



## PERIZIA STRAGIUDIZIALE

Spettabile

### **Comune di Pisa**

Direzione Patrimonio

Via San Martino, 108

56100 – PISA

Ns. Rif.: LM/val 19.4687

Facendo seguito all'incarico conferitoci (Ns. Rif.: FS/val 19.5482 del 01 Aprile 2019), esponiamo nella presente i risultati della valutazione condotta sulla proprietà del Comune di Pisa, ubicata in Pisa, via degli Orafi angolo via Domenico Vernagalli – la MATTONAIA.

Finalità della stima è la determinazione del Valore di Mercato, a fini di transazione, dell'immobile di cui sopra con riferimento alla data del 31 Marzo 2019.

Sono stati oggetto di valutazione i fabbricati, comprensivi delle aree e degli impianti generici di diretta pertinenza (elettrico, termico, idrico, ecc.); sono invece rimasti esclusi dalla valutazione i beni mobili, i documenti, gli archivi ed in generale quanto contenuto negli immobili di cui si tratta.

La nostra attività è conforme agli standard fissati da IVS – International Valuation Standards – edizione 2017 e da RICS Valuation –Global Standards 2017 (“Red Book”).

PRAXI 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** degli immobili in oggetto.



Secondo la definizione di IVS – International Valuation Standards e di RICS Valuation – Global 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 (IVS 2017 – IVS 104 Section 30.1; RICS Red Book 2017 – VPS4 4).

In relazione all’attuale stato occupazionale del complesso immobiliare in oggetto, libero e immediatamente disponibile, si precisa che il Valore di Mercato coincide con il **Vacant Possession Value**.

Per Vacant Possession Value si intende il Valore di Mercato con l’assumption speciale che la proprietà sia completamente libera e immediatamente disponibile, a prescindere dalla sua effettiva situazione locativa.

In relazione alle caratteristiche, alle destinazioni d'uso ed alle potenzialità di utilizzo dell’immobile, per la determinazione del Valore di Mercato è stato adottato il seguente approccio:

– **metodo della trasformazione**

Per Valore di Trasformazione si intende il Valore di Mercato del bene nell'ipotesi della sua trasformazione secondo l'utilizzo previsto dagli strumenti urbanistici.

Il Valore di Trasformazione si ricava determinando il Valore di Mercato finale della proprietà dopo la trasformazione, dedotti i costi da sostenere per realizzare la trasformazione stessa, tenendo conto della componente di rischio correlata alla aleatorietà dei tempi di realizzazione dell'intervento ed al futuro andamento del mercato immobiliare.

La valutazione ha considerato l’immobile nello stato di disponibilità in cui esso si trova alla data di riferimento della stima, e pertanto libero e immediatamente disponibile.



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 ed internazionale.

### **ORIGINE DEI DATI UTILIZZATI NELLA STIMA**

La stima è basata sui dati tecnici fornitici dalla Committente, di seguito riportati in sintesi. In conformità all'incarico affidatoci, tali dati sono stati considerati corretti ed aggiornati:

- superfici lorde;
- documentazione catastale;
- planimetrie;
- IMU/TASI;
- premi assicurativi;

In particolare, abbiamo desunto dalla documentazione fornitaci i dati relativi:

- alle consistenze degli immobili;
- agli interventi di manutenzione straordinaria/ristrutturazione eseguiti sull'immobile;

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

- ipotesi di valorizzazione;
- canoni e parametri (locazione/vendita) di mercato;
- tassi di capitalizzazione e di attualizzazione;
- costi relativi all'operazione di valorizzazione immobiliare

### **METODOLOGIA DI LAVORO**

Il complesso immobiliare è stato oggetto di sopralluogo diretto (in data 10 Aprile 2019), con la finalità di rilevare le caratteristiche generali e di inquadrare il contesto urbano in cui esso è inserito; parallelamente alla attività di sopralluogo, abbiamo effettuato specifiche indagini di mercato nella zona interessata, anche interpellando, con la necessaria riservatezza, intermediari ed operatori del settore immobiliare e verificando ove possibile casi di transazioni recenti.



Tali informazioni hanno integrato ed aggiornato la banca dati sul mercato immobiliare già in possesso della nostra Società.

Per quanto concerne l'individuazione catastale, la destinazione urbanistica e le consistenze del bene in oggetto, ci siamo avvalsi della documentazione fornitaci dal Committente senza effettuare ulteriori verifiche, presupponendo quindi che quanto trasmessoci sia esatto e completo.

Abbiamo assunto infine che le consistenze immobiliari, corrispondano sostanzialmente alla IPMS 1 (Gross External Area/superficie esterna lorda), come internazionalmente definita.

#### **LIMITI DI INDAGINE E DI RESPONSABILITA'**

Si precisa che non è stata effettuata alcuna verifica circa il titolo di proprietà dei beni stimati, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi; la valutazione presuppone che i beni siano pienamente conformi alla legislazione ed alle normative vigenti, in particolare per quanto concerne la regolarità edilizia, la sicurezza e la prevenzione incendi.

Non abbiamo considerato le eventuali passività ambientali gravanti sulle proprietà in oggetto. Per passività ambientali si intendono i costi da sostenere sia per evitare i danni all'ambiente, sia per sanare situazioni non conformi a quanto prescritto dalle vigenti regolamentazioni.

#### **GRUPPO DI LAVORO**

La presente valutazione è stata elaborata dal seguente gruppo di lavoro:

- Massimo MAESTRI MRICS (n°1279512 dal 2008) - *Coordinatore del Progetto;*
- Luca MORASSI MRICS (n° 6665889 dal 2016) - *Responsabile Tecnico del progetto;*
- Centro Studi PRAXI Real Estate.

L'editing è stato curato dal team di back-office della Sede PRAXI di Milano.



## CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza, è nostra opinione che il Valore di Mercato della proprietà immobiliare ubicata in Pisa, via degli Orafi angolo via Domenico Vernagalli, con riferimento alla data del 31 Marzo 2019, sia pari a:

**€ 2.190.000,00 (euro duemilionicentonovantamila/00).**

### Canone di Mercato

Il Canone di Mercato fa riferimento al complesso immobiliare ultimato in ogni parte, come previsto dall'ipotesi valutativa precedentemente descritta, libero e immediatamente disponibile.

**€-anno 192.000,00 (euro-anno centonovantaduemila/00).**

In conformità con quanto previsto dagli standard di valutazione internazionale, le conclusioni di valore della presente stima non considerano i costi di transazione.

Nell'allegata Relazione di Stima è descritta analiticamente la proprietà immobiliare in oggetto e i procedimenti di valutazione adottati.

Restando a disposizione per ogni chiarimento, ci è gradita l'occasione per porgere distinti saluti.

Milano, 21 Maggio 2019

PRAXI S.p.A.

Geom. Massimo Maestri



# TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO

## Verbale di giuramento perizia stragiudiziale

Modulo per periti non iscritti all'Albo

L'anno 2019 e questo giorno 02 del mese di Luglio, nella Cancelleria dell'intestato Ufficio, avanti al sottoscritto Cancelliere è personalmente comparso il Signor \_\_\_\_\_  
MAESTRI MASSIMO LUCIANO MARIA nato a Milano  
il 11 / 01 / 1967, residente in Rivanazzano Terme prov. (PV)  
in viale Amerigo Vespucci, 27, identificato con documento C.I. n° AX 5569918  
rilasciato da COMUNE DI RIVANAZZANO TERME il 28 / 01 / 2017  
il/la quale esibisce la relazione che precede da lui/lei effettuata in data 21 / 05 / 2019 e  
chiede di poterla asseverare con giuramento.

Ammonito ai sensi di legge<sup>1</sup> il componente presta il giuramento ripetendo le parole "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni e di non aver altro scopo di quello di far conoscere la verità".

Si raccoglie il presente giuramento di perizia stragiudiziale per gli usi consentiti dalla legge.

Letto, confermato e sottoscritto.

02.07.19 024066

Il Direttore Amministrativo  
dott.ssa Antonella Nathansohn

Il dichiarante

Massimo Maestri



### NOTA BENE:

L'ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda il contenuto della perizia asseverata con il giuramento di cui sopra.

Art. 483 c.p.: "Falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico" ed art. 193 c.p.c.



# TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO

## Verbale di giuramento perizia stragiudiziale

Modulo per periti non iscritti all'Albo

L'anno 2019 e questo giorno 02 del mese di Luglio, nella Cancelleria dell'intestato Ufficio, avanti al sottoscritto Cancelliere è personalmente comparso il Signor  
MAESTRI MASSIMO LUCIANO MARIA nato a Milano  
il 11 / 01 / 1967, residente in Rivanazzano Terme prov. ( PV )  
in viale Amerigo Vespucci, 27, identificato con documento C.I. n° AX 5569918  
rilasciato da COMUNE DI RIVANAZZANO TERME il 28 / 01 / 2017  
il/la quale esibisce la relazione che precede da lui/lei effettuata in data 21 / 05 / 2019 e  
chiede di poterla asseverare con giuramento.

Ammonito ai sensi di legge<sup>1</sup> il comparente presta il giuramento ripetendo le parole "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni e di non aver altro scopo di quello di far conoscere la verità".  
Si raccoglie il presente giuramento di perizia stragiudiziale per gli usi consentiti dalla legge.  
Letto, confermato e sottoscritto.

02.07.19 024066

Il Direttore Amministrativo  
dott.ssa Antonella Nathansohn

Il dichiarante

Massimo Maestri



### NOTA BENE:

L'ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda il contenuto della perizia asseverata con il giuramento di cui sopra.

<sup>1</sup> Art. 483 c.p.: "Falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico" ed art. 193 c.p.c.

**Comune di Pisa.**

**Pisa, via degli Orazi ang. via Vernagalli – la MATTONAIA**

**PANORAMICA SUL MERCATO IMMOBILIARE**

MILANO, MAGGIO 2019

## 1. LA SITUAZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

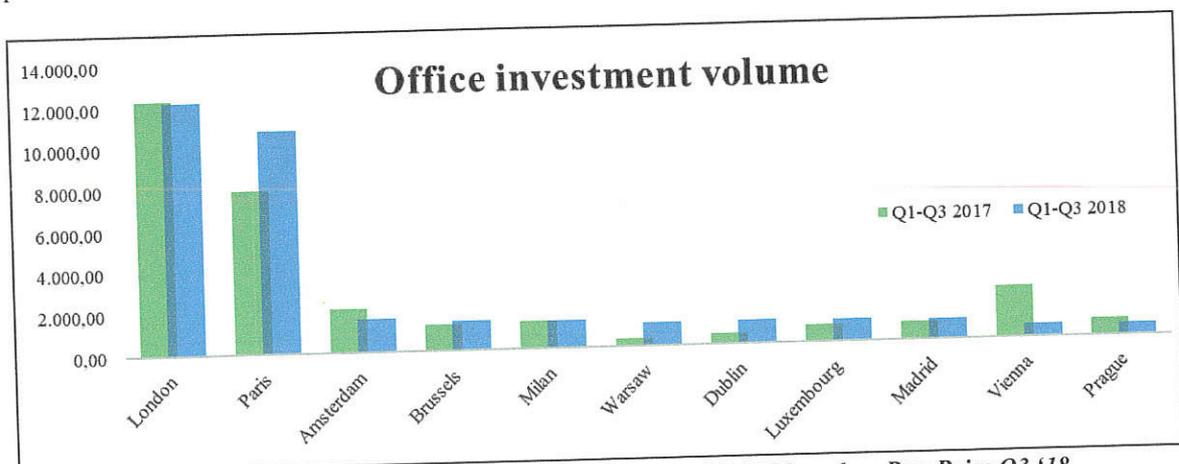
Come noto, le attività immobiliari costituiscono la principale componente della ricchezza delle famiglie italiane (ben oltre il 50% del totale) e continua a rimanere elevata la percentuale di famiglie che vive in abitazioni di proprietà (circa il 75% del totale), anche se in leggera diminuzione rispetto 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.

