668	11.729	7.130	5.584	5.960		9.972	2.145
<i>Var. % rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente</i>											
Residenziale	17,2	-5,2	-18,1	-3,9	-17,2	-17,1	-30,3	-18,5	-70,9	-10,6	-11,1
Non residenziale	4,9	-11,3	-11,6	-11,3	-20,0	-39,2	-21,7	6,7	-71,7	67,3	-21,1
Elaborazione Ance su dati Banca d'Italia											

Figura 13 Fonte ANCE su dati Banca d'Italia

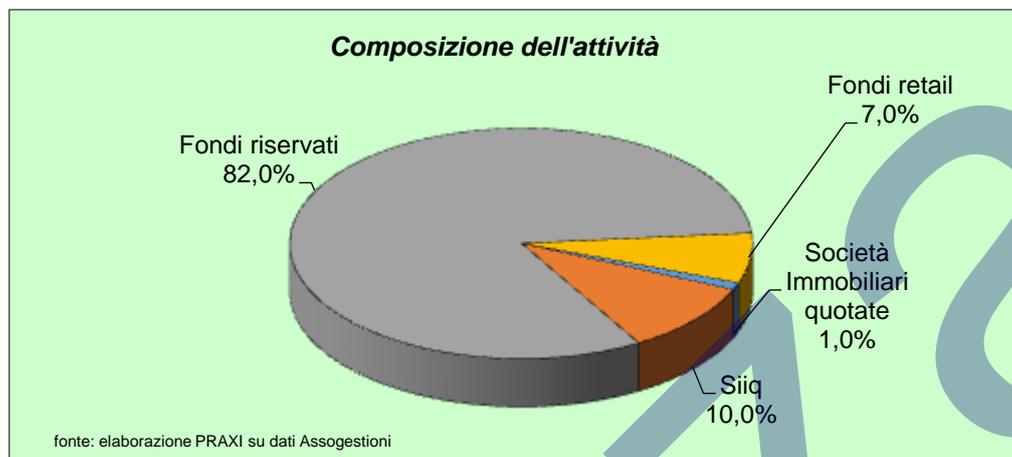
3. LA FINANZIARIZZAZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE

Tra i fenomeni di maggiore importanza che hanno caratterizzato l'evoluzione del mercato immobiliare italiano negli ultimi due decenni, va certamente evidenziato il processo di finanziarizzazione del settore, che da un lato ha visto la definitiva "affermazione" degli immobili come asset class di investimento, anche al di fuori del relativamente ristretto mondo degli operatori specializzati, e dall'altro ha registrato la diffusione di strumenti finanziari specificamente concepiti e realizzati per consentire l'investimento indiretto in immobili: tra questi, i fondi immobiliari che costituiscono oggi la realtà più consistente e significativa, sia in termini di dimensioni che di impatto e di impulso evolutivo sul settore immobiliare.

L'avvio dei fondi immobiliari in Italia non è stato semplice, né rapido; la loro istituzione risale al 1994, ma solo nel 1998 Deutsche Bank ha lanciato il primo Fondo (Valore Immobiliare Globale).

La svolta avvenne ad inizio 2003, anche grazie ad una radicale modifica della normativa in materia, introdotta dal DM 47/03. Successivamente il quadro normativo e fiscale ha continuato a modificarsi, creando non poche difficoltà ed incertezze tra gli operatori e gli investitori, soprattutto internazionali, finendo per disincentivare molto gli investimenti "tout court", in particolare dei soggetti stranieri, che per un lungo periodo hanno di fatto escluso l'Italia dai propri mercati-target.

Nonostante l'incertezza normativa, lo sviluppo di questo comparto è stato assai consistente, e a Dicembre 2015 Assogestioni ha censito in Italia 274 Fondi operativi, con un patrimonio globale di oltre 32,494 milioni di euro ed attività complessive per oltre 46,284 milioni di euro.



La performance (Roe) dei fondi è molto variegata tra fondi retail (negativi) e riservati (positivi in maggioranza). Ne deriva una media dello 0,5 per cento, da considerare scarsamente significativa, dato che nel mercato si trovano fondi che operano in segmenti molto diversi tra loro.

Nel corso del 2015 sono diventati operativi i fondi pubblici dedicati a scuole e altre infrastrutture di servizio sociale. Per quanto riguarda l'asset allocation media aumentano il commerciale e la logistica, mentre calano le operazioni di sviluppo e gli uffici.

Per quanto riguarda il primo semestre e il proseguo del 2016, si consolida il mercato con un ulteriore incremento del Nav e del patrimonio immobiliare.

I principali protagonisti della crescita continuano ad essere i Fondi riservati ad investitori qualificati, che, nella maggioranza dei casi, utilizzano il meccanismo dell'apporto di un portafoglio iniziale. In una fase di forte volatilità sui mercati azionari internazionali, il real estate italiano sembra dare alcuni segnali di tenuta. A dimostrare ciò, anche l'interesse crescente da parte di investitori internazionali. Ad esempio Zurich nei primi mesi del 2016 ha deciso di stanziare 400 mln di euro in equity, in un fondo della durata di 15 anni da investire per il 70% nell'immobiliare italiano e per il 30% nel resto dell'Europa, con la collaborazione di Ubs che ha recentemente aperto una Sgr immobiliare.

Da notare come lo strumento del Fondo immobiliare stia acquisendo popolarità anche nel settore pubblico, come modalità efficiente per attuare i processi di dismissione e di valorizzazione degli immobili pubblici, ed anche per promuovere interventi in risposta al fabbisogno abitativo delle fasce meno abbienti della popolazione (*social housing*); in questo specifico segmento del mercato, ha assunto un ruolo di rilievo la Cassa Depositi e Prestiti, con il duplice ruolo di investitore e di advisor a supporto degli Enti locali. Il Fondo Investimenti per la Valorizzazione - Plus (FIV Plus), gestito da CDP Investimenti SGR (CDPI), è operativo dal 30 ottobre 2012 e ha lo scopo di promuovere e ottimizzare processi di dismissione di patrimoni immobiliari mediante l'acquisto di immobili da enti pubblici e società da questi ultimi controllate, anche indirettamente, e comunque appartenenti al perimetro della pubblica amministrazione.

Esiste anche il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), istituito il 16 ottobre 2009, come fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso riservato ad investitori qualificati e con lo scopo di eseguire investimenti nel settore dell'edilizia privata sociale per incrementare sul territorio

italiano l'offerta di alloggi sociali per la locazione a canone calmierato e la vendita a prezzi convenzionati, a supporto e integrazione delle politiche di settore dello Stato e degli Enti Locali.

Inoltre, affiancata a Cassa Depositi e Prestiti, è nata nel marzo 2013 la prima Sgr del Ministero dell'Economia e della Finanze, Invimit (Investimenti Immobiliari Italiani) Sgr, che ha ad oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio realizzata attraverso la promozione, l'istituzione, l'organizzazione e la gestione di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi, sia diretti (come il fondo Regione Lazio e il fondo Stato-Difesa) che "fondi di fondi" (come il fondo i3-Core).

Patrimonio, attività, numero di fondi e società

	30/06/2013		31/12/2013		30/06/2014		31/12/2014		30/06/2015		31/12/2015	
Patrimonio complessivo	25.565	100,0%	25.598	100,0%	26.216	100,0%	31.330	100,0%	31.046	100,0%	32.494	100,0%
Fondi Retail	4.583	17,9%	4.424	17,3%	4.066	15,5%	4.231	13,5%	3.884	12,5%	3.736	11,5%
Fondi Riservati	20.982	82,1%	21.174	82,7%	22.149	84,5%	27.099	86,5%	27.162	87,5%	28.758	88,5%
Totale attività	41.873	100,0%	41.032	100,0%	41.634	100,0%	46.409	100,0%	46.215	100,0%	46.284	100,0%
Fondi Retail	6.724	16,1%	6.306	15,4%	5.872	14,1%	5.549	12,0%	5.130	11,1%	4.773	10,3%
Fondi Riservati	35.149	83,9%	34.726	84,6%	35.762	85,9%	40.859	88,0%	41.086	88,9%	41.511	89,7%
Numero Fondi	209	100,0%	203	100,0%	215	100,0%	260	100,0%	262	100,0%	274	100,0%
Fondi Retail	21	10,0%	21	10,3%	22	10,2%	25	9,6%	24	9,2%	24	8,8%
Fondi Riservati	188	90,0%	182	89,7%	193	89,8%	235	90,4%	238	90,8%	250	91,2%
Numero Società	23		22									

Asset allocation immobiliare per area geografica

	30/06/2013		31/12/2013		30/06/2014		31/12/2014		30/06/2015		31/12/2015	
Nord Est	4.410	11,3%	4.211	11,2%	4.305	11,2%	4.664	11,0%	5.300	12,4%	4.861	13,7%
Nord Ovest	17.747	45,4%	16.300	43,5%	17.048	44,3%	18.741	44,1%	18.872	44,0%	15.578	44,0%
Centro	12.802	32,8%	12.650	33,7%	12.814	33,3%	14.591	34,3%	14.497	33,8%	11.224	31,7%
Sud e Isole	3.227	8,3%	3.318	8,8%	3.186	8,3%	3.318	7,8%	3.226	7,5%	2.834	8,0%
Estero	900	2,3%	1.021	2,7%	1.092	2,8%	1.217	2,9%	1.017	2,4%	872	2,5%
Totale	39.087	100,0%	37.500	100,0%	38.445	100,0%	42.531	100,0%	42.912	100,0%	35.369	100,0%

Asset allocation immobiliare per destinazione d'uso

	30/06/2013		31/12/2013		30/06/2014		31/12/2014		30/06/2015		31/12/2015	
Uffici	21.022	53,8%	19.362	51,6%	20.061	52,2%	20.976	49,3%	20.946	48,8%	15.979	45,2%
Commerciale	5.713	14,6%	4.748	12,7%	5.088	13,2%	5.464	12,9%	5.586	13,0%	4.809	13,6%
Logistica	852	2,2%	1.000	2,7%	1.142	3,0%	1.200	2,8%	1.231	2,9%	1.246	3,5%
Residenziale	3.963	10,1%	4.083	10,9%	3.834	10,0%	5.642	13,3%	5.757	13,4%	6.032	17,1%
RSA	560	1,4%	452	1,2%	530	1,4%	534	1,3%	647	1,5%	554	1,6%
Industriale	1.418	3,6%	1.039	2,8%	1.005	2,6%	1.309	3,1%	1.466	3,4%	1.046	3,0%
Turistico/ricreativo	1.864	4,8%	2.009	5,4%	2.011	5,2%	1.725	4,1%	1.850	4,3%	1.406	4,0%
Altro	3.694	9,5%	4.807	12,8%	4.775	12,4%	5.660	13,3%	5.428	12,6%	4.298	12,2%
Totale	39.087	100,0%	37.500	100,0%	38.445	100,0%	42.510	100,0%	42.911	100,0%	35.370	100,0%

Una rilevante problematica che i Fondi immobiliari si stanno trovando ora ad affrontare riguarda la concentrazione delle scadenze di diversi tra essi in un arco temporale ristretto, e purtroppo in concomitanza con la attuale crisi del mercato. Come previsto dalla normativa, infatti, ogni Fondo immobiliare ha una data di scadenza prefissata, entro la quale il portafoglio di immobili deve essere liquidato. Il problema, in parte arginato dal Decreto Competitività del 2014, è ancora lungi dall'essere risolto.

In considerazione dell'attuale fase di congiuntura economica, appare evidente che l'offerta di immobili in uscita dai Fondi in scadenza non potrà essere efficacemente assorbita dal mercato, il che porterebbe alla dismissione dell'attivo a valori di mercato penalizzanti, con conseguente compromissione del rendimento finale e del valore di rimborso dell'equity investita.

Si segnala in merito una intensa attività di offerte e contro-offerte (OPA) che vede interessati i fondi immobiliari italiani quotati a Piazza Affari. Investitori esteri puntano infatti ad entrare nel mercato

immobiliare italiano attraverso la via delle Opa (offerte pubbliche di acquisto) su fondi immobiliari quotati: si citano fra le più importanti quella di Blado su commissione di Elliott capital, nei confronti di quattro fondi (Alpha di IDeA Fimit, Polis di Polis Fondi, Dinamico di Bnp Sgr e Mediolanum real estate di Mediolanum), rigettata in toto, quella di Navona Value Opportunity sul fondo Delta di IDeA Fimit in risposta all'offerta di York Capial, quella del gruppo Tpg Texas pacific group, per le centraline Telecom del fondo Raissa ex Enel. Ciò che scatena l'interesse degli investitori verso questi portafogli a forte sconto e in crisi da diversi semestri, è proprio il prezzo che permette indebitamenti a costo zero. Nonostante per il mercato l'effetto è positivo perché tali operazioni attirano capitale, l'andamento dei fondi quotati non risulta risollevato, rimanendo strumenti con una scarsa liquidità e basse performance.

Non sembrano soffrire di tali problematiche i fondi energy, ovvero fondi immobiliari che investono in energia rinnovabile come il fondo Star I di Polis Fondi Sgr, GreenStar-comparto Bioenergie di REAM Sgr o BlackRock Bgf New Energy, che offrono a investitori istituzionali una soluzione d'investimento caratterizzata da flussi di cassa stabili e prevedibili, con scadenze previste oltre la fase di flessione economica degli ultimi anni.

In particolare, nonostante le performance non siano le migliori nella media del mercato immobiliare, nel 2015 sono stati riscontrati casi di rendimenti più che duplicati rispetto agli indici di riferimento (intorno al 12%), come per BlackRock Bgf New Energy, che ha offerto in media il 25% l'anno durante gli ultimi tre anni (2013-2015).

Al pari dell'energy, anche il settore della logistica nel 2016 vede un concentrarsi di investimenti e di interesse a livello sia internazionale che interno, con la creazione da parte di Prelios Sgr del veicolo d'investimento puramente logistico Logita, fondo da 350 mln di euro dedicato a primari investitori istituzionali. Il fondo si concentrerà soprattutto su centri logistici di nuova generazione.

Una soluzione normativa adottata a riguardo è il Decreto Competitività sopra citato, convertito in legge 116/2014 il 20 agosto 2014, che introduce la proroga straordinaria di durata massima biennale per i fondi immobiliari retail ed estensibile per i fondi in scadenza il 31 dicembre 2015, fino al 31 dicembre 2017.

Ancora in sofferenza, invece, il tema delle SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotate), che, sull'esempio francese, dovrebbero rappresentare un ulteriore veicolo per l'investimento immobiliare diffuso.

Dopo la falsa partenza del 2008, quando, all'entrata in vigore della normativa italiana, la sola IGD decise di optare per la formula della SIIQ, mentre tutti gli altri soggetti interessati rinunciarono alla quotazione in Borsa (obbligatoria per le SIIQ), a motivo delle turbolenze sui mercati finanziari, nel 2010 anche Beni Stabili ha deliberato la trasformazione, diventando così la seconda SIIQ italiana (la prima in termini di dimensioni).

Sembrava che questa scelta di Beni Stabili avrebbe potuto dare finalmente impulso al comparto, ma la crisi finanziaria del 2011 ha provocato un nuovo blocco dei progetti in cantiere.

A settembre 2015, per incentivare tale veicolo d'investimento, sono state apportate delle modifiche al DL 133/2014 (come la modifica dei requisiti partecipativi e la "gestione esente", per cui l'utile derivante dalla locazione immobiliare è esente ai fini IRES e IRAP, venendo assoggettato a imposizione solo ai soggetti partecipanti attraverso una ritenuta del 26%).

Al 31 dicembre 2015 le Società di Investimento immobiliari quotate sono tre:

- Igd SIIQ Spa;

- Beni Stabili SIIQ Spa;
- Aedes Siiq Spa.

Nel corso dell'esercizio 2015 Aedes immobiliare Spa si è trasformata in Aedes Siiq Spa.

