

Determinazione del Valore di Mercato al  
31/12/2010 del patrimonio immobiliare del  
“Fondo Tecla”  
**EXECUTIVE SUMMARY**



31 Dicembre 2010

[www.patrigest.it](http://www.patrigest.it)

■ **PATRIGEST** ■  
VALUTAZIONI E CONSULENZE IMMOBILIARI

## INDICE

<b>1.</b>	<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>3</b>
	<i>Contenuti e premesse metodologiche.....</i>	<i>3</i>
	<i>Riservatezza dei dati .....</i>	<i>6</i>
<b>2.</b>	<b>METODOLOGIA ESTIMATIVA UTILIZZATA PER LA VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE .....</b>	<b>7</b>
	<i>Il metodo finanziario reddituale (tasso unico di attualizzazione).....</i>	<i>9</i>
	I costi.....	10
	I ricavi .....	11
	I tassi .....	11
	<i>Il metodo finanziario reddituale (doppio tasso di attualizzazione) .....</i>	<i>13</i>
	I costi.....	14
	I ricavi .....	14
	Il modello di trasformazione verticale .....	15
	I tassi .....	16
<b>3.</b>	<b>COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE .....</b>	<b>18</b>
	<i>La situazione locativa .....</i>	<i>19</i>
<b>4.</b>	<b>ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE.....</b>	<b>20</b>
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso residenziale.....</i>	<i>20</i>
	Tendenze di Mercato.....	25
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso terziario .....</i>	<i>28</i>
	Tendenze di Mercato.....	31
	Prime Yields.....	31
	Prime Rent.....	32
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso commerciale .....</i>	<i>33</i>
	Tendenze di Mercato.....	35
	La Distribuzione.....	36
	Rendimenti Prime .....	37
	Canoni Prime .....	37
	<i>La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso produttivo .....</i>	<i>39</i>
	Tendenze di Mercato.....	42
	Rendimenti Prime .....	42
	Canoni Prime .....	43
<b>5.</b>	<b>VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE .....</b>	<b>45</b>

<i>Market Value (MV)</i> .....	45
<b>6. NOTA FINALE</b> .....	<b>46</b>

## **1. INTRODUZIONE**

### ***Contenuti e premesse metodologiche***

Patrigest S.p.A., società del Gruppo Gabetti Property Solutions S.p.A. specializzata in studi di fattibilità e valutazioni di portafogli immobiliari, ha ricevuto l’incarico di elaborare una valutazione di mercato dei beni immobiliari in proprietà al Fondo Tecla, Fondo Comune di Investimento Immobiliare di tipo chiuso quotato, promosso e gestito da Prelios SGR S.p.A.

In particolare per ogni unità immobiliare appartenente al portafoglio è stato determinato il Market Value o MV.

Le metodologie valutative ed i formati adottati sono adeguati rispetto alla normativa applicabile ed in particolare:

- Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) e i relativi regolamenti attuativi;
- Articolo 17 del Decreto del Ministero del Tesoro del 24 Maggio 1999 n. 228;
- Articolo 65 del Regolamento Intermediari, in sintesi richiede che il Consiglio acquisisca una conoscenza adeguata dei beni in cui sarà investito il patrimonio del Fondo e di assumere decisioni di investimento coerentemente con il processo decisionale adottato;
- Regolamento congiunto CONSOB – Banca d’Italia del 29 ottobre 2007 (“Regolamento Congiunto”);
- Provvedimento di Banca d’Italia del 14 aprile 2005 con particolare riferimento alle disposizioni sui criteri di valutazione di cui al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, punti 2.5 e 4;
- Comunicazione Congiunta di Banca d’Italia e Consob del 29 luglio 2010 recante le “Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento”;
- I Principi e Linee Guida concernenti “Il rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell’attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari” diffuse da Assogestioni con circolare del 27 maggio 2010 (prot. n. 58/10/C) (“Linee Guida di Assogestioni”).

Il documento di valutazione del patrimonio immobiliare si fonda su:

1. **Dati e documenti relativi al patrimonio immobiliare, ricevuti dalla proprietà o recepiti mediante accesso alla Data Room del patrimonio immobiliare stesso:**
  - a) Planimetrie dei fabbricati;
  - b) Documenti Catastali, Urbanistici, Contrattuali e Amministrativi (ecc.);
  - c) Tabulato inquilini contenente la situazione locativa aggiornata, le destinazioni d'uso contrattuali ed oggettive.
  