Il 2018 ha visto un buon trend delle intenzioni di acquisto: le famiglie attualmente in cerca di un'abitazione o che intendono attivarsi nei prossimi 12 mesi sono circa 2,6 milioni, a fronte di uno stock di abitazioni potenzialmente transabili pari a quasi 35 milioni di unità. Tuttavia persistono, in molti casi, mancanze di risorse economiche sufficienti ad accedere alla compravendita o alla erogazione di finanziamenti.

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, innanzitutto legati all'eterogeneità dei dati, a problemi di incongruenza e al gap temporale con cui le statistiche vengono rese disponibili.

Il mercato immobiliare nazionale corre parallelamente ma a distanza rispetto a quello europeo, che, con la crisi ormai alle spalle, ha ripreso a crescere a ritmo più sostenuto di quanto si stia registrando in Italia nel recente periodo, con volumi d'affari inferiori rispetto agli altri principali Paesi.

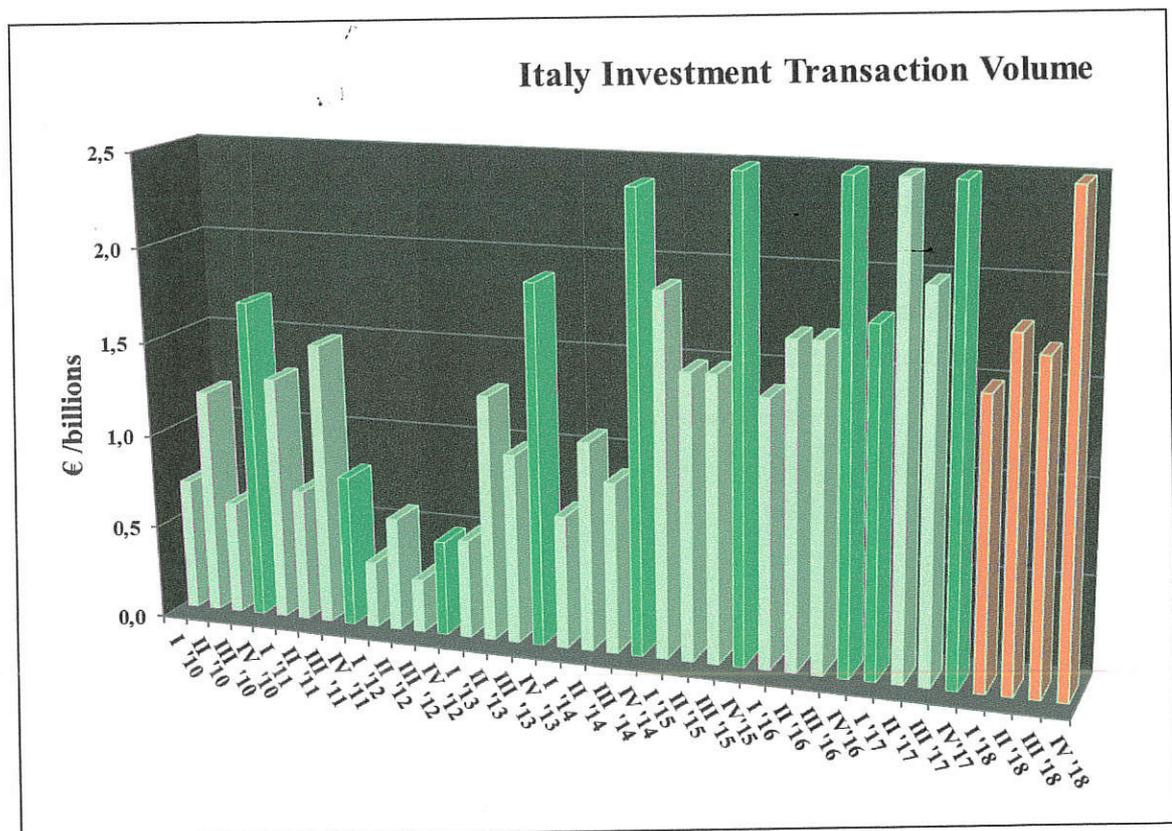
I volumi immobiliari non residenziali transati in Europa, tra il primo e il terzo trimestre del 2018, si attestano a circa 176 milioni di euro, risultato leggermente inferiore rispetto allo stesso periodo del 2017. I dati del Q4 2018 confermano tale prospettiva, in cui l'analogo periodo 2017 ha segnato un dato record che molto probabilmente non verrà ripetuto.



Sul mercato nazionale, il 2018 si è aperto sulla scia della positiva performance del 2017, unitamente al favorevole quadro macroeconomico e il permanere dei tassi di interesse su livelli straordinariamente esigui.

Il repentino deterioramento economico (su tutti le tensioni del commercio globale e la fine del quantitative easing) hanno influito in modo significativo sui risultati del 2018. Con un totale di circa 8,8 miliardi di euro, il volume degli investimenti non residenziali in Italia è diminuito di circa il 22% rispetto all'anno precedente. Si tratta comunque di un discreto risultato, se confrontato con la media dei volumi raggiunti tra il 2015 e il 2016.

Sulla contrazione dei volumi investiti, oltre ai fattori già citati, hanno pesato il periodo di incertezza scaturita dalla fase politica, la quale ha innescato un'inevitabile aumento dello spread, con rallentamento nell'erogazione dei crediti e conseguente rinuncia o ritardo nel completamento di operazioni immobiliari.



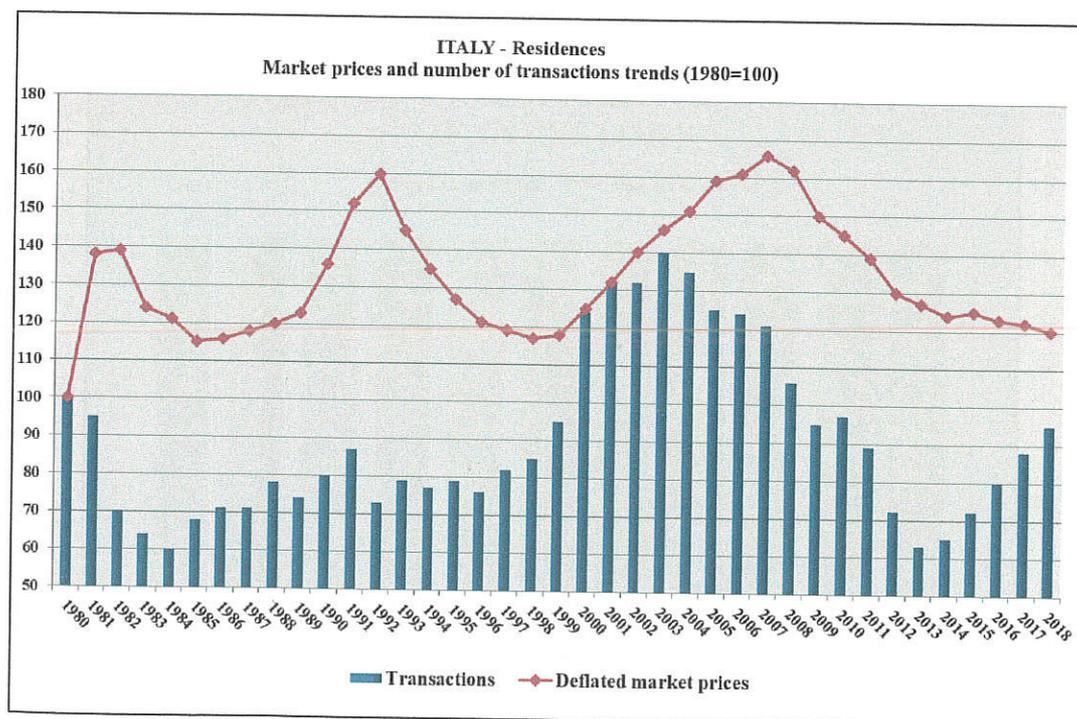
## COMPARTO RESIDENZIALE

I dati diffusi dall'Agenzia delle Entrate sulle transazioni nel campo residenziale, mostrano al terzo trimestre 2018 un bilancio positivo in circa 130 mila compravendite, facendo registrare, rispetto all'analogo trimestre del 2017, una crescita del 6,7%, tendenzialmente superiore a quella del precedente trimestre (+5,6%). Il trend pertanto rimane in costante territorio positivo, con un recupero ininterrotto dal 2013/2014, riassorbendo quasi del tutto le pesanti perdite del 2012. Si stima la chiusura 2018 con un numero di compravendite pari a circa 575.000 mila.

Guardando le otto maggiori città italiane per popolazione, nel primo trimestre 2018 sono state rilevate circa 22 mila transazioni residenziali, generando una variazione del +3,9% rispetto al periodo precedente. Si conferma la tendenza nella disaggregazione capoluoghi/comuni minori, con tassi medi inversamente proporzionali alle dimensioni dei comuni interessati. Il tasso medio, +3,9%, pur in crescita rispetto al trimestre precedente (era +2,5%), risulta inferiore sia di quello nazionale (+6,7%) sia di quello dei capoluoghi di Provincia (+5,5%).

Contrariamente alle previsioni, al dinamismo delle transazioni non ha fatto riscontro un'analogo tendenza dei prezzi che, invece, hanno continuato a flettere anche nel 2018. La rigidità iniziale a fronte del drastico cambiamento di contesto causato dalla crisi ha, di fatto, compromesso le possibilità di rimbalzo, finendo inevitabilmente per allungare a dismisura i tempi per l'approdo al punto di inversione ciclica.

Ancora oggi, permangono infatti squilibri tra aspettative dell'offerta e disponibilità della domanda, che nemmeno l'impennata di quest'ultima è stata in grado di annullare.



*Elaboration by PRAXI based on various sources*

I trend sui prezzi dell'anno precedente si confermano quindi stabili nel 2019: i maggiori ribassi sono previsti a Genova (-3,3%) e Palermo (-3%), seguite da Napoli (-1,9%), Roma (-1,5%) e Bari (-0,5%). Buona invece la performance di Bologna (+1%). Prezzi sostanzialmente stabili a Milano e Torino.