Le SIIQ italiane hanno registrato, al 31 dicembre 2015, i seguenti andamenti (i dati sono stati messi a confronto con i risultati ottenuti nel 2014):

- una capitalizzazione complessiva di circa 2,5 miliardi di euro (+37% sul 2014)
- uno sconto sul Nav del 19% (41% al 31 dicembre 2014)

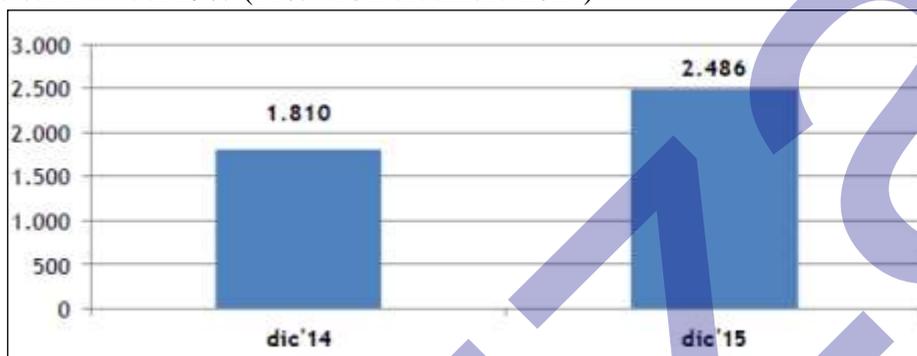


Figura 14 Capitalizzazione Siiq in Mln € - Fonte Scenari Immobiliari

Per quanto riguarda il 2016, Coima RES di Manfredi Catella è arrivata in borsa nel Maggio 2016 con una prima chiusura in negativo (-14%) rispetto all'Ipo, scontando una scarsa liquidità. Con una possibilità di investimento attorno ai 700 mln di euro, Coima RES Siiq ha visto una raccolta di capitali presso investitori istituzionali (fra cui il 60% stranieri). I target futuri sono immobili a reddito a Milano e Roma, ma anche in location secondarie, nei segmenti del terziario direzionale e dell'High Street.

Un'altra possibile Siiq in partenza nel medio termine è quella di Nova RE di Mainetti, società immobiliare quotata controllata dal gruppo Sorgente. La quotazione è subordinata alla ricapitalizzazione fino a 350 milioni di euro.

4. LA SITUAZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

Come noto, le attività immobiliari costituiscono la principale componente della ricchezza delle famiglie italiane (ben oltre il 50% del totale) e continua a rimanere elevata la percentuale di famiglie che vive in abitazioni di proprietà (circa il 72% del totale), anche se in leggera diminuzione rispetto a qualche anno fa. Nel corso degli ultimi anni, a causa della crisi economico-finanziaria è infatti incrementato il numero di famiglie in affitto e in usufrutto, interrompendo l'espansione delle abitazioni di proprietà che durava da circa 30 anni.

Nonostante la notevole importanza che il settore rappresenta nell'economia del Paese, il mercato immobiliare soffre di una limitata disponibilità di dati e informazioni relative ai principali indicatori di settore, principalmente legati all'eterogeneità dei dati, a problemi di incongruenza e al gap temporale con cui le statistiche vengono rese disponibili.

Durante gli anni di forte espansione del settore immobiliare (2000-2006) il numero di nuove abitazioni immesse sul mercato è cresciuto a un ritmo medio annuo di quasi l'8%, e le transazioni sono aumentate in modo vertiginoso, di fatto quasi raddoppiando nell'arco di un decennio.

A partire dal 2008/2009 si è, però, verificata una brusca inversione di tendenza, che è durata più di un quadriennio; nel 2013, complice la nuova crisi economica, il numero di transazioni residenziali ha superato di poco le 400.000.

Solo a partire dai primi mesi del 2014 si è verificata una modesta intensificazione dell'attività transattiva, sia nelle grandi città che negli altri comuni: nel primo e nel terzo trimestre le compravendite residenziali hanno registrato un +4,1% rispetto agli stessi periodi del 2013 anche se i dati sono risultati più contenuti rispetto alle aspettative.

Nomisma quota le transazioni a fine anno 2015, in salita rispetto al 2014, per un totale di 442 mila, stimando una lenta risalita, in cui la previsione per il 2016 risulta pari ad un numero di compravendite di circa 478 mila unità e nel 2017 l'Istituto stima una quota di 507 mila unità, fino a raggiungere le 522 mila nel 2018. Osservando quella che è la curva delle previsioni Nomisma, il ritmo di crescita appare più sostenuto nel 2016, per poi cedere leggermente nel 2017 e 2018.

Tale incremento è dovuto anche al mercato dei mutui che, seppur con i dovuti distinguo fra istituto e istituto, torna più accessibile in virtù del basso costo del denaro (Euribor e Irs ai minimi storici): in termini di importo totale, il capitale erogato alle famiglie per mutui nel 2015 si è attestato a 28,3 miliardi di euro, con un incremento di più del 50% rispetto all'anno precedente. Nel primo semestre 2016 è proseguito il trend del tasso fisso, ma anche dei mutui in surroga (57,8% delle erogazioni totali nel semestre, dato diffuso da MutuiOnline). I dati risentono, infatti, della consistente componente di surroga e sostituzione. Al netto di tale componente, l'ammontare delle erogazioni a famiglie per l'acquisto di prime case si attesta al 34,3%. Si tratta di un incremento importante registrato in continua ascesa rispetto al 2015.

Si segnala inoltre una novità introdotta a metà dicembre 2015 e consolidata con la Legge di Stabilità 2016 (art. 1 commi 76-84), che introduce nell'ordinamento italiano la fattispecie del leasing (locazione finanziaria) di "immobile da adibire ad abitazione principale". Già diffuso per immobili strumentali, il leasing si estende così anche ai privati che in prospettiva intendono acquistare la casa da destinare a loro abitazione principale, con la possibilità di stipulare un contratto con una banca o un intermediario finanziario. Tale contratto prevede l'eventuale riscatto alla fine del pagamento da parte del privato cittadino e il pagamento dell'affitto sotto forma di canone di leasing.

Per quanto riguarda il primo trimestre del 2016, i dati CBRE indicano come dal punto di vista delle transazioni immobiliari vi sia stato un calo generale del 26,2% (in termini di valore) rispetto allo stesso periodo del 2015, mentre dal punto di vista degli investimenti, il calo risulta del 6,7% (da 1.83 mln di euro del primo quadrimestre 2015 a 1.76 dello stesso periodo 2016). Il primo trimestre, notoriamente il più tranquillo dell'anno, ha risentito della volatilità e dell'avversione al rischio dei mercati internazionali e dello stesso italiano, ma nel contempo si sta registrando una ripresa abbastanza veloce, anche se ora minacciata dall'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea (Brexit), che riporta la situazione dei mercati ad una sostanziale incertezza. La situazione è apparsa però ribaltata nel secondo trimestre, in cui sono stati investiti circa 2 miliardi di euro, con una crescita del 12% rispetto al primo trimestre e allo stesso periodo dell'anno scorso. I movimenti del settore hanno portato il volume a metà anno a 3,6 miliardi, in linea con quello del 2015. L'interesse per il mercato immobiliare italiano si è confermato forte, con un numero di operazioni più alto rispetto al 2015.

Focus Brexit: conseguenze sul mattone in Italia

Anche ciò che succederà al real estate in conseguenza della Brexit sarà chiaro solo con il tempo e con la definizione dei termini di uscita dall'Ue. Di tangibile, nell'immediato, c'è che gli immobili nel Regno Unito hanno visto volatilizzarsi il loro valore di un 10% circa per il solo effetto della svalutazione della sterlina rispetto all'euro. Benché tale decremento sia legato alla vendita degli immobili e per questo la perdita sia solo virtuale, il recupero del pound, necessiterà tempo, rendendo di fatto meno liquido l'investimento in beni immobiliari Oltremarina.

I fondi immobiliari focalizzati su investimenti in Gran Bretagna, come quelli di M&G investments, Henderson o Aberdeen, negli ultimi giorni hanno svalutato il valore dei loro asset tra il 4 e il 5% e hanno sospeso l'attività. Il mercato immobiliare inglese era però già in rallentamento da circa un anno, anche a causa delle aspettative per il referendum. Un tracollo risulta tuttavia improbabile, mentre cali dell'ordine del 2-3% dei prezzi degli immobili, risultano più plausibili. Tuttavia, il calo del valore della sterlina, assieme a quello dei prezzi e alla minore concorrenza fra investitori, può comportare un notevole aumento degli investimenti opportunistici a breve termine nel Regno Unito. Per quanto riguarda investimenti long term, gli effetti reali saranno valutabili solo alla fine dei due anni di transizione, durante i quali verrà negoziato il processo di uscita dall'Ue del Regno Unito.

Novità importanti si avranno sicuramente dal punto di vista del trattamento fiscale degli immobili posseduti da cittadini Europei che dovranno essere considerati alla stregua di qualsiasi cittadino extracomunitario. Nei prossimi due anni le cose potrebbero però cambiare, essendo possibile che l'UK resti nell'orbita dell'Area economica europea come Norvegia e Islanda.

Dal punto di vista del mercato sono state fatte diverse stime. Tutte concordano nel ritenere che la domanda di immobili subirà un calo, soprattutto a Londra. Gli effetti sui prezzi sono stimati in una riduzione dei valori dall'8% circa in un anno sino a percentuali più consistenti, anche a due cifre (attorno al 22-24% al massimo). Non sono però previsti crolli verticali, anche perché la domanda proveniente dall'Ue potrebbe in parte essere compensata da domanda proveniente da Paesi emergenti. Molto dipenderà da quanto funzioneranno eventuali politiche fiscali incentivanti.

Anche per il mattone italiano le possibili conseguenze sono poco chiare. Gli investitori inglesi hanno comprato soprattutto immobili di valore in determinate zone del Paese, a cominciare dal Chianti. Non si prevedono fughe di massa, nonostante vi sia la possibilità di sfruttare il forte guadagno che la svalutazione della sterlina genererà rispetto all'euro. Proprio per la diminuzione della capacità di acquisto relativa dovuta all'andamento dei cambi, però, è probabile che la futura domanda proveniente dal Regno Unito sia destinata a ridursi, anche in misura consistente.

Sui tassi d'interesse, e quindi sui mutui, potrebbe giocare un ruolo importante la forte incertezza derivante dal voto. Le banche centrali, in particolare Bce e Boe, hanno però assicurato di avere pronti interventi consistenti e straordinari per ridurre al minimo la volatilità dei mercati. A livello comparativo è più probabile che a salire saranno i mutui nel Regno Unito piuttosto che quelli nell'Ue.

In generale è lecito aspettarsi per i prossimi mesi una volatilità in quasi tutti i settori economici, al di qua e al di là della Manica, anche con momenti di altissima tensione dei valori di mercato. Altra cosa che pare possa costituire un prossimo trend è la perdita di parte del valore di bene rifugio tradizionalmente attribuito all'immobiliare.

Più in generale, va riconosciuto che con l'uscita del Regno Unito, l'Ue perde un'importante componente della propria struttura culturale ed economica, quella liberista a favore di un modello renano, e non è detto che perdere questa componente sia un bene. Infine, la Gran Bretagna, e

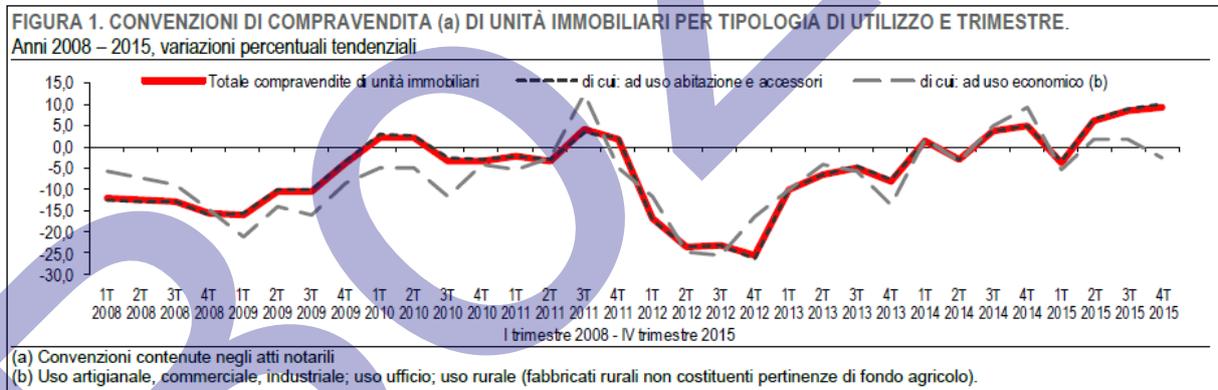
soprattutto Londra, è una piazza finanziaria centrale a livello globale, caratterizzata da un'enorme capacità innovativa e propulsiva dell'economia che trasferire altrove, a Francoforte o Parigi o a Milano, non è facilmente realizzabile.

Ciò nonostante, l'aumento degli investimenti, ma soprattutto lo spostamento delle sedi delle società europee, dovrebbero portare un aumento della domanda locativa, e dunque delle quotazioni, di uffici in altre città e, anche in questo caso, è opinione comune che Parigi, Francoforte, Madrid e Milano trarranno i maggiori benefici, con politiche e regimi fiscali più flessibili e una possibile ripresa delle nuove costruzioni.

BONZINA



Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie



Considerando l'intero 2015, il mercato immobiliare risulta in crescita per il secondo anno consecutivo, dopo una serie negativa iniziata nel 2006: i trasferimenti a titolo oneroso di unità immobiliari (625.305 in tutto) segnano un +5,2% sul 2014. Anche per il risultato annuale gli andamenti sono differenziati fra le diverse tipologie immobiliari.

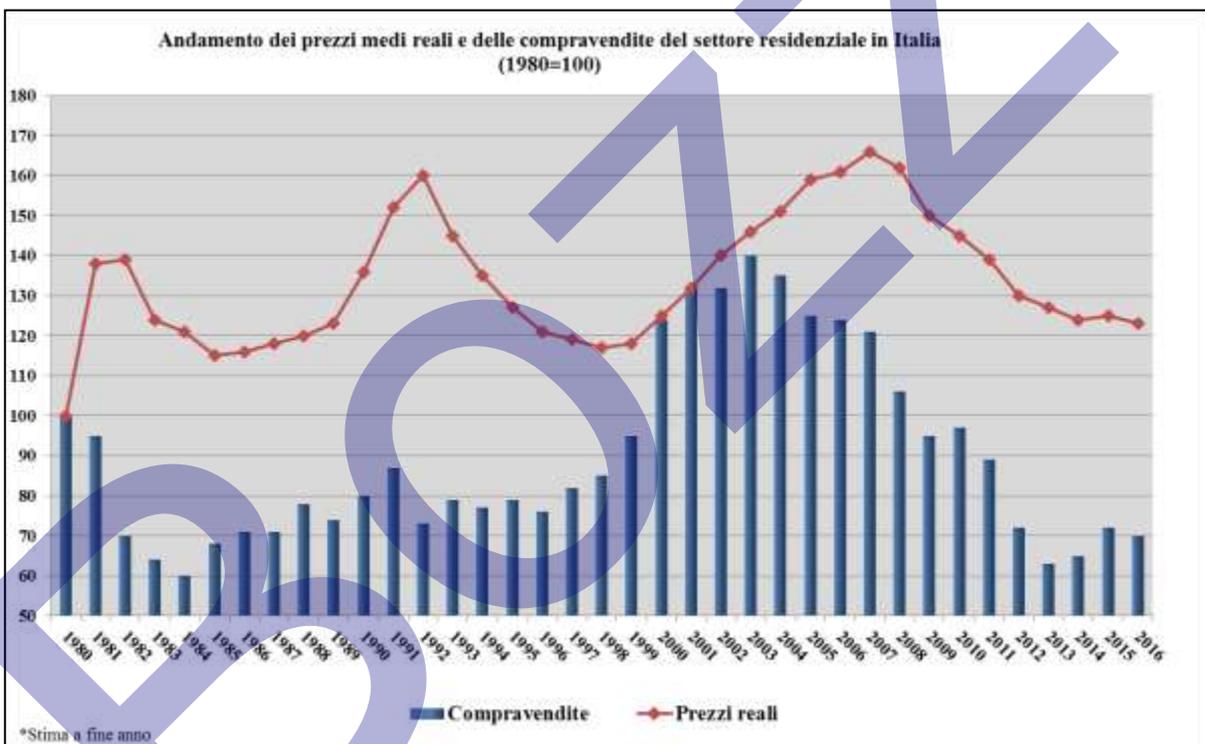
Gli andamenti sono però differenziati per le tipologie immobiliari dell'abitativo e dell'economico: se le convenzioni di compravendita di unità immobiliari ad uso abitazione ed accessori (584.822) registrano un aumento del 5,7%, quelle ad uso economico (36.891) tornano in territorio negativo (-1,3%) dopo la crescita nell'anno precedente.