2. **Sopralluoghi dei beni immobiliari** effettuato da personale tecnico di Patrigest S.p.A., al fine di acquisire le informazioni necessarie per la valutazione del portafoglio immobiliare, con particolare attenzione ai seguenti aspetti:
  - caratteristiche estrinseche, location e appetibilità commerciale dell'immobile;
  - caratteristiche intrinseche e classe di appartenenza dell'edificio;
  - stato manutentivo.
  
3. **L'analisi del mercato immobiliare** di zona relativo al singolo bene immobile (contesto urbano-edilizio e destinazioni d'uso prevalenti, richieste e prezzi di vendita in funzione della tipologia immobiliare, canoni di locazione, tassi di rendimento dei cespiti locati, tassi d'assorbimento del prodotto, qualità dei conduttori/investitori locali).
  
4. **I dati elaborati ed organizzati in modo sistematico, processati con il metodo di stima ritenuto il più idoneo** per l'elaborazione del più probabile valore di mercato del portafoglio immobiliare.

Nell'elaborazione delle valutazioni sono stati assunti alcuni presupposti ed alcune limitazioni che qui di seguito elenchiamo:

- Il portafoglio immobiliare è stato considerato nell'attuale situazione locativa comunicata dalla proprietà, e nello stato di fatto e di diritto in cui si trova;
- Le superfici alle quali applicare i valori unitari (€/mq) sono state ricavate dai dati forniti dalla Sgr. Per il computo del valore dell'intero patrimonio immobiliare, in relazione alle

specifiche attività funzionali in essi esercitate, il criterio di prudenza ha indotto Patrigest S.p.A. ad applicare, laddove necessario, una superficie “virtuale-commerciale” che tiene conto di tutte le superfici disponibili ridotte (per ambienti e destinazione d’uso) con opportuni coefficienti di apprezzamento o deprezzamento in uso nel mercato immobiliare locale;

- Il grado di manutenzione e conservazione degli immobili oggetto della nostra analisi è stato dedotto dalla combinazione dei dati forniti dalla Sgr e dell’esperienza dei tecnici incaricati di effettuare il sopralluogo;
- Non sono state, infine, ricercate e verificate da Patrigest S.p.A eventuali problematiche ambientali.

La presente valutazione si riferisce alla data del **31 dicembre 2010**.

***Riservatezza dei dati***

Per la riproduzione integrale o parziale del presente documento e dei suoi contenuti sarà necessaria espressa autorizzazione da parte di di Prelios SGR S.p.A. e di Patrigest S.p.A..

## **2. METODOLOGIA ESTIMATIVA UTILIZZATA PER LA VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE**

La valutazione dell'intero portafoglio immobiliare è stata realizzata utilizzando il metodo finanziario – reddituale.

Sebbene il metodo valutativo sia lo stesso, sono state utilizzate due varianti a seconda delle caratteristiche degli immobili e dei contratti di locazione sottoscritti:

1. Il metodo finanziario reddituale con tasso unico di attualizzazione
2. Il metodo finanziario reddituale con doppio tasso di attualizzazione

La tabella riportata nella pagina seguente indica immobile per immobile la metodologia valutativa utilizzata, mentre nel proseguo verranno descritti nel dettaglio entrambi i modelli e le relative assunzioni.



Province	Town/City	Address	Main Use	Metodo Valutativo
VA	Busto Arsizio	Via A. Da Brescia, snc	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
CA	Cagliari	Via Boairdo, 12	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
MI	Cassina de Pecchi	Strada Privata per Cascina Malpaga	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
MI	Milano	Via Plana, 38	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
MI	Milano	Via Rovigo, 10	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
MI	Monza	Via Molise, snc	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
NO	Novara	Piazza G. Matteotti, 2/4	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
PA	Palermo	Via Ugo La Malfa, 99	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
PA	Palermo	Via Manzoni, 2/8	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
PR	Parma	Via Po,7	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
PV	Pavia	Via Taegio, 3	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
RA	Ravenna	Via A. Testi Rasponi, 8	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
RM	Roma	Via delle Conce, snc	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
RM	Roma	Via della Bufalotta,241	Office	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
IM	San Remo	Via G. Borea, snc	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
TA	Taranto	Via Masaccio, 26	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
TV	Treviso	Via Dandolo, 12	Telephone Exchange	Finanziario-Reddittuale Doppio Tasso
MI	Milano	Via Alserio, 10	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
MI	Milano	Corso Garibaldi 99	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
MI	Vimodrone	Via delle Industrie, 11	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
NA	Pozzuoli	VIA CAMPI FLEGREI,34	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
RM	Roma	Via dei Mille, 23	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
RM	Roma	Via Del Serafico 200	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
RM	Roma	Via del Tritone, 142	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
RM	Roma	Via E.Chianesi	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
TO	Ivrea	Corso Re Umberto, 25	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
TO	Ivrea	Via Jervis 9 - ICO Ex Trasporti	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
TO	Torino	Via Mezenile 11	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
TO	Torino	Strada del Lionetto 6	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico
TO	Torino	Via Bertola, 34	Office	Finanziario-Reddittuale Tasso Unico