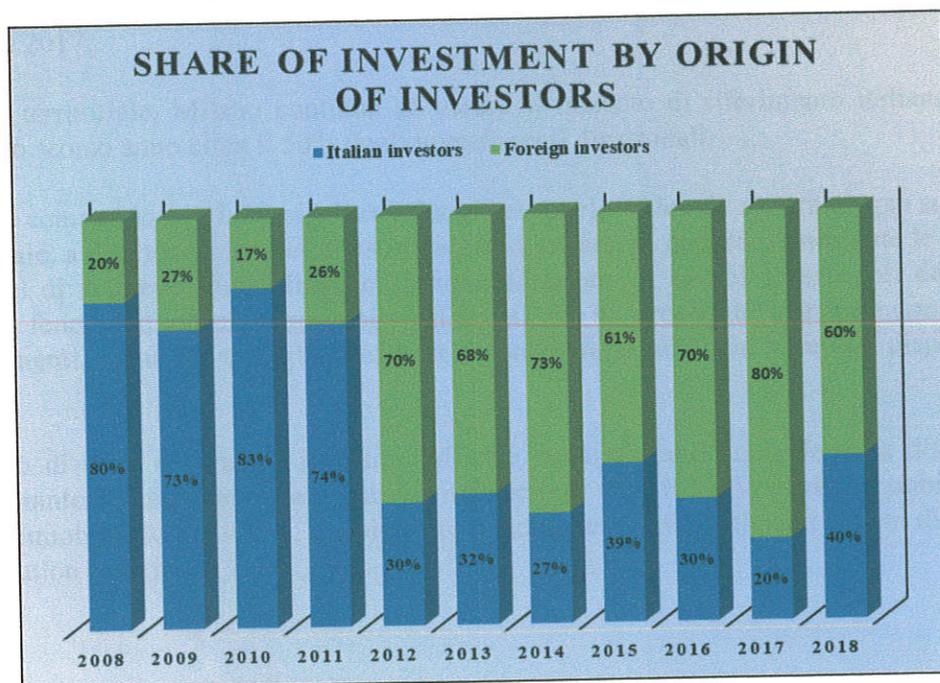
L'andamento è guidato dalle zone centrali e/o di pregio delle città maggiori. Arrancano ancora le periferie e le aree provinciali esterne ai capoluoghi, per le quali non si percepisce ancora un deciso slancio verso la ripresa.

Le previsioni per il 2019 sono improntate ad un'ulteriore crescita delle compravendite rispetto all'anno precedente a Bologna, Palermo, Roma, Bari e Genova e ad un mercato stabile per quanto riguarda le altre città. Sui prezzi di vendita prevalgono le opinioni di stabilità sui livelli attuali, fatto salvo segnali più ottimisti a Milano e più pessimisti a Napoli.

#### COMPARTO NON RESIDENZIALE

L'andamento degli investimenti non residenziali in Italia è aumentato a partire dal 2014 ed ha raggiunto la quota record di oltre 11 miliardi nel 2017. Come prevedibile, il volume complessivo transato nel 2018 è diminuito, attestandosi a circa 8,8 miliardi di euro.

L'incertezza economica degli ultimi mesi, sommata alla ancora rilevante scarsità di immobili di classe A, hanno ridimensionato i livelli di attività. L'insufficienza di prodotto di qualità è ormai conclamata, al punto che buona parte degli immobili venduti è al terzo o quarto passaggio di proprietà dal 2000 ad oggi, senza che vi sia stato, nel frattempo, un adeguato incremento dello stock di prodotto con idonee caratteristiche per le esigenze degli investitori.



*Elaboration by PRAXI based on various sources*

Gli investitori stranieri (principalmente da Francia, Germania, Stati Uniti e Gran Bretagna) si confermano come i principali player del mercato corporate italiano, con un'incidenza che, seppure in lieve contrazione rispetto al 2017, si è comunque attestata al 60%, ricercando (oltre a immobili "core", limitati in termini numerici) anche immobili "value added", "opportunistic", sviluppi edilizi e portafogli di NPE (Non Performing Exposure, ovvero i crediti deteriorati). Gli investitori domestici sono rappresentati da fondi immobiliari e società private, mentre il resto del mercato è sostenuto prevalentemente da fondi immobiliari e REIT stranieri.

La compressione dei rendimenti, iniziata nel 2016, è ancora in atto ed è dovuta anche alla ricerca di redditività da parte degli investitori che negli altri Paesi trovano yield ancora più contenuti, diventando quindi sinonimo di fiducia verso il mercato italiano.

Pur in presenza di un'importante incertezza nazionale e internazionale, gli investitori rimangono attivi con una volontà di diversificare verso altri prodotti (come la logistica o l'healthcare). Tuttavia la compressione degli yield ha spinto il mercato verso una fase di soft landing, con volumi più ridotti.

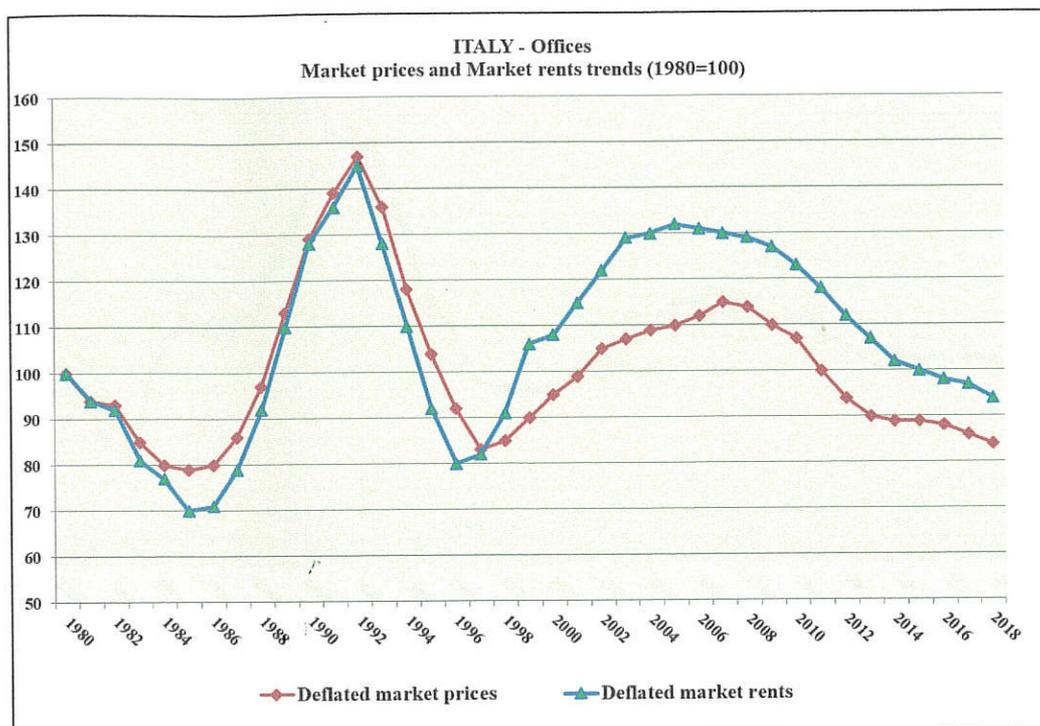
In termini di asset class, uffici e commerciale si confermano tra le scelte preferite degli investitori. In particolare, oltre all'ottimo trend dell'high street retail, l'interesse è orientato per i centri commerciali: nei prossimi cinque anni, si stima che verranno immessi 1,5 milioni di mq di nuova GLA sul mercato nazionale, secondo format di moderna concezione.

Il 35% circa dei volumi transati nel mercato corporate durante il 2018 riguarda il comparto **terziario**, che sviluppa un fatturato di 3,4 milioni, una contrazione sul volume totale del 17% rispetto al 2017.

A livello territoriale, Milano continua ad essere il mercato di riferimento italiano, avendo raccolto lo scorso anno circa il 50% degli investimenti direzionali.

Il dato, se comparato con i principali capoluoghi europei, evidenzia ancora un gap sulla media continentale, a dimostrazione della insufficienza di offerta di qualità (nonostante le numerose operazioni di sviluppo immobiliare e di riqualificazione di edifici preesistenti degli ultimi anni). Un fenomeno già osservato nei mesi scorsi che ha provocato una forte compressione dei rendimenti, in quanto tutti gli investitori si concentrano sui pochi immobili disponibili sul mercato.

Dal punto di vista dei valori, il settore uffici è rimasto stabile o in leggera discesa, e si prevede mantenga una sostanziale stabilità nel corso di tutto il 2019, dove per stabilità non si intende immobilismo dei valori, ma piuttosto solidità dei rendimenti e dei canoni di locazione per le location principali.



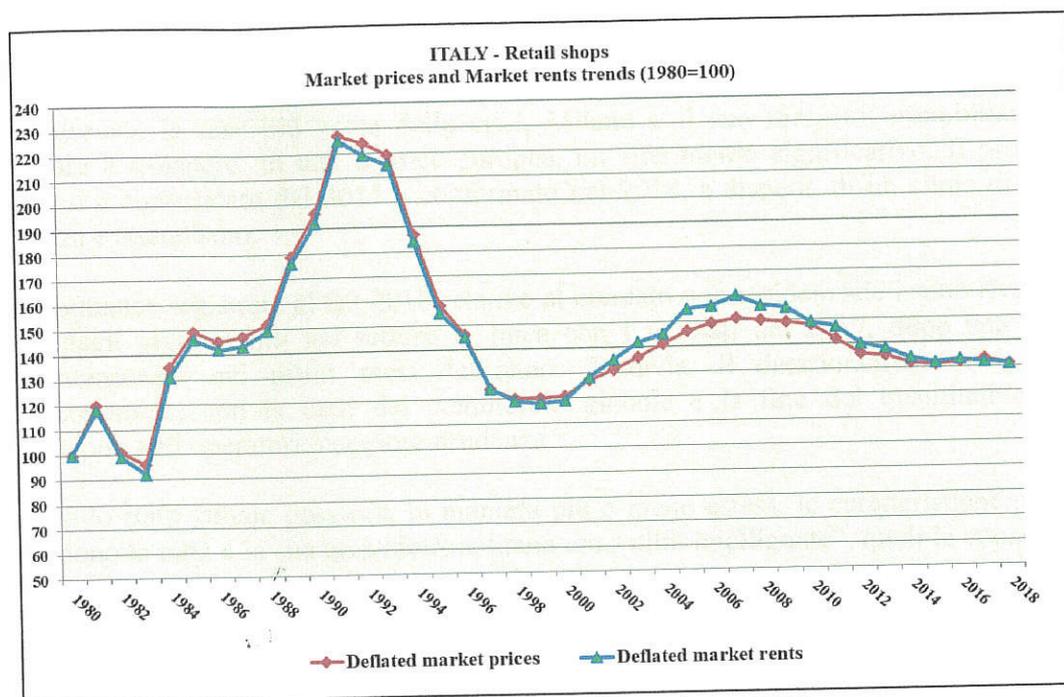
Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una graduale discesa dei canoni per effetto delle rinegoziazioni dei contratti di affitto, richieste dagli inquilini, al fine di ottenere degli sconti sui canoni in essere, ma dal 2016 questa tendenza al ribasso sembra essersi alquanto attenuata per il comparto direzionale (soprattutto per quanto riguarda gli immobili di migliore qualità).