Nel comparto dell'abitativo ed accessori, la crescita è superiore alla media nazionale al Nord-est (+8,8%) e al Nord-ovest (+6,3%) mentre per le Isole (+5,4%), il Sud (+3,7%) e il Centro (+3,6%) le variazioni sono positive ma più contenute. Nel settore dell'immobiliare ad uso economico, invece, si registrano aumenti soltanto al Centro (+1,9%) e nelle Isole (+1,5%) mentre Nord-est (-2,8%), Nord-ovest (-2,7%) e Sud (-1,3%) reagiscono ancora con difficoltà alla crisi.

Se fino al 2011 la tendenza “storica” del mercato italiano affrontava le fasi di crisi non con un riallineamento al ribasso dei prezzi, ma con un più o meno lungo “congelamento” delle transazioni, in attesa che il ciclo negativo si concludesse e che i prezzi ritornassero almeno nominalmente ai livelli precedenti la crisi, non si può affermare lo stesso per l’ultimo biennio.

Cominciata in ritardo rispetto alla caduta delle compravendite, la flessione dei prezzi ha rappresentato la risposta obbligata alle esigenze di smobilizzo, in un mercato che continua ad essere dominato dalla componente di liquidità, anche se la differenza tra i prezzi richiesti e quelli effettivi di compravendita non è dovuta al calo delle richieste iniziali, ma ad un aggiustamento in fase di trattativa.

Le continue difficoltà di incontro tra offerta e domanda sono ben sintetizzate dall’aumento dei tempi di vendita e degli sconti. Nelle principali città italiane per le abitazioni ci vogliono in media 8/9 mesi per trovare un acquirente, circa due mesi in più rispetto al 2011.



Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie

Per quanto riguarda il 2012/2013, tra le cause del pesante calo registrato sia nelle compravendite che nei prezzi e canoni reali vi è sicuramente anche l’aumento della pressione fiscale sugli immobili, che ha classificato l’Italia al primo posto in Europa per la tassazione degli stessi. I dati del 2014 registrano un’ulteriore discesa dei prezzi medi reali e una leggera risalita della compravendite.

Nel 2015 si è registrato un aumento sia delle compravendite che dei prezzi reali, grazie alla lenta ripresa economica, alle migliori prospettive del mercato del lavoro e quindi ad un aumento della domanda, l’inversione di tendenza rispetto al reddito disponibile e l’abolizione con la Legge di

Stabilità di IMU e TASI dal 2016 sulla prima casa (tranne quelle di lusso appartenenti alle categorie catastali A1, A8, A9).

Il 2015 si chiude positivamente con una crescita degli scambi rispetto al 2014 del 6% circa, mentre il dato più significativo è la ripresa delle compravendite anche nei comuni medio-piccoli della provincia italiana, rilevato da casa.it.

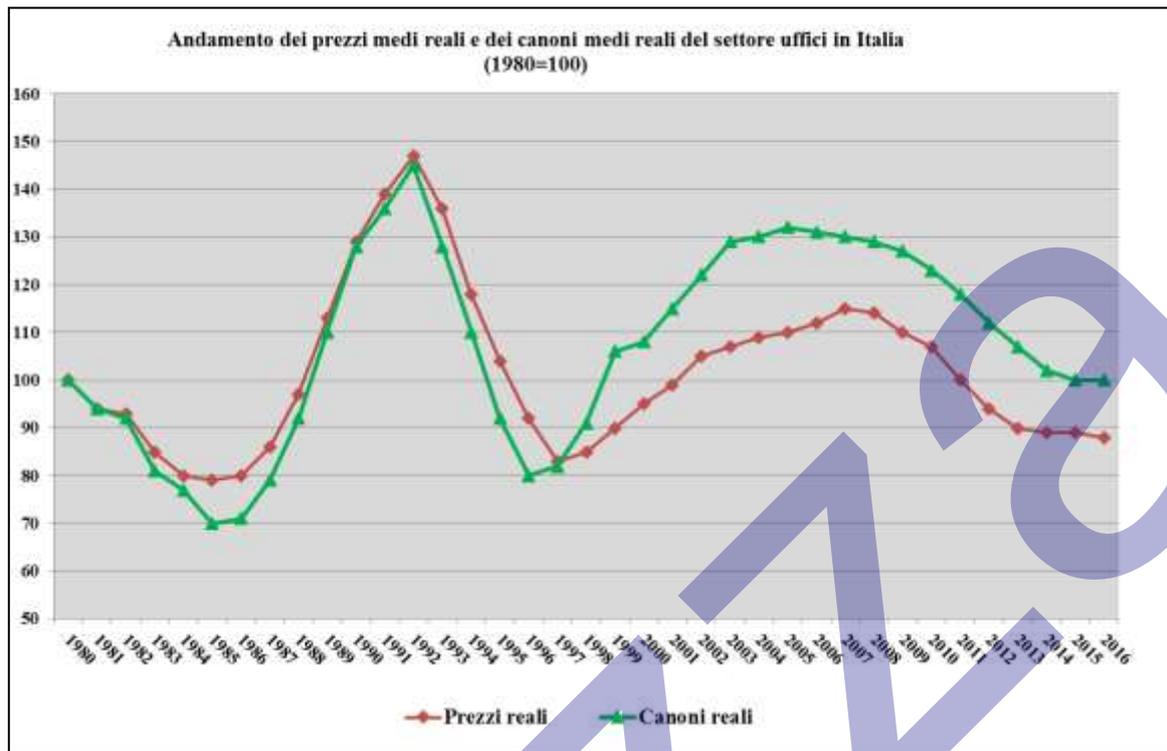
Rispetto a dicembre 2006, il volume di compravendite è sotto del 40% e probabilmente il gap non verrà colmato nei prossimi cinque anni; infatti, nel primo trimestre 2016, sulla base delle stime preliminari ISTAT, i prezzi delle abitazioni diminuiscono dello 0,4% rispetto al trimestre precedente; il calo congiunturale riguarda sia le abitazioni nuove che quelle esistenti. Su base annua la diminuzione dei prezzi persiste, ma continua a ridursi di ampiezza (da -1,2% da -1,7% del trimestre precedente).

Nonostante la diminuzione dei prezzi, le aspettative per il 2016, confermate dall'andamento del primo semestre, sono di cauto ottimismo riguardo all'evoluzione del mercato residenziale. Si conferma in crescita, infatti, l'indicatore previsionale del numero di compravendite, all'incirca sui medesimi livelli della precedente rilevazione, nella quale era tornato in territorio positivo per la prima volta dal 2011.

Volendo riassumere le attese degli operatori, si prospetta un primo semestre del 2016 caratterizzato da una continua lieve riduzione dei prezzi e da una crescita del numero di compravendite: secondo i dati rilasciati dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, nel primo trimestre 2016 il numero di unità immobiliari scambiate è aumentato del 20,6% rispetto allo stesso trimestre 2015.

Sul periodo medio-lungo, si osserva come siano state prevalentemente le abitazioni esistenti a contribuire prima al picco negativo del primo trimestre 2014 e poi alla progressiva riduzione di ampiezza della flessione tendenziale.

Migliorano anche le aspettative per il mercato della locazione: prosegue, infatti, il trend di crescita sia dell'indicatore riguardante i canoni di locazione, che si colloca appena al di sotto dell'invarianza, che dell'indicatore relativo al numero di contratti stipulati, già positivo da diverse rilevazioni. Dal suo studio, Nomisma si attende un incremento delle quantità e una sostanziale stabilità dei valori.



Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie

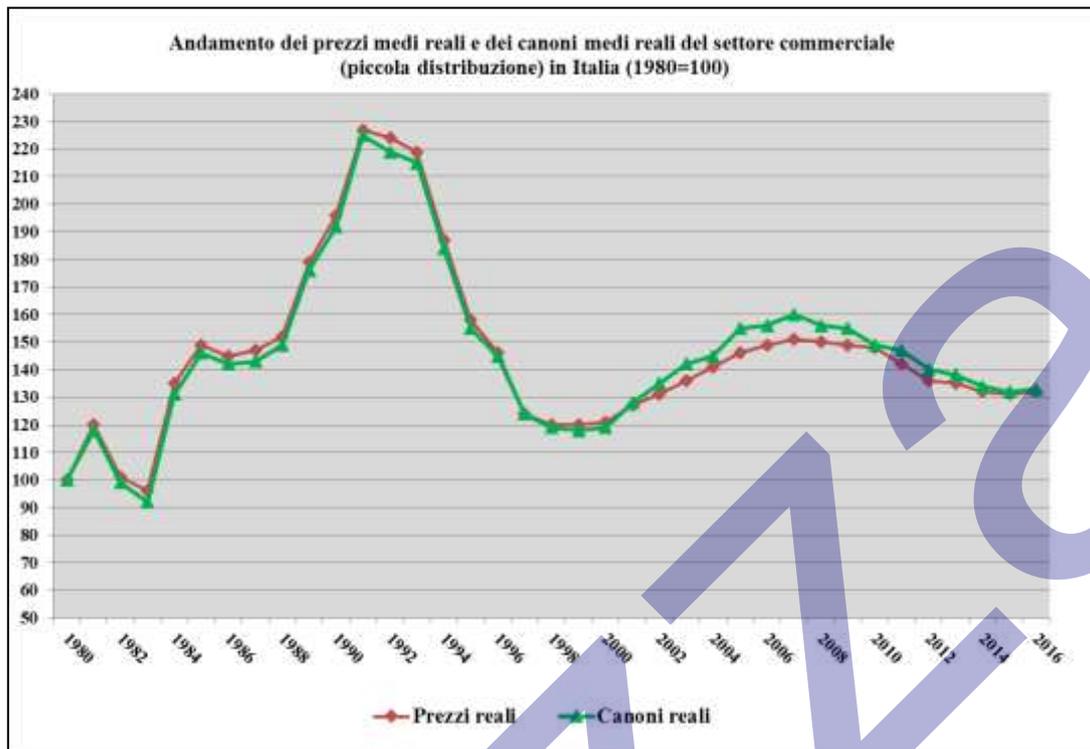
Nel settore terziario, la ciclicità intrinseca del mercato immobiliare si interseca con gli effetti della congiuntura economica negativa, che naturalmente incide direttamente sulla dinamicità della domanda di immobili di impresa.

Nonostante si delinei ancora una volta uno scenario di flessione, con un miglioramento nelle due curve dei saldi previsionali, l'indicatore riguardante il numero di compravendite fa registrare valori leggermente migliori rispetto a quello sui prezzi. Le attese degli agenti immobiliari intervistati da Nomisma si possono, pertanto, riassumere in un'ulteriore flessione tanto delle quantità quanto dei valori, seppure di entità inferiore rispetto alle ultime rilevazioni

Il terziario infatti, con 2.024 NTN nel I trimestre 2016, registra un moderato rialzo sull'omologo periodo dell'anno precedente (+1,3%). Come già nel III e nel IV trimestre 2015, gli andamenti delle diverse aree geografiche sono molto differenziati. Al Sud i volumi di compravendita continuano a contrarsi (-4,5%). Anche il Centro subisce una flessione (-1,1%). Al contrario al Nord gli scambi tornano a crescere (+4,5%) e, pesando per oltre il 50% sul dato nazionale, trascinano l'intero settore in campo positivo.

Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una graduale discesa dei canoni per effetto delle rinegoziazioni dei contratti di affitto richieste dagli inquilini al fine di ottenere degli sconti sui canoni in essere; nel primo semestre 2016, questa tendenza al ribasso sembra continuare per tutto il comparto non residenziale e i prezzi reali risultano leggermente inferiori rispetto al 2014.

La debolezza del mercato corporate direzionale è anche collegata all'orientamento della domanda verso immobili *prime* o *grade A*, difficilmente individuabili nello stock presente sul territorio, se non in specifiche location come Milano e Roma.



Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie

In controtendenza rispetto al settore terziario, la discesa dei prezzi e dei canoni nel settore retail ha portato a un maggior interesse da parte degli investitori, in particolare stranieri, che dal 2014, in proseguo nel 2015, hanno rivolto la loro attenzione verso asset che ospitano attività relative al commercio (centri e gallerie commerciali, outlet e high street nei centri urbani). I prezzi reali nel 2015 mostrano un inizio di stabilizzazione, seguito dai canoni, con l'apertura da parte degli operatori a centri secondari con buoni fondamentali e performance.

Nel I trimestre del 2016 crescono in maniera netta le compravendite di negozi facendo registrare un incremento del 14,5% degli scambi rispetto al I trimestre 2015.

La forte ascesa dei mercati del commerciale si manifesta in modo abbastanza uniforme in tutte le macroaree. A crescere maggiormente, ribaltando le dinamiche del trimestre precedente, sono soprattutto le regioni settentrionali (+15,7%) e quelle meridionali (+14,6%)

Nel primo semestre del 2016, migliorano gli investimenti nel settore retail, pari al 32% del volume trimestrale totale, confermando un interesse elevato nei confronti dell'Italia da parte di investitori soprattutto esteri. L'andamento positivo degli investimenti si traduce nella stabilizzazione e in parte nella leggera crescita dei prezzi e dei canoni registrati in questo primo semestre 2016.

INVESTIMENTI E TRANSAZIONI

Già nel 2014 erano avvenute rilevanti transazioni del settore commerciale, come l'acquisizione da parte di Allianz e Ing del centro commerciale Fiumara di Genova da Cbre Global Investors, per una cifra attorno ai 150 milioni di euro, e l'acquisto da parte di Thor Equities dello storico palazzo in via della Spiga per 160 mln di euro.

Dopo il 2014 chiusosi con oltre 600 milioni di euro di volumi, superando il livello del 2008 e alzandosi rispetto alla media degli ultimi dieci anni, l'inizio anno 2016 ha visto un andamento turbolento che ha posto qualche ombra sulla tenuta dei mercati finanziari. La rassicurazione di Draghi con il proseguo del QE da parte della BCE ha iniettato nuova fiducia sui mercati, favorendo così attività d'investimento già in corso e portando il volume trimestrale su valori di poco inferiori rispetto allo stesso periodo dell'anno 2015. Le prospettive per i prossimi trimestri rimangono positive, come emerge anche dall'indagine di CBRE sulle intenzioni degli investitori sul mercato immobiliare nel 2016: il 62% dei rispondenti ha intenzione di investire nel 2016 più che nel 2015.

Guardando alla chiusura del 2015, il volume di investimenti italiani ha mostrato una progressione del 55% grazie ad alcune importanti transazioni registrate a Milano, in cui si è registrato il 54% del volume totale degli investimenti immobiliari italiani sostenuto da tre transazioni fra le più importanti dell'anno: l'investimento del Qatar Investment Authority nel progetto di Porta Nuova per € 900 milioni, l'acquisto di Allianz della Torre Isozaki per € 367 milioni e la vendita di Palazzo Broggi in Piazza Cordusio a Fosun per € 345 milioni.