L'andamento del mercato corporate direzionale si caratterizza sempre più per l'orientamento della domanda verso immobili *prime* (o *grade A*), difficilmente individuabili nello stock presente sul territorio italiano, se non in specifiche location come Milano e Roma, in cui gli immobili ad uso direzionale sono sempre più assimilabili alle "trade related properties" in cui l'immobile è diventato componente funzionale del business e non può più essere considerato un semplice involucro. Sempre più spesso si rinuncia volentieri a qualche metro quadro in favore di una maggiore flessibilità e di spazi riqualificati e sostenibili, con certificazioni ambientali.

Il mercato immobiliare **commerciale (retail)** ha registrato una sostanziale fase stabile nelle quotazioni dei prezzi, iniziata già nel 2016, dopo oltre un lustro in continua discesa.

Anche nel 2018 il retail continua ad essere un target per gli investitori, con volumi transati pari a 2,2 milioni di euro (-6% rispetto al 2017). Il dato negativo può essere letto probabilmente con la contrazione economica dei consumi.

Tra le contrattazioni, particolare riferimento ai Centri Commerciali, il cui sviluppo ha generato una nuova GLA pari 127.000 mq.



Per quanto riguarda il segmento delle high street, le città principali si confermano Milano, Roma, Venezia, Firenze e in minor misura anche Torino, dove l'interesse degli investitori è alimentato dalla dinamicità del mercato delle locazioni e dal trend positivo dei canoni, sostenuti dai flussi turistici che caratterizzano queste città.

Il Nord traina il settore immobiliare retail italiano con in testa la città prime di Milano, la cui High Street Via Monte Napoleone raggiunge il prime rent di 10.750 €/mq/anno. Per quanto riguarda il Centro, invece, la migliore performance viene registrata nella città di Roma con Via dei Condotti che raggiunge gli 8.400 €/mq/anno. Infine, spostandoci sul Sud e sulle Isole, il canone più alto viene registrato a Porto Cervo con i 2.500 €/mq/anno nella Piazzetta.

Una decrescita degli investimenti nel corso 2018 è stata marcata dal settore **produttivo**, costituito prevalentemente da capannoni e industrie, con un tasso tendenziale pari al -10%. Il dato 2017 però era in buona parte costituito da operazioni di un singolo player. Al netto dello stesso, si registra l'ennesimo segno positivo, ininterrotto dal 2012.

Il trend positivo del comparto è senza dubbio merito del settore logistico, rivelazione degli ultimi anni, in linea con i trimestri precedenti. I canoni locativi hanno raggiunto anche aumenti annui nell'ordine del 5% su piazze come Milano, Verona e Bologna.

### 1.1. MERCATO IMMOBILIARE DI MILANO

Anche durante la fase più acuta della crisi, Milano e il suo mercato immobiliare hanno continuato a rimanere, in una cornice europea, un riferimento significativo. Il processo di crescita si è consolidato dal 2017 e confermato nel 2018, a dispetto di un clima di maggior incertezza e attendismo.

Le performance registrate al Q3 2018 relative al mercato non residenziale hanno rivelato una ripresa degli investimenti nel settore in linea con i risultati del 2017, dopo una partenza sottodimensionata nei primi mesi dell'anno. Tuttavia, il deterioramento del contesto macroeconomico, con la crisi del commercio globale e la fine del quantitative easing, suggeriscono agli operatori maggiore prudenza.

Milano allo stato attuale possiede, in maniera più o meno estesa, le caratteristiche principali che rendono la città e la sua area metropolitana una "città intelligente", quali le connessioni e l'accessibilità, sia dal punto di vista tecnologico ma anche economico e infrastrutturale, il capitale umano, le politiche ambientali ed energetiche, soprattutto in merito allo sviluppo sostenibile e al risparmio energetico, oltre che al riuso e il recupero di aree degradate, e la semplificazione della Pubblica Amministrazione.

Nel corso dei primi tre trimestri del 2018 si è sostanzialmente confermato il trend positivo di crescita degli investimenti *corporate* per la città e l'hinterland milanese che era stato già registrato nel 2017 (€ 3,6 mld, +14,5% rispetto al 2016). I capitali investiti al Q3 2018 sono stati circa 2 miliardi di euro e hanno consolidato Milano come uno dei mercati più interessanti per gli investitori internazionali. I livelli sono sostanzialmente in linea con quelli del 2017 e superiori alle medie quinquennali e decennali (rispettivamente +15% e +55%). Il mercato è stato in prevalenza alimentato da investitori stranieri, in particolare REITs (54,5%) e fondi stranieri (16%).

Il volume di transazioni (take-up) per gli uffici nel corso dei primi tre trimestri del 2018 è stato di circa 320.000 metri quadri, in crescita di quasi il 25% rispetto allo stesso periodo del 2017, annata che con i suoi 350.000 metri quadri transati complessivi aveva fatto registrare un'ottima performance (+20% rispetto al 2016, inferiore solo al 2015, fortemente influenzato dall'operazione di assorbimento degli spazi di City Life).

Per quanto riguarda i canoni prime, nel CBD Duomo si sono raggiunti i 550 €/mq-anno con punte di 580 €/mq-anno. In generale si registra una sostanziale stabilità nei valori, con 510 €/mq-anno nel CBD Porta Nuova, 420 €/mq-anno nel centro, 350 €/mq-anno nel semicentro e 280 €/mq-anno nella periferia.

Secondo quanto osservato dagli operatori riguardo i rendimenti netti prime, si rileva un'ulteriore compressione che porta a 3,30% e 3,75% il rendimento per i CBD Duomo e CBD Porta Nuova, mentre il centro, il semicentro e la periferia registrano valori netti rispettivamente pari al 4%, 4,40% e 6%.

Per quanto il comparto *retail*, al Q3 2018 esso rappresenta il 21,8% degli investimenti totali. Va opportunamente ricordata la peculiare situazione delle top location per quanto riguarda l'high-street retail ("Quadrilatero" e San Babila/corso Vittorio Emanuele); Milano continua a rimanere una delle piazze più ricercate a livello europeo non solo dai marchi del lusso ma anche dalle catene internazionali di abbigliamento e delle moda essendo, infatti, la terza città europea per numero di luxury brand presenti nelle strade a maggiore traffico pedonale, dopo Londra e Parigi.

Va considerato che per le high street del lusso, il turnover delle insegne è contenuto e si registra maggiore flessibilità dei canoni di locazione, spesso con affitti variabili in funzione del fatturato.

Il 2018 ha visto consolidarsi il percorso di lenta crescita del mercato *residenziale*, seppure con dinamiche inferiori rispetto all'ultimo biennio. Un generale "attendismo", associato ad un probabile aumento della rischiosità percepita scaturita da fattori esogeni legati al contesto attuale di incertezza, si è diffuso in particolare nel secondo semestre. Si riscontra inoltre una maggiore difficoltà nelle procedure di erogazione del credito e di chiusura delle trattative, come rilevabile dalla stabilizzazione dei tempi medi di vendita.

Con riferimento al numero di transazioni, nel 2018 si è registrato un andamento positivo, in continuità con i risultati riscontrati nell'ultimo quadriennio, in cui si è assistito ad un costante aumento delle compravendite, stimate a quota 36.000, ovvero circa il 8,4% in più rispetto al 2017.

Nonostante un aumento dell'offerta, che complessivamente si attesta a 42 mila unità per il 2018 (+7,7% rispetto allo scorso anno), il tasso di assorbimento sale dal 85,1% del 2017 al 85,7% per il 2018.

## 1.2. MERCATO IMMOBILIARE DI ROMA

I dati relativi al mercato immobiliare della Capitale nel 2018 evidenziano dei risultati generalmente in flessione rispetto al 2017.

Il volume degli investimenti corporate complessivi al Q3, pari a 1 miliardo di euro, è inferiore del 12% rispetto allo stesso periodo del 2017. Il comparto uffici ha subito un ulteriore rallentamento in termini di assorbimento dello stock disponibile sul mercato, ad eccezione delle zone centrali di maggior pregio e dotate di infrastrutture e servizi.

Gli investitori che si affacciano sull'Italia guardano anche al mercato della Capitale, ma spesso devono ripiegare su altre città a causa della mancanza di prodotto adatto alle loro esigenze. Solo il 20% degli spazi attualmente disponibili sono qualitativamente adeguati (grado A). L'offerta di immobili moderni ed efficienti nelle zone centrali è molto limitata e per piccole superfici.

Sono presenti poi numerosi progetti direzionali su tutte le direttrici della città, ma i lavori risultano prevalentemente bloccati a causa della mancanza di domanda corrispondente e di difficoltà degli iter burocratici.

Bisogna ricordare che la situazione capitolina è aggravata dal fatto che, mentre nelle altre grandi città la crisi del settore immobiliare è iniziata a partire dal 2007/08, a Roma i primi consistenti segnali di contrazione del mercato si sono manifestati già durante l'anno precedente. Come nel resto del Paese, anche a Roma l'attività degli investitori nazionali è calata a partire dal 2013 lasciando spazio agli investitori internazionali. Per quanto riguarda la distribuzione tra le asset class, l'attenzione sta mano a mano virando verso il settore residenziale e alberghiero. L'interesse degli investitori, infatti, viene attirato da un prodotto come l'alberghiero dalle quattro alle cinque stelle delux.

Nella Capitale tuttavia rimane sempre importante la richiesta di spazi da parte della Pubblica Amministrazione e del settore pubblico allargato, il quale ha contribuito a sostenere il mercato delle locazioni in questo periodo di crisi, che ha prodotto evidenti effetti sulla domanda di uffici da parte del settore privato. In ogni caso, la realizzazione di nuovo prodotto potrebbe attirare nuove tipologie di tenant e favorire uno sviluppo più simile a quello di Milano.

Dopo una buona performance registrata nel 2017, il volume di assorbimento degli uffici al terzo trimestre del 2018 si è attestato su 113.000 metri quadri, in diminuzione del 13% rispetto allo stesso periodo del 2017. Il 2018 ha difatti visto una sostanziale assenza di grandi transazioni, legata all'attività ridotta del settore pubblico. Il livello di take-up è comunque superiore alla media quinquennale (+23%) e decennale (+22%) per quanto riguarda i primi nove mesi dell'anno.

Dal punto di vista degli sviluppi, risultano in pipeline circa 113 mila mq circa in costruzione/ristrutturazione che dovrebbero essere ultimati entro il 2019. La tendenza prevalente si conferma quella di avviare processi di sviluppo solo se pre-let (cioè con la maggior parte dei tenant già individuati e impegnati, almeno in via preliminare).

Il tasso di vacancy al Q3 2018 è pari a 8,3% per la città, in lieve aumento rispetto al 2017, con livelli più bassi nei mercati più centrali (3,6% CBD e 4,5% centro). La maggioranza delle superfici sfitte è di qualità inferiore (grado B o C), mentre soltanto il 20% degli spazi attualmente disponibili sono di grado A per un totale di circa 140.000 metri quadri, che si riducono a 20.000 metri quadri se si prendono in considerazione solo le zone CBD, centro e semicentro.