Tra le operazioni effettuate in Italia nell'ultimo periodo 2015 e primo quadrimestre 2016 o in previsione vi sono le seguenti:

Per il settore residenziale, retail e hospitality:

- L'acquisizione da parte di Pria SpA del palazzo in via della Spiga 5 per 37 milioni di euro, con una cifra record di 37 mila euro al metro quadrato, precedentemente posseduto dal Pio Albergo Trivulzio;
- L'ingresso di London & Regional Properties Group (L+R) come equity investor e gestore alberghiero nel fondo Lido di Venezia gestito da Coima Sgr, per la valorizzazione dei due principali asset del fondo (gli alberghi Excelsior e Des Bains) per un valore complessivo di 120 mln di euro;
- L'acquisto da parte di Apple di uno spazio nel centro storico di Milano, in piazza Liberty, che al momento ospita il cinema Apollo, dal precedente proprietario (Immobiliare Cinematografica) per una cifra non nota;
- Il conferimento al fondo immobiliare Cicerone, riservato alla Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense e gestito di Fabbrica Sgr, di 16 immobili a destinazione prevalentemente residenziale per un valore complessivo di bilancio pari a circa 220 mln di euro;
- Il conferimento del patrimonio immobiliare al secondo comparto del Fondo Inarcassa RE per un totale di 66 immobili per un valore di 766 mln di euro;
- Il conferimento di immobili a Generali Italia per un valore di bilancio pari a 173 mln di euro;
- L'aumento della quota di partecipazione da parte di Jin Jiang nella catena AccorHotels, puntando ad un 29% dall'attuale 15%;
- L'acquisto del portafoglio Great Beauty composto da tre immobili storici a Roma in vendita da Unicredit, comprato da Zurich insieme a Poste Vita;
- La cessione del gruppo Grandi Stazioni Retail alla cordata costituita dal fondo francese Antin, dall'imprenditore italiano Maurizio Borletti e da Icamap, gestore di fondi immobiliari e molto attivo nel settore retail;
- La vendita di un edificio in via Cavour angolo via Micheli a Firenze per 7 mln di euro da parte di Mps verso un fondo del Nord Europa, con il fine di ristrutturazione per ospitare

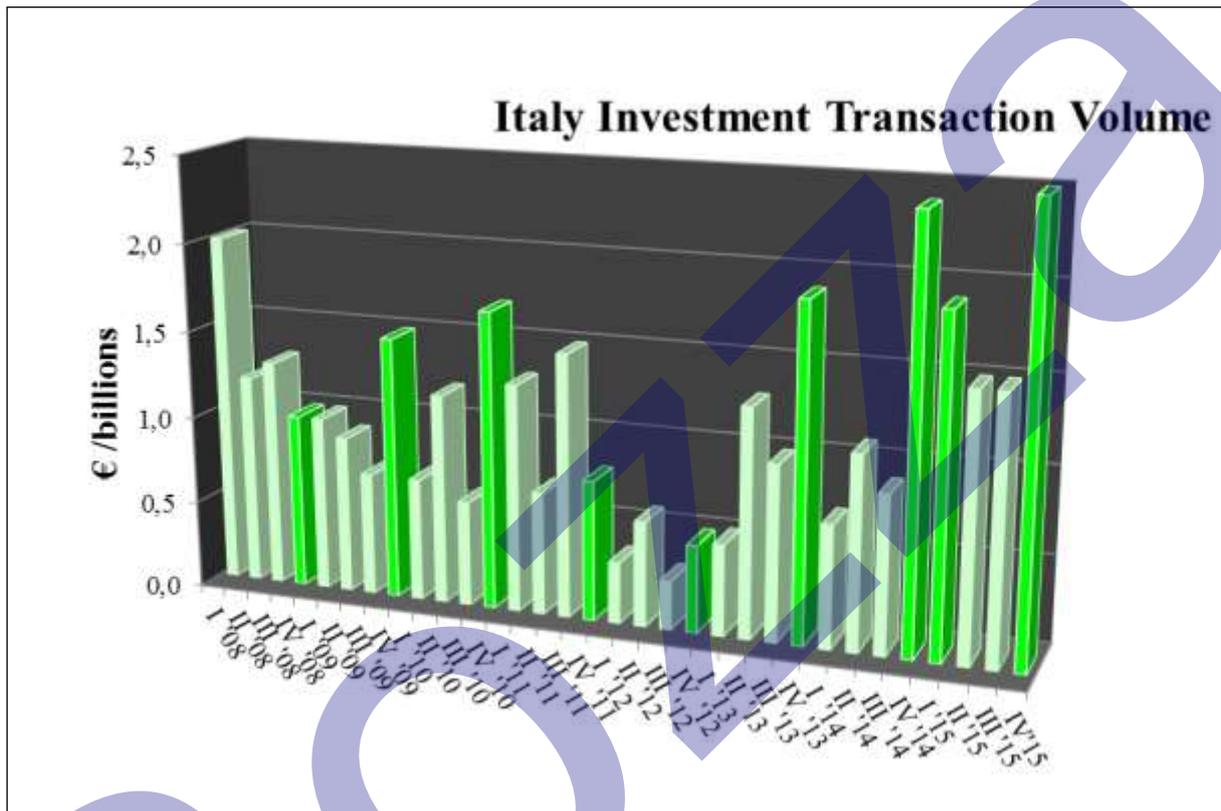
- dimore turistiche di lusso e di uno spazio commerciale di 5.000 mq in zona Piazza della Repubblica, con compravendita tra privati di cui non si è a conoscenza della cifra in ballo;
- L'acquisto da parte del fondo di Tom Barrack dell'ex sede della Cassa di Risparmio in via Bufalini e l'acquisto dell'ex Manifattura Tabacchi, oltre che l'operazione di acquisto di 21.000 mq del Palazzo delle Ferrovie in viale Lavagnini, sempre a Firenze, tutti immobili a destinazione ricettiva;
- Il rilancio dello Stadio San Siro e dell'area circostante attraverso un piano di sviluppo da 150 mln di euro capitanato da Suning, nuovo proprietario delle quote di maggioranza della squadra Internazionale.

Per il settore terziario-direzionale e logistico:

- L'acquisto da parte di Amundi Real Estate Sgr per 93 milioni di euro, di un edificio ad uso uffici del Centro Leoni a Milano;
- L'acquisto da parte di Hines di due asset in Milano centro: piazza Cordusio 2 – palazzo di Sorgente Sgr- per 130 mln di euro, oltre a 30 di ristrutturazione, e via Broletto 20, sede di Gucci, di proprietà del Fondo Orazio di Finanziaria Internazionale per 50 mln di euro, oltre ad ulteriori 10 per riqualificarlo. Sempre da parte di Hines, è sono stati recentemente stanziati 70 mln di euro per l'acquisto e la ristrutturazione di un asset in via Dante. Tali investimenti costituiscono circa il 60% del totale a Milano nel 2016;
- L'acquisizione da parte di Coima Sgr (ex Hines Italia) della sede di BNL in Piazza San Fedele a Milano (10.000 mq con previsione di riqualificazione dell'intero edificio) e nel contempo l'affitto degli ultimi spazi del progetto Porta Nuova da parte della stessa BNP-Paribas, con un contratto di 22 anni per gli spazi della Diamond Tower (30.000 mq) in cui verrà insediato il nuovo Headquarter della società entro il 2016;
- L'investimento da parte di IBM di 150 milioni di dollari nell'area Expo, per dare il via al progetto Human Technopole come primo centro di ricerca europeo altamente qualificato Watson Health per sistemi cognitivi rivolti alle società, per lo sviluppo di intelligenze artificiali;
- L'acquisto da parte di Prologis di due proprietà logistiche per un totale di 52.600 mq nel mercato romano per un valore di 30 mln di euro, precedentemente sotto il controllo di Borgosesia Gestioni Sgr;
- L'acquisizione da parte di Coima Res Siiq di tre immobili a Milano, facenti parte del "Vodafone Village", per un controvalore di 200 milioni di euro. Il complesso è costituito da cinque immobili e risulta in gran parte locato al Gruppo Vodafone con contratto fino al 31 Gennaio 2027 e rinnovo automatico per ulteriori sei anni; Coima Res Siiq detiene il diritto di prelazione sull'acquisto dei restanti due edifici;
- L'acquisizione da parte di AXA Investment Managers della sede del Sole 24 Ore e PWC a Milano (M1 Lotto) per 220 milioni di euro da Torre Sgr;
- La cessione da parte del Fondo Finint Virgilio a Hines per 50 milioni di euro del Palazzo Aliverti;
- L'acquisto di un immobile logistico per 23,5 mln di euro a Monselice (PD) da parte di SCPI Corum Convictions, locato a Gimi, precedente proprietario dell'asset;
- La locazione da parte di Microsoft Italia da Febbraio 2017 dell'edificio di Porta Volta progettato da Herzog & De Meuron per conto del Gruppo Feltrinelli, con tramite Coima Sgr, con un impegno triennale di 10 milioni di euro.

A conferma di quanto suddetto, il mercato degli investimenti, dopo un 2012 che aveva registrato un rilevante rallentamento a causa dei rendimenti troppo elevati e delle difficoltà di finanziamento, è

apparso in netta ripresa a partire dalla prima metà del 2013; questo trend è proseguito anche nel 2014 e nel 2015 il volume degli investimenti registrato nella prima metà dell'anno mostra una progressione del 106%, grazie all'importante investimento del Qatar nel progetto di Porta Nuova a Milano per 900 milioni di euro. In generale, il capitale straniero rappresenta il 75% degli investimenti totali del primo semestre del 2016 e continua a crescere la quota di capitale domestico, con quasi 900 milioni nei primi mesi del 2016, il 24% in più rispetto allo stesso periodo del 2015.





Fonte: Elaborazione PRAXI su fonti varie

Dopo quattro anni in cui nell'ambito degli investimenti il ruolo dei capitali stranieri è stato quasi marginale, a partire dal 2013 la situazione è cambiata radicalmente, grazie all'attività di molti player internazionali tra cui i Fondi sovrani del Qatar e del Brunei, Blackstone, Axa, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Benson Elliot e molti altri. Questa tendenza è proseguita anche nel 2016 con il 74% degli investitori attivi di origine internazionale, incoraggiati dalla sensazione di una diminuzione del rischio Paese generato da una recente stabilità governativa e dai primi risultati di una politica economica più attenta che tende ad un miglioramento del deficit e della spesa pubblica.

L'interesse degli investitori nel settore immobiliare si è concentrato nella logistica, negli uffici in zone di pregio, nei centri commerciali e in immobili alberghieri. Forte interesse è stato riscontrato anche per il residenziale specializzato, dovuto alla carenza di prodotti terziari di qualità, nelle zone di pregio, come le case per studenti e le case di cura.

Nonostante le difficoltà finanziarie sembra, quindi, che il mercato immobiliare italiano presenti interessanti opportunità di investimento. Certamente il ritorno dell'interesse straniero per l'Italia è direttamente correlato al repricing, che ha incrementato i rendimenti lordi, ma anche alla progressiva perdita di appeal dei mercati di Inghilterra (soprattutto a seguito di Brexit), Francia e Germania, a causa del ormai consolidato rialzo dei prezzi, tornati ai livelli pre-crisi, con rendimenti in netta diminuzione.

Nel primo periodo del 2016 sono stati investiti circa 1,8 mln di euro, con una contrazione del 6,7% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il volume trimestrale si conferma il 36% superiore alla media degli ultimi quattro anni, con un miglioramento della componente domestica in crescita di quasi 200 mln di euro dello stesso periodo nello scorso anno. Migliorano gli investimenti nel settore retail, pari al 32% del volume trimestrale totale, mentre il settore degli uffici con il 46% si

conferma la tipologia trainante. La componente rappresentata da immobili misti è invece scesa del 6%, formata prevalentemente da investimenti no core per immobili da riposizionare. Le prospettive per i prossimi trimestri rimangono positive: secondo un'indagine CBRE Italia, il 62% degli investitori rispondenti ha infatti intenzione di investire nel 2016 più del 2015.

Guardando ai singoli settori, gli investimenti nel terziario sono legati all'interesse degli investitori focalizzato esclusivamente sulla fascia alta del mercato, con forte attenzione rispetto alla "qualità locativa" (solidità dei tenant, caratteristiche e durata dei contratti, clausole rilevanti, ecc.) e alle prime location; per gli immobili in location secondarie e/o in condizioni locative problematiche (sfitti, sottoperformanti, ecc.) l'interesse degli investitori rimane debole e le previsioni negative, anche a medio termine.

Per quanto riguarda il settore logistico, permane l'insufficiente disponibilità di asset che soddisfino i criteri di investimento, in termini di dimensione, qualità o location, o di una combinazione di questi fattori. Di fronte a prezzi che i potenziali acquirenti ritengono eccessivi, rimangono invenduti anche immobili che potrebbero risultare appetibili per ubicazione, qualità del tenant e dell'immobile. La maggior parte delle transazioni registrate nel 2012/2013 sono state effettuate da parte degli utilizzatori finali, che hanno acquistato gli immobili destinati all'insediamento della propria attività.

Solo a partire dal 2014 sono stati registrati i primi segnali di ripresa del settore logistico, grazie a un importante investimento da parte di Blackstone, che ha acquisito un portafoglio di 18 centri logistici nel Centro e Nord Italia; l'acquisto si è chiuso a una cifra vicina a 200 milioni. Si è poi registrato un ulteriore aumento del volume in tale settore grazie all'interesse per portafogli Paneuropei da parte di investitori internazionali ed al ritorno di operatori specialistici. Alcuni esempi sono l'attività di Prologis, con l'acquisizione di una piattaforma logistica a reddito in Roma e quella di Zalando, che ha annunciato l'apertura del primo polo logistico al di fuori dei confini tedeschi, a Stradella (Pavia), nell'Akno Business Park.

Un discorso a parte va fatto per gli immobili di proprietà e in uso agli Enti Pubblici. A fronte delle crescenti difficoltà finanziarie degli Enti locali, il patrimonio immobiliare degli Enti stessi diventa una potenziale fonte di risorse da utilizzare per finanziare gli investimenti necessari per lo sviluppo del territorio, ovvero per la riduzione del debito. Il tema è da anni all'ordine del giorno, e non vi è manovra di finanza pubblica che non preveda più o meno esplicitamente il recupero di risorse finanziarie attraverso interventi di valorizzazione e razionalizzazione del patrimonio immobiliare pubblico.

A tal fine l'Agenzia del Demanio ha promosso il progetto Valore Paese, iniziativa che raccoglie progetti di sviluppo imprenditoriale finalizzati al recupero dei beni pubblici su tutto il territorio nazionale, attraverso l'individuazione di nuove funzioni in linea con le esigenze della collettività.

Il progetto, che si avvale di un mix di vecchi e nuovi strumenti normativi, si articola in diversi brand distinti per tipologie di beni e ha l'obiettivo di incrementarne il valore economico e sociale per promuovere lo sviluppo sostenibile dei territori.

Una nuova modalità di intervento per la valorizzazione o dismissione del patrimonio immobiliare pubblico è, poi, quella istituita da Cassa Depositi e Prestiti, che supporta gli Enti offrendo assistenza e affiancamento. Cassa Depositi e Prestiti attraverso un'attività di scouting e ricognizione del patrimonio immobiliare disponibile sull'intero territorio nazionale, individua le potenziali opportunità di investimento per il Fondo FIV Plus - Fondo Investimenti per la Valorizzazione Plus, gestito dalla stessa CDPI SGR.

Affiancata a Cassa Depositi e Prestiti, è nata nel marzo 2013 la prima Sgr del Ministero dell'Economia e della Finanze, Invimit (Investimenti Immobiliari Italiani) Sgr, che ha ad oggetto la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio realizzata attraverso la promozione, l'istituzione, l'organizzazione e la gestione di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi, sia diretti (come il fondo Regione Lazio e il fondo Stato-Difesa) che "fondi di fondi" (come il fondo i3-Core).

Dal punto di vista del patrimonio del Demanio, in ottica di valorizzazione, è stato emanato un bando di gara attivo tra Ottobre 2015 e Gennaio 2016 che proponeva in affitto, fino a 50 anni, 11 fari di proprietà dello Stato. Alla scadenza di tale gara sono giunte 39 offerte, con un'importante partecipazione del territorio ma anche dell'associazionismo sociale e ambientale, dell'imprenditoria immobiliare e di investitori esteri.

Sempre in ottica di valorizzazione, regioni, province e comuni oltre ad altri enti pubblici, hanno candidato ben 544 immobili su tutto il territorio nazionale all'interno della "Proposta Immobili 2016": tale iniziativa, promossa dal ministero dell'Economia e dall'Agenzia del Demanio, ha la finalità di selezionare i patrimoni pubblici da inserire in percorsi di valorizzazione e dismissione. Tra le candidature sono presenti ville storiche, ex caserme, capannoni ed impianti sportivi.

Bisogna sottolineare, però, che purtroppo questi programmi di valorizzazione (ad eccezione della Sgr ministeriale) spesso non giungono a compimento per le vicende politiche a tutti i livelli, che procrastinano i tempi di attuazione delle singole iniziative, non consentendo di sperimentarne il reale effetto.

A ciò si aggiungono provvedimenti molto dannosi per il funzionamento e l'immagine del mercato immobiliare italiano, che, al di là del loro (rilevante) impatto negativo diretto sui valori degli immobili interessati, stanno creando disorientamento e sfiducia negli investitori, soprattutto internazionali, confermando una certa "inaffidabilità" del sistema-Italia, in particolare per quanto riguarda la certezza del diritto e la stabilità del quadro normativo.

CONCLUSIONI DI STIMA

In base a quanto precedentemente riportato ed a quanto esposto nella allegata Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato della proprietà immobiliare riconducibile alle Società del Gruppo **CIT - Compagnia Italiana Turismo S.p.A. in A.S**, con riferimento alla data del 30 Giugno 2016, sia pari a:

Roseto Capo Spulico (CS)

€ 2.400.000,00 (Euro Duemilioni quattrocentomila/00)

Nel Report di Stima è descritta analiticamente la proprietà immobiliare il procedimento di valutazione adottato.

Restando a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti.

Praxi S.p.A.
Un Amministratore
Maurizio Negri

BONVA

**RELAZIONE DI STIMA
ROSETO CAPO SPULICO (CS)**

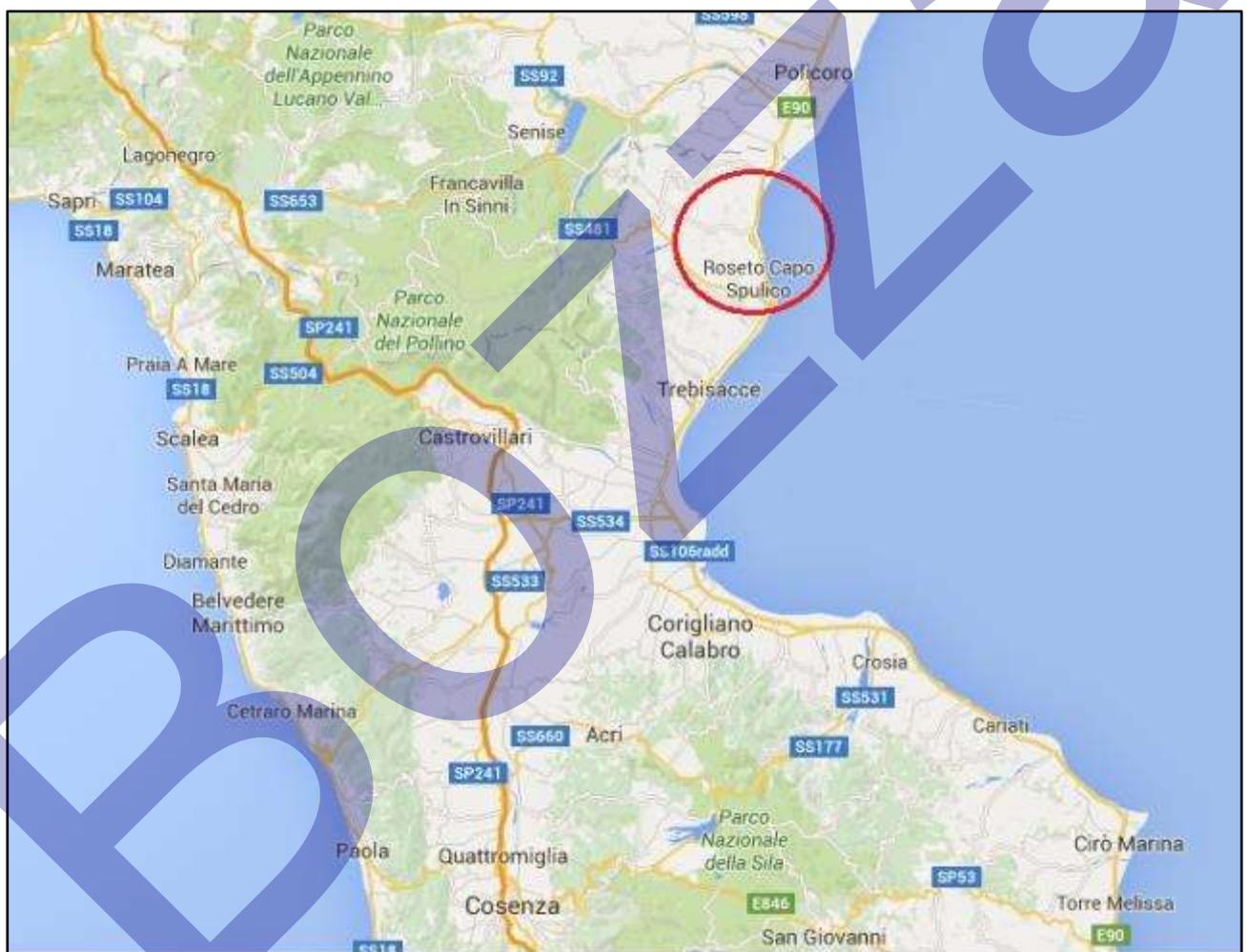
MILANO, LUGLIO 2016

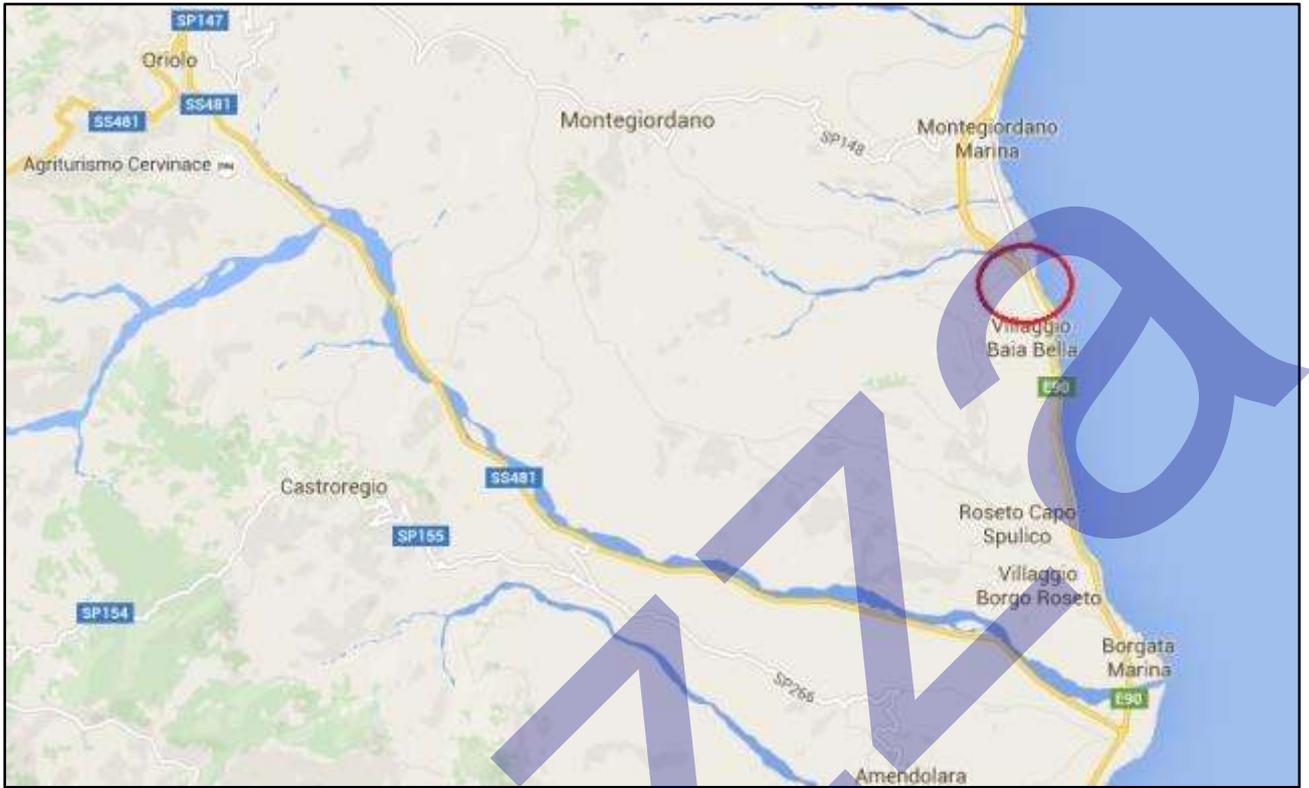
1. UBICAZIONE

L'unità immobiliare oggetto della presente stima è un villaggio turistico ubicato in località Lago Cupo nel Comune di Roseto Capo Spulico in provincia di Cosenza.

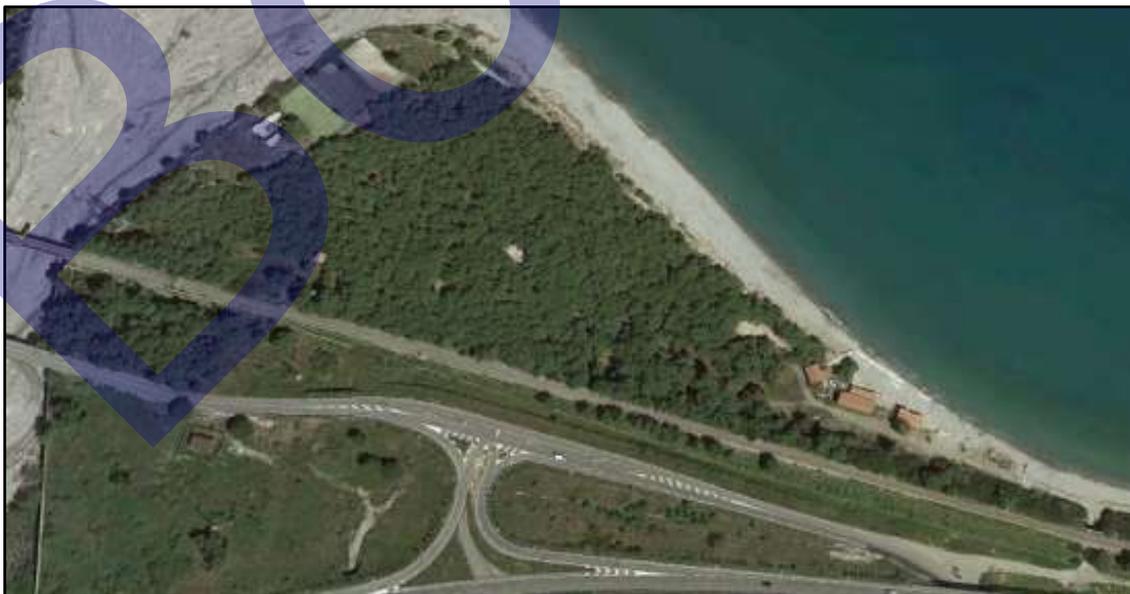
Il comune ha circa 1.900 abitanti, è situato sulla costa Ionica calabra a circa 120 km dal capoluogo di provincia e 50 Km dal casello autostradale Frascineto della A3 Salerno - Reggio Calabria.

La zona risulta ricettiva – turistica con grande affluenza nel periodo estivo





Il villaggio è ubicato in area collinare in una zona tranquilla, a circa 500 mt dal mare; attraversando la S.S.106 Ionica si accede all'ampia pineta privata "La Grilla" in riva al mare con spiaggia esclusiva in ciottoli.



2. DESCRIZIONE GENERALE

2.1. SCHEDA TECNICA

Il villaggio turistico è composto da un'area comune con reception, area ristorazione e servizi comuni e da una serie di palazzine su due piani raggruppate in sei blocchi (Cassiopea, Perseo, Orione, Tucano, Cefeo e Delfino); l'area ricettiva è completata da una zona piscina con bar e un'anfiteatro per le attività di intrattenimento.

Attualmente la struttura è inattiva, ci risulta dal 2008, e si presenta quindi in scarse condizioni manutentive.

Area Ristorazione/Reception







Palazzine







Piscina





Anfiteatro





L'area marittima ad uso esclusivo è costituita da un'ampia pineta con servizi per gli ospiti, bar, piccola piscina, campi da tennis, calcetto e circa 400 metri di spiaggia privata.





Il compendio immobiliare è comprensivo di recinzione perimetrale in ringhiera metallica, aree di manovra e di parcheggio in blocchetti di cls., cancelli carrai e fognatura allacciata al depuratore di stretta pertinenza.

La componente impiantistica è principalmente rappresentata da:

- impianto elettrico di distribuzione comprensivo di gruppo elettrogeno
- impianto illuminazione interna ed esterna
- impianto gas con bombola GPL
- impianto idrico alimentato dal pozzo e stoccaggio idrico zona “La Grilla”
- impianto di depurazione

2.2. CONSISTENZE

La presente valutazione ha fatto riferimento alla documentazione fornita dalla Committenza, dalla quale abbiamo desunto le consistenze.

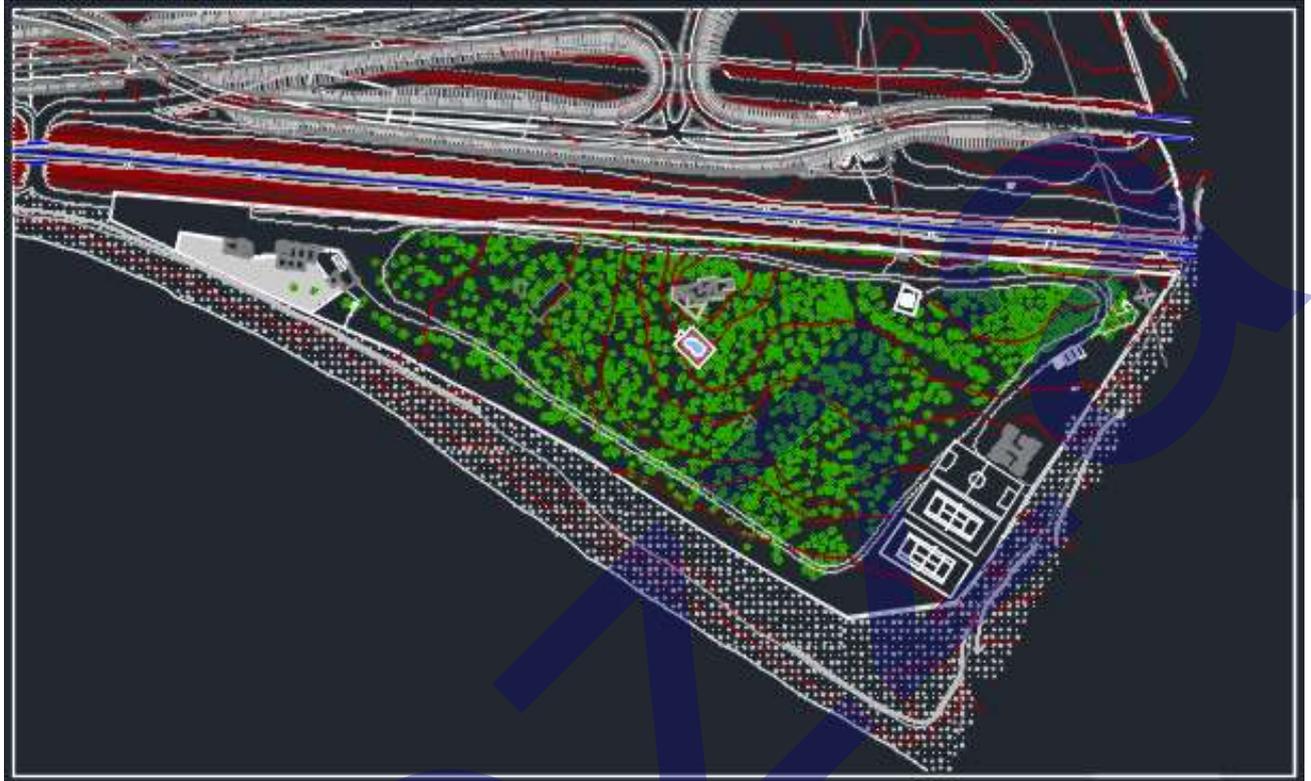
Destinazione D'Uso	Fabbricati	Camere	Superfici Lorde [mq]
RESIDENCE CASSIOPEA - Camere - Unità tipo A - Edificio 2 p.f.t.	9	36	1.700
RESIDENCE PERSEO - Camere - Unità tipo B - Edificio 2 p.f.t.	7	42	1.550
RESIDENCE DELFINO - Camere - Unità tipo E - Edificio 2 p.f.t.	1	12	575
RESIDENCE ORIONE - Camere - Unità tipo D - Edificio 2 p.f.t.	1	18	695
RESIDENCE ORIONE - Camere - Unità tipo C - Edificio 2 p.f.t.	1	17	695
RESIDENCE TUCANO - Camere - Unità tipo G - Edificio 2 p.f.t.	1	12	443
RESIDENCE TUCANO - Camere - Unità tipo H - Edificio 2 p.f.t.	1	6	222
RESIDENCE CEFEO - Camere - Unità tipo F - Edificio 2 p.f.t.	2	24	883
	Totale	167	6.763
Ristorante Club House - Unità L (S2,S1,PT)			2.299
Bar piscina			1
Anfiteatro			1
Piscina			1
La Grilla (area marittima PT)			513
Campi da tennis e calcetto			3
TOTALE GENERALE			9.575