Dal punto di vista dei canoni, essi si sono mantenuti sostanzialmente stabili nelle zone del centro, dell'EUR e del semicentro, mentre hanno registrato un tendenziale calo nelle location più periferiche e meno pregiate. Anche i rendimenti netti *prime* non hanno fatto segnare variazioni rilevanti.

Il mercato residenziale di Roma si contraddistingue rispetto a quello nazionale per scarsità di nuovi progetti di alta gamma in top location e vetustà dello stock disponibile, ma anche per una percentuale di proprietari superiore alla media nazionale, con circa il 70% degli appartamenti romani abitato dai rispettivi proprietari. La città capitolina, al pari di Parigi e

Londra, funge ancora da polo di attrazione per investitori stranieri e nazionali soprattutto per quanto concerne gli edifici più esclusivi del mercato. La restante parte del mercato immobiliare locale ha invece risentito dell'incertezza economica degli ultimi anni.

Il mercato residenziale capitolino ha evidenziato nella seconda parte del 2018 un generale rallentamento osservabile in tutti i comparti, a dispetto dei timidi segnali di miglioramento riscontrati nel 2017 e nella prima parte del 2018, che erano stati resi evidenti da un'attenuazione nella flessione dei valori e dalla diminuzione dei tempi medi di transazione.

I volumi di compravendite secondo i dati dell'Agenzia delle Entrate dovrebbero attestarsi sui livelli del 2017, interrompendo la crescita cominciata nel 2013 e rivedendo in negativo le stime di circa 38.000 transazioni per il 2018. Lo stock di immobili residenziali a Roma nel 2018 è ampio e in crescita rispetto all'anno precedente.

La dinamica dei prezzi e dei canoni permane in un fenomeno di stagnazione, con variazioni negative in quasi tutte le zone della città ad eccezione di alcune circoscrizioni centrali e semicentrali. Si registra un -0,3% medio rispetto al 2017 per quanto riguarda i valori di compravendita; -0,5% invece la contrazione media relativa ai canoni di affitto. La performance peggiore si osserva certamente nella periferia, il cui trend negativo cominciato con la crisi del 2008 si conferma anche nel 2018 sia per quanto riguarda i prezzi di vendita che i canoni di locazione.

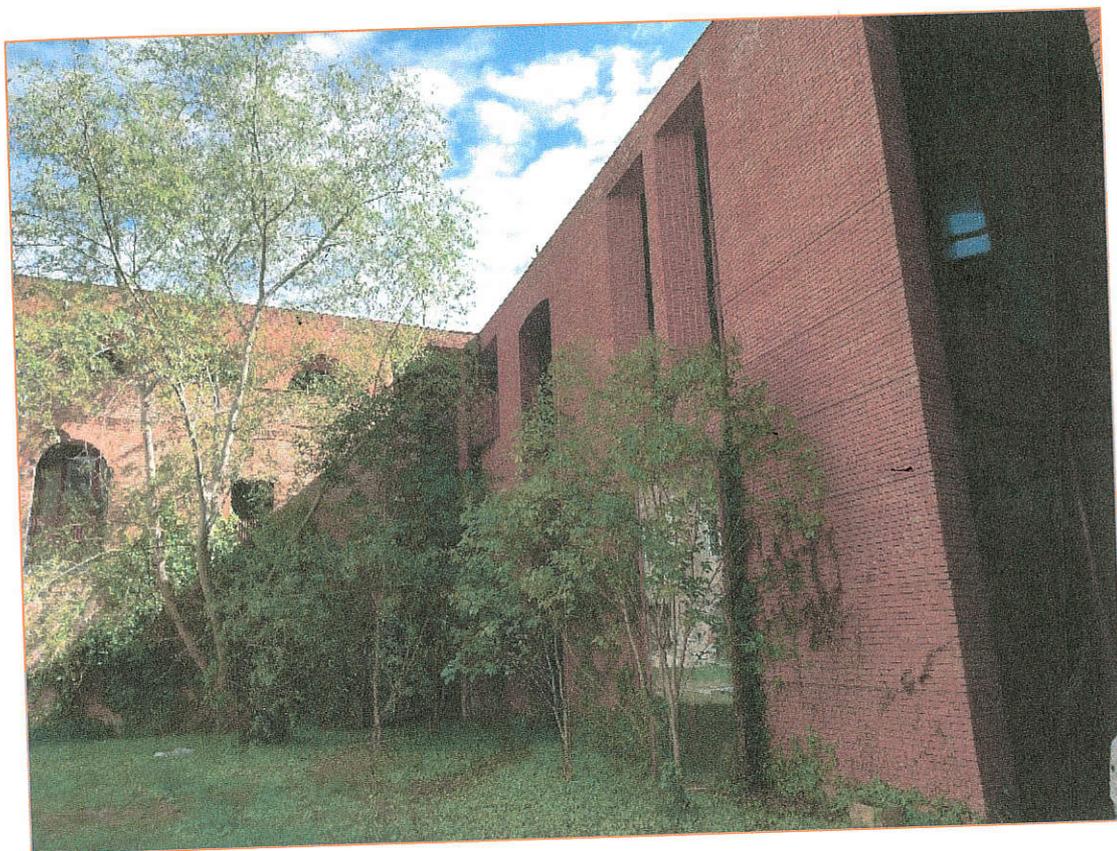
**Comune di Pisa.**

**Pisa, via degli Orafi ang. via Vernagalli – la MATTONAIA**

**RELAZIONE DI STIMA**

MILANO, MAGGIO 2019

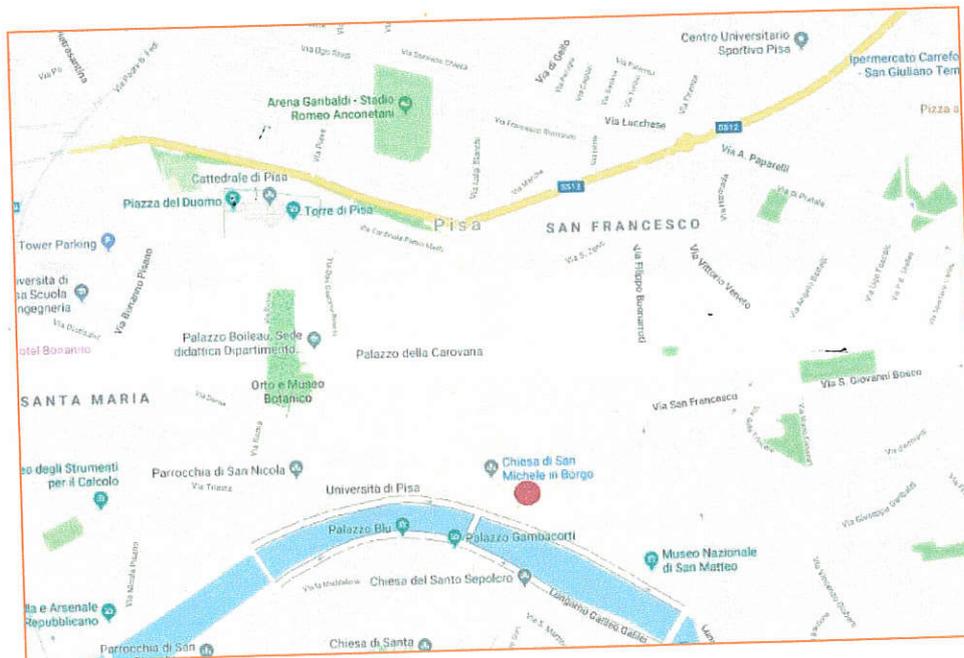
**Pisa, via degli Orafi angolo via Domenico Vernagalli**  
**“La Mattonaia”**



## 1. UBICAZIONE

La proprietà è costituita da un complesso immobiliare di proprietà del Comune, un ambito polifunzionale attualmente in stato di degrado denominato "Mattonaia", posto alle spalle della Chiesa di San Michele in Borgo, tra vicolo Vernagalli, via degli Orafi e via Sant'Orsola.

La zona è posta nel centro storico della Città, in posizione baricentrica tra borgo Stretto, il teatro Verdi ed il lungarno all'altezza del Ponte di Mezzo, nel Quartiere San Francesco, caratterizzato da edifici prevalentemente residenziali con presenza di attività commerciali a livello strada e attività pubbliche (Tribunale, Comando Carabinieri).



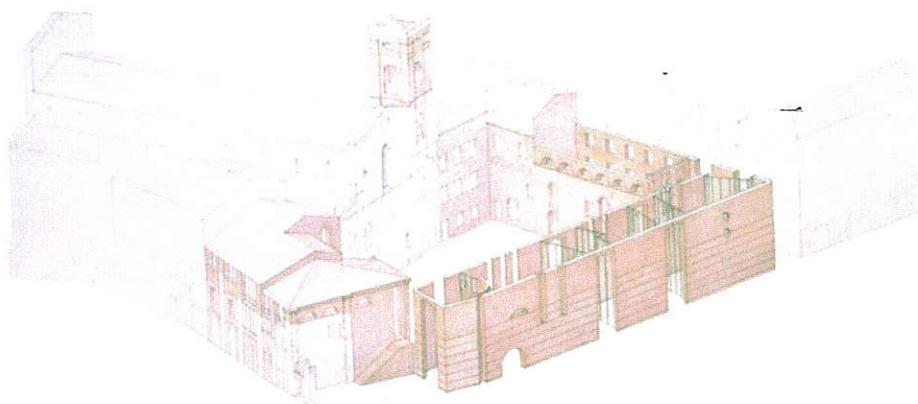


## 2. DESCRIZIONE GENERALE

### 2.1. SCHEDA TECNICA

Il complesso è il risultato della riqualificazione della ristrutturazione di un isolato parzialmente distrutto durante la seconda guerra mondiale, che comprende parti di resti medievali del XIII secolo, e parte della Chiesa di San Michele in Borgo, oltre a corpi di nuova costruzione. È costituito da tre corpi a tre piani che insieme alla chiesa adiacente delimitano una nuova piazza di forma quadrangolare, quest'ultimo attualmente a verde incolto.

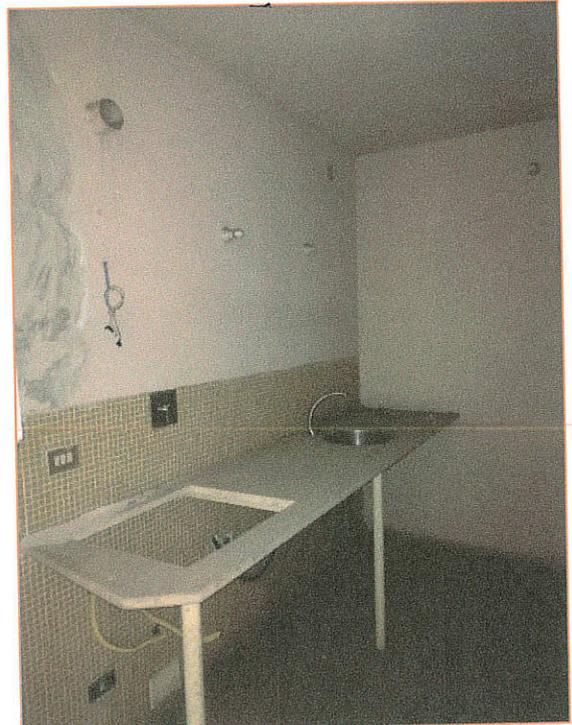
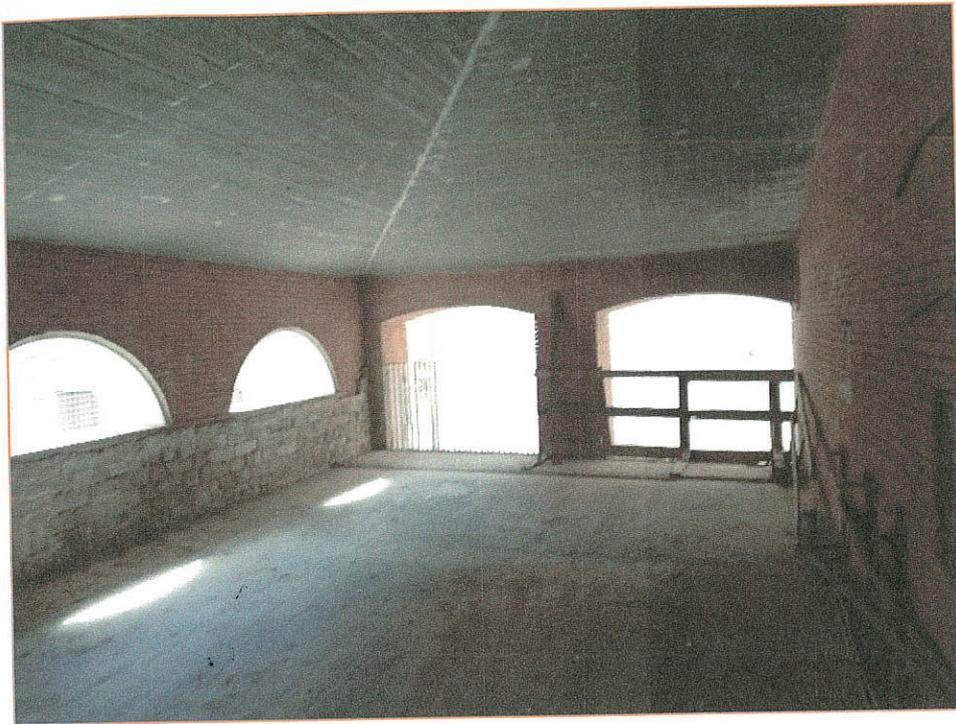
Il corpo a nord su via Sant'Orsola è destinato ad abitazioni dotate di terrazzi, a est su via degli Orafi il fabbricato dispone a piano terra di ampi volumi destinati ad attività commerciali, ai piani superiori abitazioni sviluppate su due piani, a sud su via Vernagalli sono posti spazi commerciali al piano terra e abitazioni ai piani superiori, al rustico e privi di finiture e impianti.

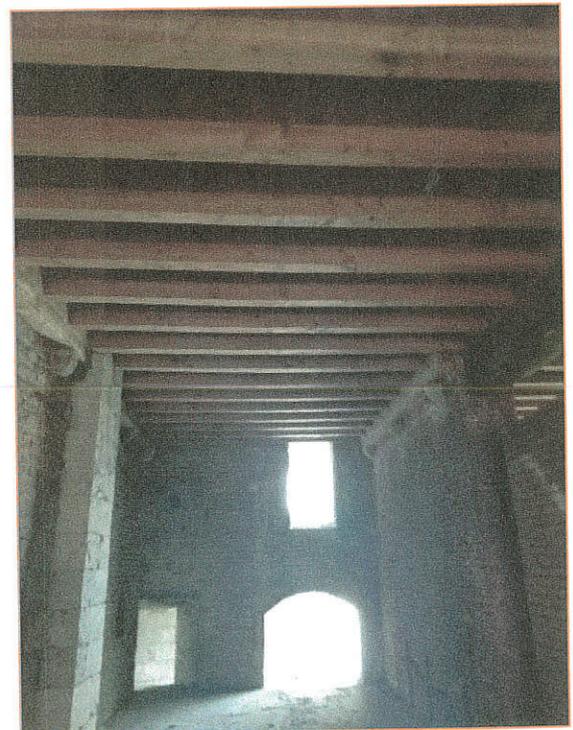
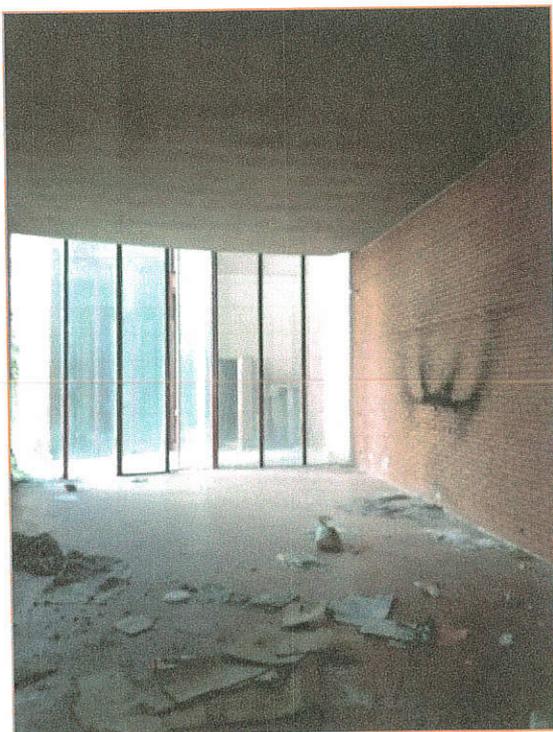
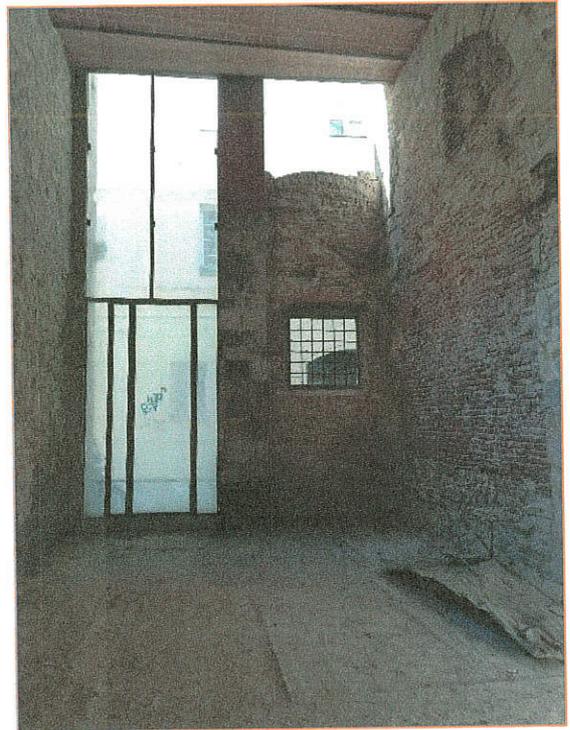
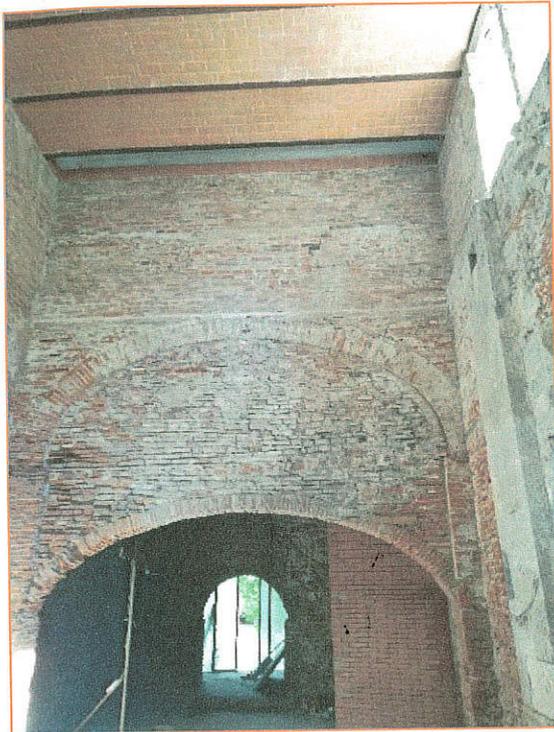


La proprietà versa in stato di abbandono, si evidenzia un generale stato di manutenzione e conservazione insufficiente, aggravato da episodi di vandalismo.









## 2.2. CONSISTENZE

Le consistenze immobiliari sono state rilevate dalla documentazione resa disponibili dalla Proprietà.

Di seguito sono riportate in sintesi:

UBICAZIONE	n.	PIANO	DESTINAZIONE	SUL	SOPPALCO	TERRAZZA	TOTALE	
				[mq]	Sul [mq]	Sul [mq]	Sul [mq]	
VIA DEGLI ORAFI	1	P.T.	FONDO COMMERCIALE	68,95				
	2	P.T.	FONDO COMMERCIALE	47,93				
	3	P.T.	FONDO COMMERCIALE	70,22			187,10	
	3	1°/2° P	APPARTAMENTO	117,78				
	4	1° P	APPARTAMENTO	91,33				
	9	2° P	APPARTAMENTO	93,25		3,49		
	2	1° P	APPARTAMENTO	66,73		4,13		
	8	2° P	APPARTAMENTO	66,73		4,13	447,57	
	B		SERVITU' DI PASSO	22,80				
	C		SERVITU' DI PASSO	48,95				
	D		SERVITU' DI PASSO	66,81			138,56	
	BALLATOIO	1°	PARTI COMUNI	3,49				
	BALLATOIO	2°	PARTI COMUNI	3,49				
	SCALA B		PARTI COMUNI	8,55			15,53	
VIA SANT'ORSOLA	1	1° P	APPARTAMENTO	128,65				
	7	2° P	APPARTAMENTO	127,63		8,16	264,44	
							49,57	
	A		SERVITU' DI PASSO	49,57				
	SCALA A		PARTI COMUNI	7,07				
	BALLATOIO	1°	PARTI COMUNI	5,06				
	BALLATOIO	2°	PARTI COMUNI	7,23			19,36	
VIA VERNAGALLI	4	P.T.	FONDO COMMERCIALE DA COMPLETARE	90,00	24,00			
	5	P.T.	FONDO COMMERCIALE DA COMPLETARE	31,15	14,00			
	6	P.T.	FONDO COMMERCIALE DA COMPLETARE	34,76				
	7	P.T.	FONDO COMMERCIALE DA COMPLETARE	25,60			181,51	
		5	2° P	APPARTAMENTO DA COMPLETARE	126,44			
		6	1° P	APPARTAMENTO DA COMPLETARE	106,12			
		10	2° P	APPARTAMENTO DA COMPLETARE	78,83		2,40	
		11	2° P	APPARTAMENTO DA COMPLETARE	98,67		9,68	410,06
		SCALA C		PARTI COMUNI	17,43			
		LOCALE ENEL		PARTI COMUNI	16,51			
		SCALA ESTERNA APP. 5		PARTI COMUNI	9,61			43,55
				1.737,34	38,00	31,99	1.757,25	



### 2.3. IDENTIFICAZIONE CATASTALE

L'immobile in oggetto risulta così individuato presso l'Agenzia delle Entrate:

Ufficio Provinciale di **Pisa** – Territorio

Comune di **Pisa**

#### Abitazioni

**Foglio** 125  
**Mappale** 37  
**Sub** 39, 46, 50÷58  
**Categoria** A/02

#### Fondi commerciali

**Foglio** 125  
**Mappale** 37  
**Sub** 40÷43, 45, 47, 48  
**Categoria** C/01



### 3. INDAGINE MERCATO

Per l'elaborazione della valutazione della proprietà immobiliare in oggetto abbiamo sviluppato una specifica indagine di mercato sui parametri di vendita delle abitazioni e inerenti i canoni locativi dei fondi commerciali, i cui risultati sono riportati di seguito in sintesi.