Nelle mappe seguenti sono indicati i principali corpi che costituiscono il villaggio turistico

Villaggio Turistico



Area marittima “La Grilla”



3. DATI CATASTALI

VILLAGGIO TURISTICO

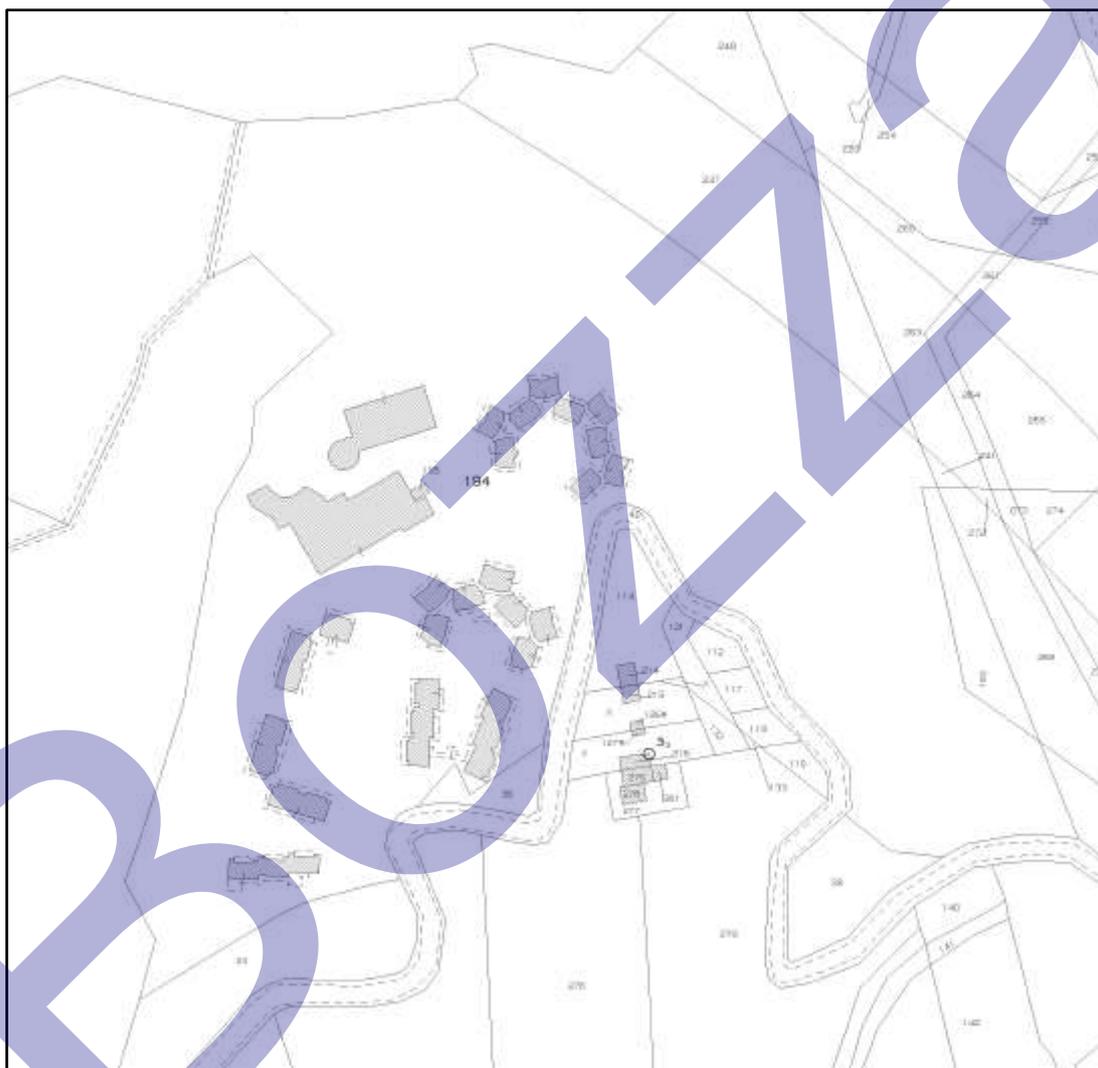
Dal punto di vista catastale secondo quanto rilevato dalla documentazione fornitaci il complesso immobiliare risulta così censito presso l'agenzia del Territorio di Cosenza:

Catasto Fabbricati - Comune di Roseto Capo Spulico (CS)

<i>Intestazione</i>	<i>Foglio</i>	<i>Particella</i>	<i>Categoria</i>	<i>Classe</i>	<i>Consistenza(mq)</i>	<i>Rendita</i>
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	194	D/2			€ 70.238,14
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	195	C/2	2	13	€ 53,71

Catasto Terreni - Comune di Roseto Capo Spulico (CS)

<i>Intestazione</i>	<i>Foglio</i>	<i>Particella</i>	<i>Classamento</i>	<i>Consistenza(mq)</i>	<i>Rendita Agraria</i>	<i>Rendita Dominicale</i>
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	193	Seminativo	970	€ 1,00	€ 2,00



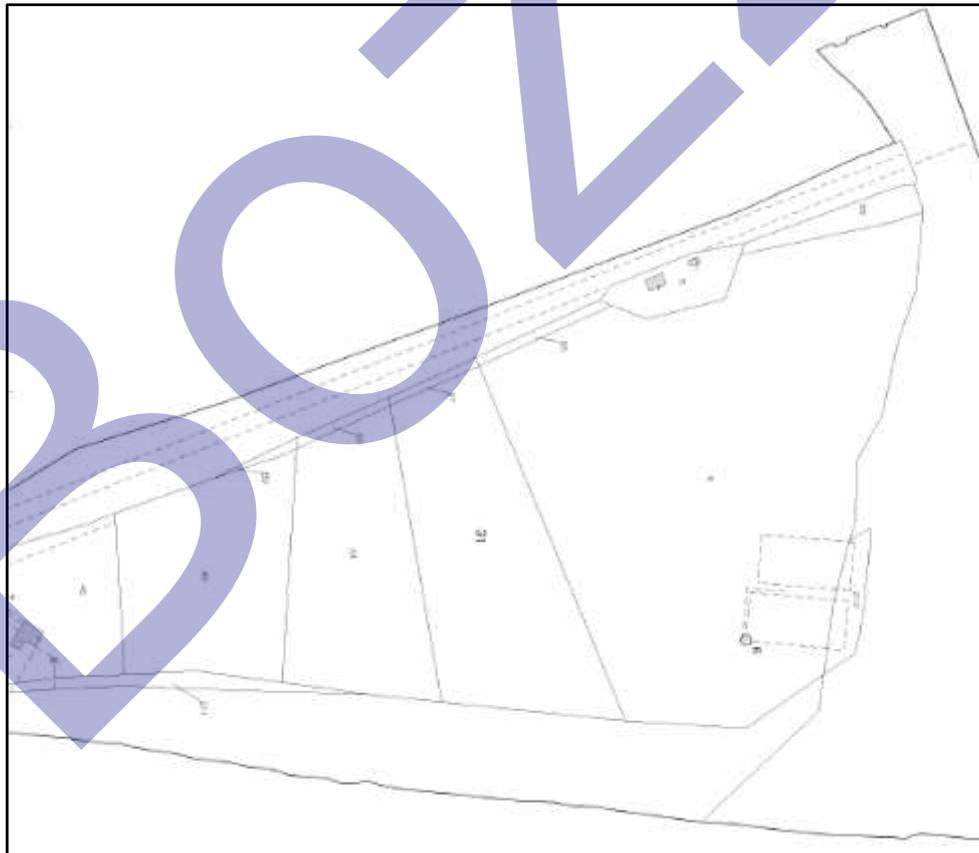
Estratto di mappa Catastale raffigurante l'intero compendio (elaborazione Praxi)

AREA MARITTIMA

Dal punto di vista catastale secondo quanto rilevato dalla documentazione fornitaci il complesso immobiliare risulta così censito presso l'agenzia del Territorio di Cosenza:

Catasto Terreni - Comune di Roseto Capo Spulico (CS)

<i>Intestazione</i>	<i>Foglio</i>	<i>Particella</i>	<i>Classamento</i>	<i>Consistenza(mq)</i>	<i>Rendita Agraria</i>	<i>Rendita Dominicale</i>
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	6	Bosco alto	19.570	€ 8,09	€ 6,06
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	31	Bosco alto	5.990	€ 2,47	€ 1,86
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	44	Bosco alto	4.820	€ 1,99	€ 1,49
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	45	Bosco alto	4.610	€ 1,90	€ 1,43
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	46	Bosco alto	5.370	€ 2,22	€ 1,66
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	66	Bosco alto	250	€ 0,10	€ 0,08
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	67	Bosco alto	140	€ 0,06	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	68	Bosco alto	130	€ 0,05	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	69	Bosco alto	130	€ 0,05	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	65	Bosco alto	580	€ 0,24	€ 0,18
				41.590		



Estratto di mappa Catastale raffigurante l'intero compendio (elaborazione Praxi)

4. URBANISTICA

Il Comune di Roseto Capo Spulico (CS) è dotato di P.R.G approvato dalla Regione Calabria con D.P.G.R. n. 5059 del 17/04/2003.



Secondo quanto previsto dalle previsioni di P.R.G., la proprietà risulta inserita:

VILLAGGIO TURISTICO

Art 31. AREA (R.CT1), (area di espansione turistica già lottizzate).

Sono le aree totalmente interessate da Piani di Lottizzazione in fase di realizzazione. La tipologia dei fabbricati e la destinazione d'uso delle parti realizzate confermano un utilizzo esclusivamente turistico.

Il PL convenzionato in vigore per questa zona conserva piena validità, e diventa parte integrante del PRG quale strumento attuativo di iniziativa privata. In caso di varianti sostanziali dei P.L., di cui sopra, l'Amministrazione Comunale ha facoltà di rivedere la Convenzione a suo tempo sottoscritta e di apportare modifiche agli articoli, che per nuove esigenze, non tutelano a sufficienza gli interessi pubblici sia da un punto di vista generale che amministrativo.

AREA MARITTIMA

Art 41. AREA (D8) (aree di supporto per attrezzature e servizi annessi alle attività ricettive).

Il piano individua un'area da destinare alla localizzazione di strutture di supporto e di servizio alle attività turistico-alberghiere già esistenti

Tali aree sono destinate alla realizzazione di ristoranti, bar, camere, alloggi per il personale, servizi, spazi comuni, strutture sportive, parcheggi ed all'ampliamento delle strutture turistico-alberghiere esistenti purché' ad esse funzionalmente collegato

BONZO

5. VALUTAZIONE

La valutazione è stata condotta applicando il **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**

Il Valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dall'attualizzazione del cash flow che ci si attende verrà generato dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame.

Per la determinazione del Valore sono state effettuate specifiche indagini, che hanno riguardato la situazione del mercato degli immobili a destinazione assimilabile ubicati nella zona di cui si tratta.

L'ipotesi valutativa prevede la ristrutturazione del complesso turistico, la totale riqualificazione del villaggio e del suo contesto, oltre alle strutture, i servizi e gli impianti sportivi posti sul litorale, realizzata in periodo di vacancy stimato in 1 anno, quindi la stipula di un contratto di locazione 9+6 anni a condizioni di mercato (step up iniziale), quindi la cessione del complesso immobiliare ad un investitore al 15° anno.

RICAVI

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri ricavi da messa a reddito dell'immobile ristrutturato, che sono stati determinati, in relazione alla specifica localizzazione e destinazione d'uso, sulla base delle risultanze dell'indagine di mercato di cui si è trattato in precedenza.

Per l'immobile avente specifica destinazione alberghiera, la valutazione è stata sviluppata secondo un appropriato procedimento, tipico del settore, che consiste nella determinazione del canone locativo teorico, determinato in base ad un rendiconto economico dell'attività ricettiva, tenendo conto delle caratteristiche della zona (interesse turistico, dotazione di infrastrutture ricettive, bacini di utenza, tariffe medie settoriali), delle consistenze dell'immobile, delle forme di attività presenti e dei livelli di redditività del settore.

La determinazione del Valore di Mercato degli immobili adibiti ad attività ricettive deve infatti necessariamente tenere conto della peculiare destinazione d'uso e di una serie di fattori ad essa inerenti; nella situazione specifica non è possibile procedere secondo il classico criterio della comparazione con quotazioni correnti di mercato, né in alternativa fare semplicemente riferimento ai costi di ricostruzione in altra ubicazione di un complesso avente analoghe caratteristiche.

Va precisato che il risultato di tale procedimento è correttamente definibile come Valore di Mercato dell'immobile, e non come Valore di avviamento dell'attività, proprio perché nel calcolo viene presa in considerazione la potenzialità di reddito intrinseca dell'immobile stesso, che costituisce il fattore predominante dell'attività ricettiva e non è facilmente riproducibile.

CAPEX

I costi da sostenere la per ristrutturazione sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche dell'immobile, tenendo conto della peculiare localizzazione, e dalla relativa destinazione d'uso, e ammontano a circa € 4.790.000, pari a 500 €/mq.

VARIABILI MACROECONOMICHE

Il cash flow è espresso in moneta corrente, e quindi incorpora una previsione di inflazione (per l'indicizzazione dei costi) e di andamento del mercato immobiliare (per l'indicizzazione dei ricavi).

Il trend dell'**inflazione** è tratto dalle previsioni formulate da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - www.consensuseconomics.com) e pubblicate sul numero di Aprile 2016 di Consensus Forecast, da cui è tratta la tabella che segue.

Italy											
* % change over previous year	Historical					Consensus Forecasts					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2026 ¹
Gross Domestic Product*	-2.8	-1.7	-0.3	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
Household Consumption*	-3.9	-2.5	0.6	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.1
Gross Fixed Investment*	-9.3	-6.6	-3.4	0.8	1.9	2.4	2.4	2.7	2.3	2.1	1.9
Industrial Production*	-6.3	-3.2	-0.6	1.0	1.7	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
Consumer Prices*	3.1	1.2	0.2	0.1	0.1	1.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	-6.9	14.1	29.7	35.8	35.3	33.9	34.0	32.5	32.3	27.0	26.7
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.5	4.1	1.9	1.6	1.4 ³	1.6 ⁴	2.2	2.6	3.0	3.5	4.1

Per i primi due anni (quattro semestri) del DCF è stato utilizzato il dato puntuale indicato da Consensus Forecast, mentre per il rimanente periodo si è considerata la media dei valori previsti, giungendo quindi al seguente risultato:

Trend inflazione 1 [^] semestre	0,05%	
Trend inflazione 2 [^] semestre	0,55%	
Trend inflazione 3 [^] semestre	0,55%	
Trend inflazione 4 [^] semestre	0,70%	
Trend inflazione dal 5 [^] semestre in poi	0,85%	1,70% annuo

Il trend del **mercato immobiliare** è stato determinato separatamente per il primo biennio del cash-flow e per il periodo successivo.