Tipo	V/A	Richiesta (euro)	Superficie (mq)	Parametro	Indirizzo o Zona	Manutenzione	Note
Abitazione	Vendita	950.000	250	3.800	via Cavour	Nuovo	Asking price
Abitazione	Vendita	720.000	230	3.150	via Verdi	Ristrutturato	Asking price
Abitazione	Vendita	330.000	100	3.300	via Cavour	Ristrutturato	Asking price
Abitazione	Vendita	230.000	80	2.900	via Verdi	Buone	Asking price
Fondo	Affitto	19.000	120	160	Borgo Stretto	Buone	Asking price
Fondo	Affitto	9.000	50	180	Borgo Stretto	Buone	Asking price
Fondo	Affitto	18.000	90	200	piazza Garibaldi	Buone	Asking price



#### 4. VALUTAZIONE

La valutazione è stata condotta applicando il **metodo della trasformazione**, approccio tipico per immobili trasformabili / da valorizzare.

Per immobili trasformabili/da valorizzare si intendono gli immobili che necessitano (o per i quali è comunque opportuno, in ottica di migliore valorizzazione) di interventi edilizi di sostanziale entità, finalizzati alla realizzazione di un bene significativamente diverso (per caratteristiche, dimensioni, destinazione d'uso, ecc.) da quello attuale.

Gli immobili trasformabili/da valorizzare sono stati stimati sulla base del criterio del Valore di Trasformazione, per il quale il Valore del bene deriva dall'attualizzazione del cash flow (DCF) generato dall'operazione di sviluppo immobiliare, sulla base dei ricavi attesi e della sommatoria dei costi da sostenere per realizzare la trasformazione; un appropriato tasso di attualizzazione considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione.

Gli elementi essenziali dei progetti/ipotesi progettuali di trasformazione/valorizzazione sono stati desunti dalla documentazione fornitaci dalla Committente, che abbiamo assunto come completa ed aggiornata. Abbiamo comunque verificato la sostanziale fattibilità delle ipotesi di valorizzazione, basandoci sulla documentazione disponibile e su autonome verifiche urbanistico-edilizie.

La componente positiva del DCF è costituita dai futuri **ricavi** da vendita dell'immobile trasformato, che sono stati determinati, in relazione alle specifiche localizzazioni e destinazioni d'uso, a partire o dai redditi locativi potenziali (per il comparto produttivo di ...) o dal reddito teoricamente sostenibile (canone di mercato) sulla base del fatturato potenziale (per ...) o dalle quotazioni correnti di mercato (per tutti gli altri immobili). I canoni locativi teorici, tradotti in valore mediante l'applicazione di adeguati tassi di capitalizzazione, e i prezzi di mercato sono stati proiettati alla data di prevista vendita sulla base di una ragionevole previsione di trend del mercato immobiliare. Nel calcolo dei ricavi di ... abbiamo tenuto conto degli effetti negativi sul reddito complessivo prodotti dalle fasi di "step-up" dei contratti di affitto, che costituiscono uno standard di mercato, soprattutto per attività quali quelle in esame, che devono fisiologicamente affrontare una fase di avviamento, prima di raggiungere la condizione di regime del business (e quindi essere in grado di riconoscere al proprietario dell'immobile l'affitto "pieno").

I costi da sostenere per realizzare la trasformazione/valorizzazione sono stati raggruppati in tre categorie principali: i **costi diretti di costruzione/ristrutturazione** e, ove necessario, di **demolizione** (corrispettivo da riconoscere all'impresa di costruzioni per la esecuzione "chiavi in mano" dei lavori), i **costi di concessione** (importi da versare e/o opere di interesse pubblico da realizzare, per ottenere dal Comune i titoli autorizzativi), e i **costi generali** (oneri professionali per progettazione, direzione lavori, ecc.; costi amministrativi e gestionali); **provvigioni per commercializzazione**.

I costi sono stati da noi stimati, sulla base delle previste caratteristiche degli immobili da realizzare, facendo riferimento ai parametri standard di mercato, nelle diverse aree geografiche interessate. In presenza di specifici contratti di appalto e/o di prestazione professionale, nella stima si sono considerati i costi a carico della proprietà previsti da tali contratti.



La tempistica delle operazioni di sviluppo è stata determinata da nostre autonome considerazioni riguardo alla prevedibile durata dell'iter urbanistico-autorizzativo, ai tempi di realizzazione delle opere e di collocazione sul mercato degli immobili finiti, in relazione alla loro entità e caratteristiche ed agli specifici ambiti urbani in cui essi sono inseriti.

#### VARIABILI MACROECONOMICHE E IMMOBILIARI

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 pubblicate sul numero di Aprile 2019 di Consensus Forecast, edito da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - [www.consensuseconomics.com](http://www.consensuseconomics.com)).

La tabella che segue sintetizza le previsioni relative all'andamento nei prossimi dieci anni delle principali variabili macroeconomiche in Italia.

Italy											
* % change over previous year	Historical					Consensus Forecasts					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025-29 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	0.9	1.1	1.6	0.9	0.0	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Household Consumption*	1.9	1.3	1.6	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
Gross Fixed Investment*	2.1	3.5	4.4	3.4	-0.1	1.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4
Industrial Production*	3.2	1.9	3.6	0.6	-0.5	1.1	1.8	1.2	1.3	1.2	1.2
Consumer Prices*	0.1	-0.1	1.2	1.2	0.9	1.3	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	22.2	42.9	44.9	43.2	42.9	41.7	43.5	40.1	40.0	41.1	42.0
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	1.6	1.7	1.9	2.8	2.7 <sup>3</sup>	3.1 <sup>4</sup>	3.4	3.7	3.8	4.0	4.5

Per quanto riguarda il trend dell'inflazione, nei 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	0,45%	
Trend inflazione 2^ semestre	0,65%	
Trend inflazione 3^ semestre	0,65%	
Trend inflazione 4^ semestre	0,65%	
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,875%	1,75% 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, mentre per il periodo successivo si è assunto sia in linea con quello dell'inflazione, e si è quindi fatto riferimento alle previsioni di Consensus Forecast di cui sopra. Tali misure sono state adottate in quanto le proiezioni sul mercato italiano, anche nel breve periodo, non rappresentano una fonte di informazioni sufficientemente stabile e riscontrabile.

Trend mercato immobiliare 1^ semestre	0,25%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,75%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,875%	1,75%	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 rendimento dei Titoli di Stato a 10 anni è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari, per il 2019, al 2,70% (previsione di Aprile 2018).

* % change over previous year	Italy										
	Historical					Consensus Forecasts					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025-29 <sup>1</sup>
Gross Domestic Product*	0.9	1.1	1.6	0.9	0.0	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Household Consumption*	1.9	1.3	1.6	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
Gross Fixed Investment*	2.1	3.5	4.4	3.4	-0.1	1.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4
Industrial Production*	3.2	1.9	3.6	0.6	-0.5	1.1	1.8	1.2	1.3	1.2	1.2
Consumer Prices*	0.1	-0.1	1.2	1.2	0.9	1.3	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	22.2	42.9	44.9	43.2	42.9	41.7	43.5	40.1	40.0	41.1	42.0
10 Year Treasury Bond Yield, % <sup>2</sup>	1.6	1.7	1.9	2.8	2.7 <sup>3</sup>	3.1 <sup>4</sup>	3.4	3.7	3.8	4.0	4.5



Il trend dell'EurIRS è stato ipotizzato equivalente alla media dei valori degli ultimi dodici mesi, rilevata dalla stampa specializzata, ed è pari allo 1,20% annuo:

### Trend EurIRS ultimi 12 mesi

mag-18	1,34	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <b>media EurIRS</b>  <b>1,20</b> </div>
giu-18	1,30	
lug-18	1,26	
ago-18	1,27	
set-18	1,31	
ott-18	1,36	
nov-18	1,30	
dic-18	1,25	
gen-19	1,14	
feb-19	1,03	
mar-19	0,92	
apr-19	0,88	

#### 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.

#### 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; uffici e negozi high street (trophy asset); ricettivo; grande distribuzione; leisure and entertainment; logistico; produttivo.

Per ciascuna tipologia viene determinato il range di oscillazione del rendimento lordo (cap rate), con riferimento ad un best case e ad un worst case.



All'interno dell'intervallo di cui sopra, il tasso di capitalizzazione del singolo immobile 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.

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.

#### Precisazioni e assumptions

- ❑ Il portafoglio immobiliare è stato oggetto di sopralluogo effettuato in data 10 Aprile 2019.
- ❑ Oggetto di valutazione è il complesso immobiliare "as is", comprensivo quindi delle aree e degli impianti generici di diretta pertinenza (elettrico, termico, idrico, ecc.), così come si presentava alla data del sopralluogo. Sono invece rimasti esclusi dalla valutazione i beni mobili, i documenti, gli archivi ed in generale quanto contenuto negli immobili di cui si tratta.
- ❑ La valutazione fa diretto riferimento al Valore del bene sul libero mercato, in cui un venditore e un acquirente sono privi di legami particolari tra loro.



### Sviluppo valutativo

L'ipotesi valutativa prevede la realizzazione di opere di ristrutturazione e completamento del complesso immobiliare esistente, quindi la cessione delle unità immobiliari.

#### Ricavi

Considerando le caratteristiche dell'immobile in esame, il taglio dimensionale e la localizzazione del bene, abbiamo attribuito un valore unitario di pari a 3.200 €/mq alle superfici a destinazione residenziale e un canone pari a 140 €/mq-anno per gli spazi commerciali.

#### Costi

Per la determinazione dei costi attesi si sono adottati i seguenti parametri unitari di valore:

- |  |             |
|--|-------------|
| • costo di costruzione per le consistenze residenziali ultimate      | 600 €/mq;   |
| • costo di costruzione per le consistenze residenziali da completare | 1.100 €/mq; |
| • costo di costruzione per le consistenze commerciali ultimate       | 500 €/mq;   |
| • costo di costruzione per le consistenze commerciali da completare  | 800 €/mq;   |
| • sistemazioni esterne   | 50 €/mq.    |

L'importo degli oneri di concessione/opere a scapito sono stati forniti dalla Committente, e ammontano a complessivi € 22.000,00.