Per il primo biennio la stima del trend è di tipo puntuale, e si basa sulle previsioni formulate da Nomisma nell'ultimo rapporto pubblicato, relative ai segmenti del mercato non residenziale (uffici e negozi).

Tavola 2.8

13 grandi città – Uffici – Previsioni dei prezzi medi a valori correnti
(variazioni % annuali)

Città	2016	2017	2018
Bari	-1,8	-0,2	0,8
Bologna	-1,9	0,1	1,4
Cagliari	-1,3	0,1	1,0
Catania	-1,0	0,2	0,9
Firenze	-1,0	0,5	1,5
Genova	-1,9	0,1	1,5
Milano	-0,7	1,2	2,3
Napoli	-1,3	0,4	1,5
Padova	-0,5	1,3	2,3
Palermo	-1,7	0,0	1,2
Roma	-1,3	0,4	1,4
Torino	-1,0	0,6	1,6
Venezia	-0,6	1,1	2,1
Media 13 grandi città	-1,2	0,5	1,6

Fonte: Nomisma

Tavola 2.9

13 grandi città – Negozi – Previsioni dei prezzi medi a valori correnti
(variazioni % annuali)

Città	2016	2017	2018
Bari	-1,7	0,0	0,9
Bologna	-1,5	0,4	1,4
Cagliari	-1,5	-0,1	0,8
Catania	-0,8	0,4	1,0
Firenze	-1,2	0,3	1,1
Genova	-0,9	0,8	1,9
Milano	-0,1	1,5	2,4
Napoli	-0,8	0,7	1,6
Padova	-0,3	1,4	2,3
Palermo	-0,9	0,6	1,4
Roma	-1,2	0,3	1,3
Torino	-1,6	0,2	1,2
Venezia	0,7	2,0	2,6
Media 13 grandi città	-0,7	0,8	1,7

Fonte: Nomisma

Per il periodo successivo si è assunto che l'andamento del mercato immobiliare sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra.

Complessivamente, il trend del mercato previsto nei DCF è perciò così configurato:

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-0,48%	
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,33%	
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,33%	
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,83%	
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70% annuo

Inoltre, per la determinazione del rendimento potenziale del capitale investito (equity) si sono anche formulate previsioni circa l'andamento dei Titoli di Stato a lungo termine (rendimento risk free) e dell'EurIRS (base per la determinazione del costo del debito a lungo termine).

Il trend dei Titoli di Stato è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari al 3,2% annuo:

Italy											
* % change over previous year	Historical					Consensus Forecasts					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025 ¹
Gross Domestic Product*	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.8	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
Household Consumption*	0.0	-3.9	-2.8	0.4	0.7	1.2	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2
Gross Fixed Investment*	-1.9	-9.3	-6.6	-3.5	0.9	2.1	2.4	2.5	2.0	1.6	1.6
Industrial Production*	1.2	-6.3	-3.2	-0.6	1.1	2.1	2.5	2.0	1.4	1.3	1.5
Consumer Prices*	2.8	3.1	1.2	0.2	0.1	0.9	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9
Current Account Balance (Euro bn)	-50.4	-6.9	15.0	30.9	33.7	34.0	33.3	38.9	36.6	39.9	35.9
10 Year Treasury Bond Yield, %²	7.0	4.5	4.1	1.9	1.9 ³	2.2 ⁴	2.5	3.1	3.6	4.0	4.2

Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari all'1,2% annuo:

Maggio 2015	1,1700		
Giugno 2015	1,4900		
Luglio 2015	1,4800		
Agosto 2015	1,3500		
Settembre 2015	1,4000		
Ottobre 2015	1,3100		
Novembre 2015	1,3100		
Dicembre 2015	1,3300	media EurIRS ultimi dodici mesi	1,20
Gennaio 2016	1,2400		
Febbraio 2016	0,9400		
Marzo 2016	0,9500		
Aprile 2016	0,8900		

TASSI DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Nelle valutazioni sono stati utilizzati opportuni tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, che sono stati determinati sulla base dei criteri qui di seguito esposti, tenendo conto dell'andamento previsionale delle variabili macroeconomiche e immobiliari, già illustrato.

Il profilo di rischio dell'immobile è caratterizzato da un cap rate pari al 7,22%, discount rate nell'8,05% e going out cap rate pari a 7,60%.

Considerazioni generali in merito ai tassi

Il **tasso di capitalizzazione** corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo (affitto) ed il valore di un determinato immobile.

Di norma, nella prassi italiana si fa riferimento al rendimento lordo (il cosiddetto *cash on cash return*), cioè non si deducono dal reddito locativo le spese a carico della proprietà (imposte immobiliari, assicurazione, property management, ecc.).

Essendo comunque una grandezza che esprime il rendimento dell'investimento, il tasso di capitalizzazione implicitamente apprezza il rischio dell'investimento nell'immobile in esame, o quantomeno il rischio medio del cluster di mercato a cui l'immobile appartiene.

Il **tasso di attualizzazione** è la variabile matematica utilizzata per determinare il "valore equivalente", ad una certa data, di una grandezza economica che si genera in un differente momento temporale.

Nel caso degli investimenti immobiliari, questo tasso viene utilizzato per determinare il valore attuale dei costi e dei ricavi (*cash-flow*) previsti nell'arco dell'investimento stesso.

Il tasso di attualizzazione apprezza quindi il rischio specifico dell'operazione (oltre che l'andamento delle variabili macroeconomiche e finanziarie), e si differenzia quindi di caso in caso, in relazione alla natura, ubicazione, dimensione, ecc. dell'investimento immobiliare in esame.

In realtà, fra i due tassi esiste un rapporto diretto, tanto è vero che, (a parità di altre variabili ed a condizione che entrambi i procedimenti vengono correttamente sviluppati), la stima del Valore di Mercato di un immobile a reddito elaborata tramite la capitalizzazione diretta oppure tramite il DCF dovrebbe condurre al medesimo risultato.

I fattori di differenziazione sono essenzialmente due:

- come già ricordato, nella prassi italiana il tasso di capitalizzazione è riferito al reddito locativo lordo, mentre il tasso di attualizzazione viene applicato ad un cash-flow dove si detraggono dal reddito locativo lordo i costi "immobiliari" a carico della proprietà (che, sulla base dei dati raccolti nel nostro database, attualmente corrispondono in media al 12% del canone lordo);

- il procedimento di capitalizzazione considera una rendita costante perpetua (e quindi è “al netto” del futuro andamento del mercato immobiliare), mentre nel DCF i costi ed i ricavi che concorrono a determinare il cash-flow sono indicizzati sulla base del prevedibile andamento dell’inflazione e del mercato.

Rendimenti di mercato

In linea teorica, nel caso di immobili a reddito, il rendimento di un investimento immobiliare incorpora implicitamente due fattori:

- la componente risk-free
- la componente di premio al rischio specifica dell’investimento immobiliare di cui si tratta.

Va opportunamente precisato che, nell’approccio valutativo adottato da Praxi, il rendimento immobiliare viene ricavato direttamente da una indagine di mercato, estesa all’intero territorio nazionale e riferita alle principali tipologie: uffici e negozi tradizionali; ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico-produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo, con riferimento ad un best case e ad un worst case; all’interno di tale intervallo, il tasso di capitalizzazione dell’immobile in esame viene determinato sulla base della sua situazione e condizione specifica, con riferimento a:

- situazione locativa (qualità e numero degli inquilini, condizioni e clausole dei contratti di affitto, rischio sfritto)
- fattori estrinseci (validità della localizzazione, a livello nazionale e locale, e trend del mercato di riferimento)
- fattori intrinseci (qualità e stato manutentivo, fungibilità, flessibilità, taglio dimensionale).

Dai rendimenti lordi (tassi di capitalizzazione) deriviamo il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili a reddito, tenendo conto dell’incidenza dei costi a carico della proprietà e del trend previsionale del mercato immobiliare. Il posizionamento puntuale all’interno di tale range settoriale dipende dai fattori di rischio specifici del singolo immobile.

Il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili in sviluppo (Valore di Trasformazione) incorpora un ulteriore premio per il rischio proprio delle operazioni di sviluppo, che attualmente quantifichiamo nel 6% sulla base di osservazioni empiriche di mercato. Anche per il Valore di trasformazione, il posizionamento puntuale all’interno del range dei tassi di attualizzazione dipende dai fattori di rischio specifici della singola operazione di sviluppo.

Da quanto sopra esposto, risulta evidente che il nostro approccio non adotta una metodologia WACC per la determinazione del tasso di attualizzazione del DCF.

E' comunque possibile risalire a ritroso alla remunerazione dell'equity investito, sulla base della leva finanziaria e del costo del finanziamento di un investimento immobiliare standard che abbiamo rilevato dal mercato.

Il risultato di questo calcolo a ritroso è esposto nello sviluppo della valutazione dei singoli immobili, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di stima, rispetto al range del segmento immobiliare cui l'immobile stesso appartiene.

Utile dell'imprenditore (investitore)

In conformità con gli standard estimativi internazionali e secondo le consolidate *best practices* del mercato italiano, questo approccio estimativo considera la remunerazione dei capitali investiti all'interno del tasso di attualizzazione: la remunerazione prevista per l'equity corrisponde al tasso di rendimento (IRR) per l'investitore, mentre il tasso complessivo (che deriva dalla media ponderata tra la remunerazione dell'equity ed il costo del debito) corrisponde all'IRR dell'investimento.

Durata del DCF

Il nostro modello di DCF per la stima del Valore di Mercato degli immobili a reddito prevede una durata standard di 15 anni, con scansione semestrale.

Tale periodo consente di includere l'intero ciclo di un contratto di locazione ordinario (9+6 anni), più gli eventuali tempi di vacancy e messa a reddito, e quindi, in termini generali, consente la normalizzazione del flusso di reddito locativo e la determinazione del terminal value per capitalizzazione diretta, utilizzando il canone dell'ultimo periodo ed il *going out cap rate* di cui sopra.

Il prospetto che segue riporta lo sviluppo della valutazione con riferimento al 30 Giugno 2016.

CIT in AS

Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium

Valutazione al

30/06/2016

Dati base

COSTI A CARICO PROPRIETA'

IMU/TASI	25.000	€/anno	dato stimato
Assicurazione	12.000	0,10%	sul costo costruzione
Property management	8.000	1,00%	sul canone di locazione
Accantonamento spese straordinarie	93.000	0,75%	sul costo costruzione
Totale	138.000	€/anno	pari a 14 €/mq-anno

INESIGIBILITA' CANONI

Inesigibilità/morosità canoni 2,0% del canone annuo

PROVVIGIONI

Provvigioni su locazione 0,0% del canone annuo

Provvigioni su vendita 1,5% del prezzo di cessione

IMPOSTA DI REGISTRO

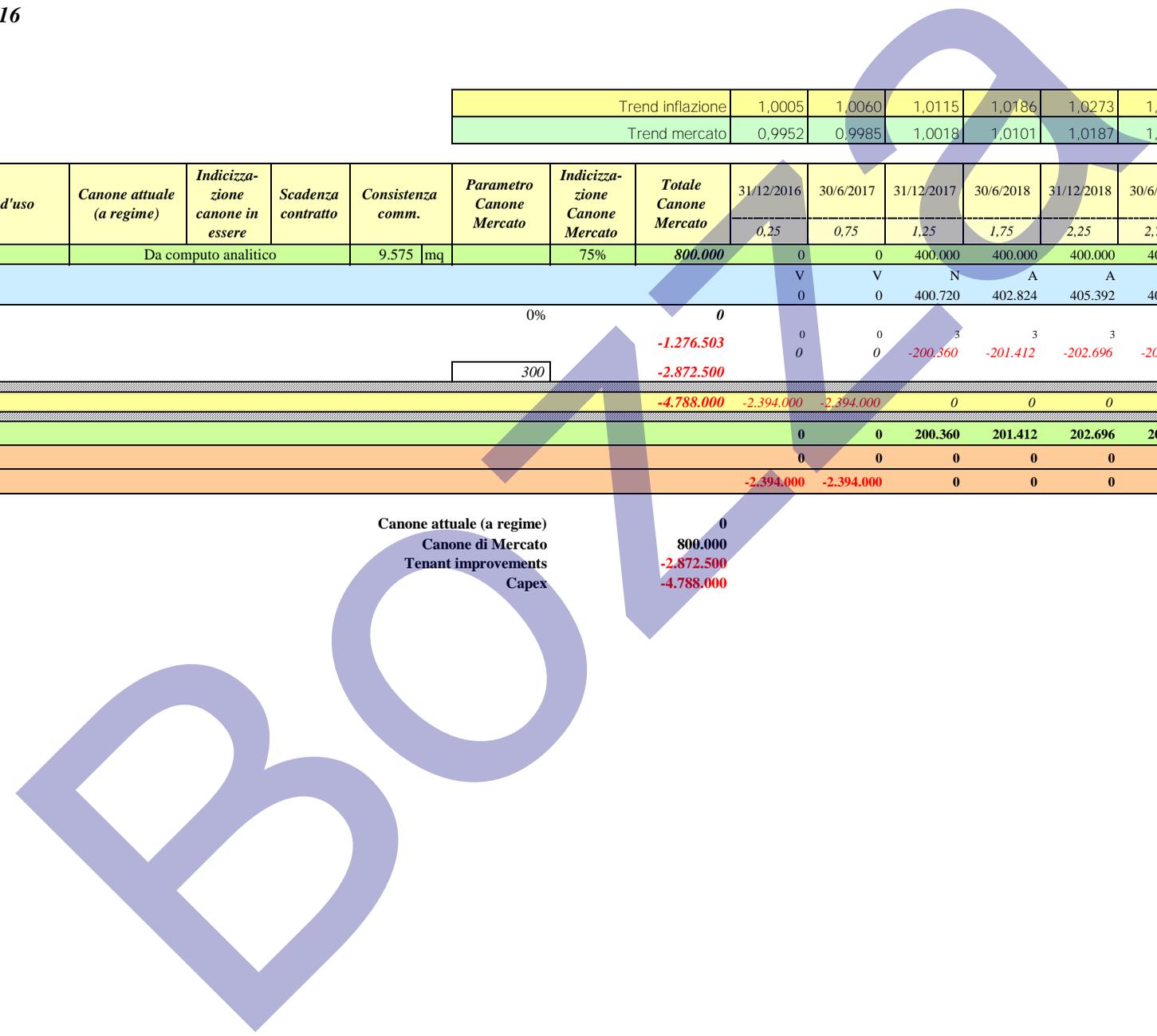
Imposta di registro contratti di locazione 0,5% del canone annuo

CIT in AS
Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium
 Valutazione al **30/6/2016**
Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,0005	1,0060	1,0115	1,0186	1,0273	1,0360	1,0448	1,0537	1,0627	1,0717	1,0808
Trend mercato	0,9952	0,9985	1,0018	1,0101	1,0187	1,0274	1,0361	1,0449	1,0538	1,0628	1,0718

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	31/12/2016	30/6/2017	31/12/2017	30/6/2018	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020	31/12/2020	30/6/2021	31/12/2021		
									0,25	0,75	1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	4,75	5,25		
Villaggio turistico	Ricettivo	Da computo analitico			9.575 mq		75%	800.000	0	0	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000		
Indicizzazione Canone indicizzato									V	V	N	A	A	A	A	A	A	A	A		
Provvigioni su affitto									0	0	400.720	402.824	405.392	407.976	410.577	413.194	415.828	418.479	421.147		
Vacancy									0	0	3	3	3	3	0	0	0	0	0		
Tenant improvements									0	0	-200.360	-201.412	-202.696	-203.988	0	0	0	0	0		
						300		-2.872.500													
Investimenti programmati (CAPEX)									-4.788.000	-2.394.000	-2.394.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale ricavi (indicizzati)									0	0	200.360	201.412	202.696	203.988	410.577	413.194	415.828	418.479	421.147		
Totale provvigioni su affitto									0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Totale capex e tenant improvements									-2.394.000	-2.394.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0		

Canone attuale (a regime) 0
 Canone di Mercato 800.000
 Tenant improvements -2.872.500
 Capex -4.788.000



CIT in AS

Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium

Valutazione al

30/6/2016

Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,0900	1,0993	1,1086	1,1180
Trend mercato	1,0809	1,0901	1,0994	1,1087

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	30/6/2022	31/12/2022	30/6/2023	31/12/2023	
									5,75	6,25	6,75	7,25	
Villaggio turistico	Ricettivo	Da computo analitico			9.575	mq		75%	800.000	400.000	400.000	400.000	400.000
Indicizzazione Canone indicizzato									A	A	A	A	
Provvigioni su affitto									423.832	426.534	429.253	431.989	
Vacancy									0	0	0	0	
Tenant improvements									300	0	0	0	
Investimenti programmati (CAPEX)									-4.788.000	0	0	0	
Totale ricavi (indicizzati)									423.832	426.534	429.253	431.989	
Totale provvigioni su affitto									0	0	0	0	
Totale capex e tenant improvements									0	0	0	0	

Canone attuale (a regime) 0
 Canone di Mercato 800.000
 Tenant improvements -2.872.500
 Capex -4.788.000

CIT in AS
Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium
 Valutazione al **30/6/2016**
Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,1275	1,1371	1,1468	1,1565	1,1663	1,1762	1,1862	1,1963	1,2065	1,2168	1,2271
Trend mercato	1,1181	1,1276	1,1372	1,1469	1,1566	1,1664	1,1763	1,1863	1,1964	1,2066	1,2169

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	30/6/2024	31/12/2024	30/6/2025	31/12/2025	30/6/2026	31/12/2026	30/6/2027	31/12/2027	30/6/2028	31/12/2028	30/6/2029		
									7,75	8,25	8,75	9,25	9,75	10,25	10,75	11,25	11,75	12,25	12,75		
Villaggio turistico	Ricettivo	Da computo analitico			9.575 mq		75%	800.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000		
Indicizzazione Canone indicizzato									A	A	A	A	A	N	A	A	A	A	A		
Provvigioni su affitto									0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vacancy									-1.276.503	0	0	0	0	0	-233.280	-234.767	0	0	0	0	
Tenant improvements																					
Investimenti programmati (CAPEX)																					
Totale ricavi (indicizzati)									434.743	437.514	440.303	443.110	445.935	233.280	234.767	472.527	475.539	478.571	481.622		
Totale provvigioni su affitto									0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Totale capex e tenant improvements									0	0	0	0	0	-2.872.500	0	0	0	0			

Canone attuale (a regime) 0
 Canone di Mercato 800.000
 Tenant improvements -2.872.500
 Capex -4.788.000

CIT in AS

Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium

Valutazione al

30/6/2016

Locazioni e Capex

Trend inflazione	1,2375	1,2480	1,2586	1,2693
Trend mercato	1,2272	1,2376	1,2481	1,2587

Conduttore	Destinazione d'uso	Canone attuale (a regime)	Indicizzazione canone in essere	Scadenza contratto	Consistenza comm.	Parametro Canone Mercato	Indicizzazione Canone Mercato	Totale Canone Mercato	31/12/2029	30/6/2030	31/12/2030	30/6/2031
									13,25	13,75	14,25	14,75
Villaggio turistico	Ricettivo	Da computo analitico			9.575 mq		75%	800.000	400.000	400.000	400.000	400.000
Indicizzazione Canone indicizzato									A	A	A	A
Provvigioni su affitto									484.692	487.782	490.892	494.021
Vacancy									0	0	0	0
Tenant improvements									0	0	0	0
Investimenti programmati (CAPEX)									-4.788.000	0	0	0
Totale ricavi (indicizzati)									484.692	487.782	490.892	494.021
Totale provvigioni su affitto									0	0	0	0
Totale capex e tenant improvements									0	0	0	0

Canone attuale (a regime) 0
Canone di Mercato 800.000
Tenant improvements -2.872.500
Capex -4.788.000

CIT in AS
Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium
 Valutazione al 30/06/2016

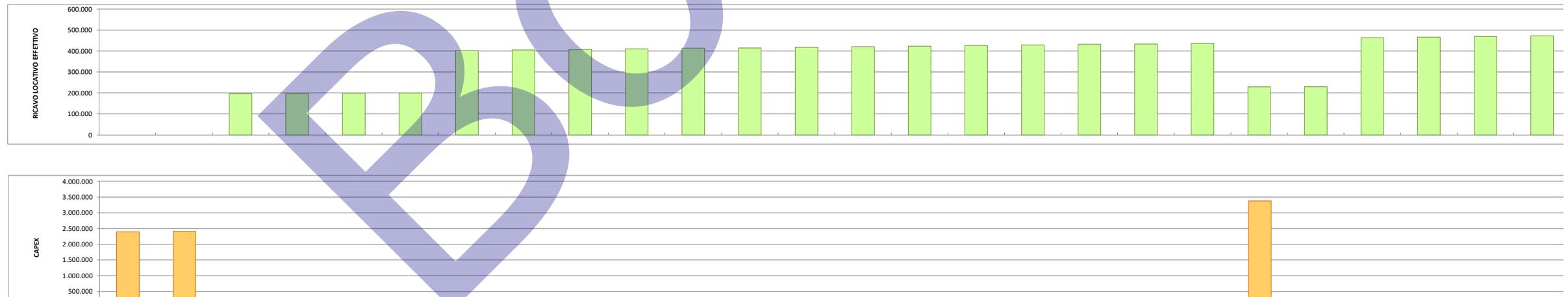
DISCOUNTED CASH FLOW

Trend inflazione	1,0005	1,0060	1,0115	1,0186	1,0273	1,0360	1,0448	1,0537	1,0627	1,0717	1,0808	1,0900	1,0993	1,1086	1,1180	1,1275	1,1371	1,1468	1,1565	1,1663	1,1762	1,1862	1,1963	1,2065	1,2168	1,2271
Trend mercato	0,9952	0,9985	1,0018	1,0101	1,0187	1,0274	1,0361	1,0449	1,0538	1,0628	1,0718	1,0809	1,0901	1,0994	1,1087	1,1181	1,1276	1,1372	1,1469	1,1566	1,1664	1,1763	1,1863	1,1964	1,2066	1,2169

Periodo	31/12/2016	30/6/2017	31/12/2017	30/6/2018	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020	31/12/2020	30/6/2021	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	30/6/2023	31/12/2023	30/6/2024	31/12/2024	30/6/2025	31/12/2025	30/6/2026	31/12/2026	30/6/2027	31/12/2027	30/6/2028	31/12/2028	30/6/2029	31/12/2029
	0,25	0,75	1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	4,75	5,25	5,75	6,25	6,75	7,25	7,75	8,25	8,75	9,25	9,75	10,25	10,75	11,25	11,75	12,25	12,75	
COSTI																											
Costi a carico proprietà	€	69.000	69.400	69.800	70.300	70.900	71.500	72.100	72.700	73.300	73.900	74.600	75.200	75.900	76.500	77.100	77.800	78.500	79.100	79.800	80.500	81.200	81.800	82.500	83.200	84.000	84.700
Imposta di registro	0,5% €	0	0	1.000	1.000	1.000	1.000	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	1.200	1.200	2.400	2.400	2.400	2.400
Provvigioni su locazione	0,0% €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provvigioni su vendita	1,5% €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX + Tenant improvements	€	2.395.200	2.408.400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale costi	€	2.464.200	2.477.800	70.800	71.300	71.900	72.500	74.200	74.800	75.400	76.000	76.700	77.300	78.000	78.600	79.300	80.000	80.700	81.300	82.000	82.700	3.461.000	83.000	84.900	85.600	87.100	
RICAVI																											
Canone locativo	€	0	0	200.360	201.412	202.696	203.988	410.577	413.194	415.828	418.479	421.147	423.832	426.534	429.253	431.989	434.743	437.514	440.303	443.110	445.935	233.280	234.767	472.527	475.539	478.571	481.622
Inesigibilità canoni	2,0% €	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ricavo locativo effettivo	€	0	0	196.400	197.400	198.600	199.900	402.400	404.900	407.500	410.100	412.700	415.400	418.000	420.700	423.300	426.000	428.800	431.500	434.200	437.000	228.600	230.100	463.100	466.000	469.000	472.000
Prezzo di cessione finale	€	0	0	196.400	197.400	198.600	199.900	402.400	404.900	407.500	410.100	412.700	415.400	418.000	420.700	423.300	426.000	428.800	431.500	434.200	437.000	228.600	230.100	463.100	466.000	469.000	472.000
Totale ricavi	€	0	0	196.400	197.400	198.600	199.900	402.400	404.900	407.500	410.100	412.700	415.400	418.000	420.700	423.300	426.000	428.800	431.500	434.200	437.000	228.600	230.100	463.100	466.000	469.000	472.000
cash flow		-2.464.200	-2.477.800	125.600	126.100	126.700	127.400	328.200	330.100	332.100	334.100	336.000	338.100	340.000	342.100	344.000	346.000	348.100	350.200	352.200	354.300	-3.232.400	147.100	378.200	380.400	382.600	384.900
cash flow attualizzato		-2.416.962	-2.338.017	114.014	110.121	106.444	102.968	255.187	246.918	238.981	231.291	223.774	216.622	209.568	202.855	196.236	189.882	183.781	177.869	172.092	166.544	-1.461.744	63.995	158.286	153.161	148.198	143.427

Tasso attualizzazione annuo 8,05%
 Going-out cap rate 7,60%

VALORE DI MERCATO
€ 2.410.000



RIEPILOGO DATI DI VALUTAZIONE			
Valore di Mercato	€ 2.410.000	Canone attuale a regime	€ 0
Canone di Mercato	€ 800.000	Capex	-€ 4.788.000

CIT in AS

Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium

Valutazione al

30/06/2016

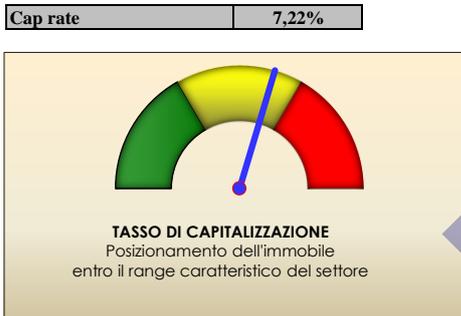
VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI DI RIFERIMENTO

Le variabili di seguito indicate rappresentano una previsione dell'andamento a medio-lungo termine, elaborata da PRAXI sulla base di fonti ufficiali (tra cui ISTAT, EUROSTAT, Banca d'Italia) e delle previsioni di Istituti di Ricerca internazionali (Consensus Forecast) e nazionali (Nomisma).

Trend inflazione 1^ semestre	0,05%	
Trend inflazione 2^ semestre	0,55%	
Trend inflazione 3^ semestre	0,55%	
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%	
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70% annuo
Trend mercato immobiliare 1^ semestre	-0,48%	
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,33%	
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,33%	
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,83%	
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,85%	1,70% annuo
Trend EurIRS		1,20% annuo
Trend Titoli di Stato		3,20% annuo

TASSO DI CAPITALIZZAZIONE (CAP RATE)

Il tasso di capitalizzazione attribuito all'immobile oggetto di stima deriva da una indagine condotta da PRAXI con riferimento allo specifico segmento di mercato, e tiene conto delle principali componenti di rischio che caratterizzano l'immobile stesso: situazione locativa (inquilini e contratti, appetibilità dell'immobile, rischio sfitto), fattori estrinseci (localizzazione, trend di mercato) e fattori intrinseci (taglio dimensionale, frazionabilità, qualità e stato di manutenzione, fungibilità). Il grafico che segue evidenzia il posizionamento del tasso di capitalizzazione attribuito all'immobile rispetto al range del mercato di riferimento.



Nell'ipotesi di leva finanziaria pari al 50% dell'investimento complessivo, e assumendo il costo del denaro pari al 4,20% (in linea con le attuali condizioni di mercato per un investimento immobiliare di questo genere), il tasso sopra indicato esprime un rendimento implicito del capitale investito (equity) pari al 13,60% annuo, che incorpora anche l'aspettativa di capital gain, sulla base del previsto trend del mercato immobiliare.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (DISCOUNT RATE)

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione del flusso di cassa generato dall'immobile è stato determinato a partire dal cap rate, rettificato per tenere conto dell'incidenza standard dei costi a carico della proprietà (IMU, assicurazione, property management, accantonamento spese straordinarie) e del previsto trend di mercato.

Cap rate lordo	7,22%
Incidenza standard costi proprietà	12%
Cap rate netto	6,35%
Trend mercato	1,70%
Discount rate	8,05%

TASSO DI CAPITALIZZAZIONE PER VALORE FINALE (GOING OUT CAP RATE)

Il tasso utilizzato per la determinazione del Valore finale dell'immobile (Terminal Value) è stato calcolato a partire dal cap rate attuale, incrementato di uno spread che tiene conto, in via prudenziale, dell'incertezza insita in una proiezione di lungo periodo.

Cap rate	7,22%
Spread	0,38%
Going out cap rate	7,60%

CIT in AS

Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium

Valutazione al

30/6/2016

Villaggio turistico

PERIODO	TARIFFA A PRESENZA		SATURAZIONE FATTURATO	
	giorni	pensione completa		
Alta stagione	60	110	85%	1.873.740
Bassa stagione	60	65	65%	846.690
	120		75%	2.720.430
Camere	167	n°		
Indice di utilizzazione medio	2,0			
Varie (bar, corsi sport, frigobar, lavanderia, payTV ecc.)	15%	del fatturato albergo		
Fatturato annuo teorico totale	3.200.000	€		
Affitto	25%	del fatturato		
Canone annuo lordo	800.000	€/anno		

BONZA

CIT in AS
Roseto Capo Spulico (CS) - Villaggio Otium
 Valutazione al
 Consistenze

30/6/2016

VILLAGGIO TURISTICO

	Fabbricati	Camere	Superfici Lorde
RESIDENCE CASSIOPEA - Camere - Unità tipo A - Edificio 2 p.f.t.	9	36	1.700 mq
RESIDENCE PERSEO - Camere - Unità tipo B - Edificio 2 p.f.t.	7	42	1.550 mq
RESIDENCE DELFINO - Camere - Unità tipo E - Edificio 2 p.f.t.	1	12	575 mq
RESIDENCE ORIONE - Camere - Unità tipo D - Edificio 2 p.f.t.	1	18	695 mq
RESIDENCE ORIONE - Camere - Unità tipo C - Edificio 2 p.f.t.	1	17	695 mq
RESIDENCE TUCANO - Camere - Unità tipo G - Edificio 2 p.f.t.	1	12	443 mq
RESIDENCE TUCANO - Camere - Unità tipo H - Edificio 2 p.f.t.	1	6	222 mq
RESIDENCE CEFEO - Camere - Unità tipo F - Edificio 2 p.f.t.	2	24	883 mq
TOTALE		167	6.763

Ristorante Club House - Unità L (S2,S1,PT)			2.299 mq
Bar piscina			1 mq
Anfiteatro			1 n.
Piscina			1 n.
La Grilla (area marittima PT)			513 mq
Campi da tennis e calcetto			3 n.
TOTALE			9.575 mq

Costi ristrutturazione (comprensivo di camminamenti) 500 €/mq
4.788.000 €

AREA MARITTIMA

intestazione	foglio	particella	classamento	consistenza(mq)	rendita agraria	rendita dominicale
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	6	Bosco alto	19.570	€ 8,09	€ 6,06
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	31	Bosco alto	5.990	€ 2,47	€ 1,86
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	44	Bosco alto	4.820	€ 1,99	€ 1,49
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	45	Bosco alto	4.610	€ 1,90	€ 1,43
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	46	Bosco alto	5.370	€ 2,22	€ 1,66
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	66	Bosco alto	250	€ 0,10	€ 0,08
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	67	Bosco alto	140	€ 0,06	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	68	Bosco alto	130	€ 0,05	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	69	Bosco alto	130	€ 0,05	€ 0,04
ITALEASE GESTIONE BENI S.p.A.	3	65	Bosco alto	580	€ 0,24	€ 0,18
				41.590		