Nella voce Costi Generali rientrano:

- le spese tecniche (progettazione, direzione lavori, ecc.), assunte nel 8% dei costi diretti;
- le spese generali (amministrative, gestionali, ecc.), assunte nel 3% dei costi diretti;
- i costi di commercializzazione degli immobili finiti; assunti nel 2% dei ricavi.

#### Tempi

Sono stati previsti i seguenti tempi dell'operazione:

- |                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| • iter urbanistico-edilizio   | 1 semestre; |
| • realizzazione/completamento | 2 semestri; |
| • completamento vendita       | 2 semestri; |

#### Tassi

Per l'attualizzazione del flusso di cassa è stato impiegato un tasso, che tiene conto del previsto mix di capitale proprio/capitale di debito (50%/50%), della remunerazione caratteristica di questi capitali e del rischio proprio dell'operazione immobiliare, pari al 12,89%.

Tutto ciò premesso, si riporta di seguito lo sviluppo analitico della valutazione.

**Comune di Pisa**

**Pisa via degli Orafi**

*Valore di Trasformazione al*

*31/03/2019*

**Dati base**

	<b>Consistenze</b>	
Abitazioni completate	7 n.	693 mq
Abitazioni da completare	4 n.	410 mq
Commerciale completato	3 n.	187 mq
Commerciale da completare	4 n.	182 mq

Comune di Pisa  
Pisa via degli Orafi  
Valore di Trasformazione al  
31/03/2019

DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

progressivo anni	0,25	0,75	1,25	1,75	2,25
Trend inflazione	1,0070	1,0140	1,0206	1,0272	1,0338
Trend mercato	1,0025	1,0050	1,0100	1,0151	1,0240

	Incidenza	Realizzazione					Completamento vendite								
		1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.				
<b>COSTI</b>															
<b>COSTI GENERALI</b>															
Spese tecniche	8%	32.500	32.786	32.099	32.099	32.099									
Spese generali	3%	7.250	7.301	7.348	7.396	7.461									
Spese commercializzazione	2%	87.000	0	0	0	0									
<b>Totale Costi generali</b>		<b>39.810</b>	<b>40.087</b>	<b>47.478</b>	<b>51.299</b>	<b>44.520</b>									
<b>ONERI DI CONCESSIONE/OPERE</b>															
Oneri di concessione/opere a scomputo		22.000	22.154	22.154	22.154	22.154									
<b>Totale Oneri di concessione/opere</b>		<b>22.000</b>	<b>22.154</b>	<b>22.154</b>	<b>22.154</b>	<b>22.154</b>									
<b>COSTI DI COSTRUZIONE</b>															
Parametro															
Abitazioni completate	600	416.000	210.912	212.285	212.285	212.285									
Abitazioni da completare	1.100	451.000	228.657	230.145	230.145	230.145									
Commerciale completato	500	94.000	47.658	47.968	47.968	47.968									
Commerciale da completare	800	146.000	74.022	74.504	74.504	74.504									
Sistemazioni esterne	50	105.000	53.235	53.582	53.582	53.582									
<b>Totale Costi di costruzione</b>		<b>1.212.000</b>	<b>614.484</b>	<b>618.484</b>	<b>618.484</b>	<b>618.484</b>									
<b>TOTALE COSTI</b>		<b>1.454.000</b>	<b>654.571</b>	<b>665.962</b>	<b>665.962</b>	<b>665.962</b>									<b>44.520</b>

	U.M.	Realizzazione					Completamento vendite								
		1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.				
<b>RICAVI</b>															
Abitazioni completate	mq	2.218.000	0	224.018	1.125.746	908.493									
Abitazioni da completare	mq	1.312.000	0	132.512	665.906	537.395									
Commerciale completato	mq	403.000	0	204.543	206.336	206.336									
Commerciale da completare	mq	392.000	0	0	198.960	200.704									
<b>TOTALE RICAVI</b>		<b>4.325.000</b>	<b>0</b>	<b>356.530</b>	<b>2.195.155</b>	<b>1.852.928</b>									

<b>CASH FLOW</b>		<b>-61.964</b>	<b>-654.571</b>	<b>-309.432</b>	<b>2.143.856</b>	<b>1.808.408</b>
------------------	--	----------------	-----------------	-----------------	------------------	------------------

Tasso di attualizzazione annuo **12,89%**

VALORE DI TRASFORMAZIONE **€ 2.190.000**

	Realizzazione					Completamento vendite				
	1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.
Iter urbanistico-edilizio										
PIANO COSTI		50%	50%	50%	50%					
PIANO INCASSI RESIDENZIALE			10%	10%	10%				50%	40%
PIANO INCASSI COMMERCIALE									50%	50%

## Comune di Pisa

## Pisa via degli Orafi

Valore di Trasformazione al

31/03/2019

**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	0,70%		
Trend inflazione 2^ semestre	0,70%		
Trend inflazione 3^ semestre	0,65%		
Trend inflazione 4^ semestre	0,65%		
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,875%	<b>1,75%</b>	<b>annuo</b>
Trend mercato immobiliare 1^ semestre	0,25%		
Trend mercato immobiliare 2^ semestre	0,25%		
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,50%		
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre	0,875%	<b>1,75%</b>	<b>annuo</b>
Trend EurIRS		<b>1,30%</b>	<b>annuo</b>
Previsione rendimento Titoli di Stato		<b>3,40%</b>	<b>anno 2019</b>

**TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEL CASH FLOW**

Il tasso di attualizzazione del cash flow generato dall'operazione di sviluppo è stato determinato da PRAXI tenendo conto delle principali componenti di rischio dell'investimento: grado di definizione delle previsioni urbanistiche, stato di avanzamento dell'iter autorizzativo, localizzazione dell'immobile, caratteristiche del mercato di sbocco, entità degli investimenti richiesti per lo sviluppo edificatorio e durata complessiva dell'operazione.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione si sono considerate la struttura finanziaria di una operazione "ordinaria" di sviluppo e il previsto trend a medio termine del mercato immobiliare.

Il grafico che segue evidenzia il posizionamento del tasso di attualizzazione attribuito all'immobile rispetto al range del mercato di riferimento.

Tasso di attualizzazione	<b>12,89%</b>
--------------------------	---------------



Nell'ipotesi di leva finanziaria pari al 50% dell'investimento complessivo, e assumendo il costo del denaro pari al 5,49% (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 **20,29%** annuo.



## 5. CONCLUSIONI

In base a quanto esposto nella presente Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato della proprietà immobiliare ubicata in Pisa, via degli Orafi angolo via Domenico Vernagalli, con riferimento alla data del 31 Marzo 2019, sia pari a:

**€ 2.190.000,00 (euro duemilionicentonovantamila/00).**

*di cui:*

*Pisa, via Degli Orafi* € 981.569,00

*Pisa, via Sant'Orsola* € 455.031,00

*Pisa, via Vernagalli* € 753.400,00

### Canone di Mercato

Il Canone di Mercato fa riferimento al complesso immobiliare ultimato in ogni parte, come previsto dall'ipotesi valutativa precedentemente descritta, libero e immediatamente disponibile.

Il Canone di Mercato è stato determinato applicando al Valore di Mercato della porzione del complesso immobiliare destinata a residenza un tasso di rendimento pari al 4%, e per le superfici destinate ad attività commerciali, determinato applicando alle relative superfici un canone di locazione pari a 140 €/mq-anno.

**Residenziale** €-anno 141.000,00

*di cui:*

*Pisa, via Degli Orafi* €-anno 56.000,00

*Pisa, via Sant'Orsola* €-anno 33.000,00

*Pisa, via Vernagalli* €-anno 52.000,00



**Commerciale** €-anno 51.000,00

*di cui:*

*Pisa, via Degli Orafi* €-anno 26.000,00

*Pisa, via Vernagalli* €-anno 25.000,00

*Per la corretta interpretazione dei contenuti del presente documento è necessario fare riferimento all'Opinion Letter, in particolare per quanto riguarda definizioni di valore, metodologie, criteri di valutazione, limiti di indagine e assumptions.*

**PRAXI**

*Improving Performance*

**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

Cap. Soc. 6.000.000 Euro int. vers.

[www.praxi.praxi](http://www.praxi.praxi)

40122 BOLOGNA  
Via Guglielmo Marconi, 71  
T +39 051 246 130  
F +39 051 247 311  
[bologna@praxi.praxi](mailto:bologna@praxi.praxi)

50129 FIRENZE  
Via Cristoforo Landino, 14  
T +39 055 486 879  
F +39 055 475 011  
[firenze@praxi.praxi](mailto:firenze@praxi.praxi)

20145 MILANO  
Via Mario Pagano, 69/A  
T +39 02 43 002  
F +39 02 481 29 29  
[milano@praxi.praxi](mailto:milano@praxi.praxi)

35131 PADOVA  
Via Niccolò Tommaseo, 76/D  
T +39 049 875 27 55  
F +39 049 660 732  
[padova@praxi.praxi](mailto:padova@praxi.praxi)

10125 TORINO  
C.so Vittorio Emanuele, 3  
T +39 011 65 60  
F +39 011 650 24 29  
[torino@praxi.praxi](mailto:torino@praxi.praxi)

25121 BRESCIA  
Via IV Novembre, 1/d  
T +39 030 377 59 98  
F +39 030 290 77 62  
[brescia@praxi.praxi](mailto:brescia@praxi.praxi)

16121 GENOVA  
Via XX Settembre, 8  
T +39 010 553 13 19  
F +39 010 580 388  
[genova@praxi.praxi](mailto:genova@praxi.praxi)

80133 NAPOLI  
Via Guglielmo Melisurgo, 4  
T +39 081 551 19 45  
F +39 081 551 99 43  
[napoli@praxi.praxi](mailto:napoli@praxi.praxi)

00187 ROMA  
Via Leonida Bissolati, 20  
T +39 06 3 999 3  
F +39 06 39 721 960  
[roma@praxi.praxi](mailto:roma@praxi.praxi)

37122 VERONA  
C.so Porta Nuova, 60  
T +39 045 800 98 32  
F +39 045 803 20 41  
[verona@praxi.praxi](mailto:verona@praxi.praxi)

Sede Legale ed Amministrativa:

10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 6560 - Fax +39 011 650 21 82 - [amministrazione@praxi.praxi](mailto:amministrazione@praxi.praxi)

**PRAXI Group**

**PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA**

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Bologna Brescia Firenze Genova Milano Napoli Padova Roma Torino Verona

[www.praxi.praxi](http://www.praxi.praxi)

**PRAXI INTELLECTUAL PROPERTY S.p.A.**

Consulenza in Proprietà Industriale e Intellettuale

Genova Milano Padova Roma Savona Torino Trento Verona

[www.praxi-ip.praxi](http://www.praxi-ip.praxi)

**PRAXI ALLIANCE**

Worldwide Executive Search

[www.praxialliance.praxi](http://www.praxialliance.praxi)

**PRAXI VALUATIONS**

Global Independent Advisers

[www.praxivaluations.praxi](http://www.praxivaluations.praxi)

**CONSALIA Ltd**

Global Sales Performance Improvement

London

[www.consalia.com](http://www.consalia.com)