***Il metodo finanziario reddituale (tasso unico di attualizzazione)***

Per alcuni immobili la valutazione è stata elaborata con il metodo **finanziario – reddituale (DCF)**, (a tasso unico di attualizzazione) poiché è stato ritenuto il più adatto per il tipo di immobili presi in esame, per la loro localizzazione e per la loro destinazione d’uso.

Questo criterio estimativo, basato sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, è risultato essere il più idoneo al fine di rappresentare adeguatamente il valore reale dei cespiti in esame, suscettibili di essere acquisiti sia come beni immobili per utilizzo diretto (uso strumentale) sia ai fini d’investimento, poiché fonte di reddito perdurante da canoni di locazione.

L’assunto alla base dell’approccio reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l’acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro.

Il valore del cespite, quindi, è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati.

Per l’elaborazione della valutazione è stato utilizzato il canone di locazione annuo in essere (**Annualized Rent**), fornito dalla Committente e relativo ai singoli contratti di locazione per ogni immobile, mentre per le porzioni sfitte è stato considerato un canone di locazione unitario di mercato (**ERV**).

Per l’elaborazione del **Market Value** si sono indicizzati i canoni attualmente percepiti per le porzioni locate e quelli di mercato per le porzioni sfitte considerando uno scenario temporale compreso tra i 12 e 14 anni a seconda delle diverse scadenze contrattuali e del tempo necessario affinché gli eventuali nuovi contratti di locazione entrino a regime.

Nel nostro modello si è ipotizzata la vendita dell’immobile all’ultimo anno con un valore ottenuto per capitalizzazione del reddito operativo relativo a quel periodo ad un tasso di capitalizzazione (**Cap Rate**) d’uscita adeguato per ogni singolo immobile.

Tale valore di dismissione viene a sommarsi al reddito ricavato al quindicesimo anno, per poi essere scontato al momento iniziale con un opportuno tasso di attualizzazione (**Discount Rate**) adeguato per ogni singolo immobile.

Di seguito elenchiamo i principali *drivers* della valutazione:

### *I costi*

A gravare sul reddito della proprietà insistono dei costi, alcuni costanti ed altri attinenti a periodi specifici:

- Spese di gestione: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- I.C.I. sulla proprietà: ipotizzata come percentuale del canone di locazione;
- Assicurazione: stimata come percentuale del Costo di Ricostruzione a Nuovo o CRN. Il CRN esprime il valore di un bene in funzione dei costi necessari per la sua riproduzione o sostituzione. Tale valore risulta come prodotto tra costo unitario (a metro quadro) e totale della superficie lorda costruita. Nella fattispecie, la stima del costo unitario (a metro quadro) viene effettuata tenendo conto del costo della manodopera, dei materiali impiegati e delle spese generali. Il calcolo può essere fatto, sulla scorta di analoghe e recenti realizzazioni o sulla base di prezzi ufficiali (es. DEI - Tipografia del Genio Civile).
- Spese innovazioni e migliorie nuove locazioni (Tenant Improvements): calcolate in €/Mq sulla base delle condizioni e tipologia dei vari immobili;
- Eventuali Capex: fornite dalla Committenza
- Commissioni per la rilocazione: stimate nella misura del 10% sull'importo annuale dei nuovi contratti di locazione sottoscritti;
- Il modello non considera l'Iva e l'imposizione fiscale.

All'ultimo anno, cioè quando si ipotizza la cessione di ogni singolo immobile, si considerano anche le spese relative alla commercializzazione del cespite, che possono essere stimate nella misura del 2% del valore di realizzo.

Alla scadenza dei contratti di locazione si ipotizza di dover sostenere dei costi di miglioramento degli spazi (Tenant Improvements), al fine di locare gli spazi a nuovi conduttori; tali costi prevedono interventi di ristrutturazione leggera come ad esempio la tinteggiatura delle pareti, redistribuzione interna degli spazi, etc.. Per tali interventi abbiamo stimato un costo prudenziale calcolato in €/Mq sulla base delle condizioni e sulla tipologia dei vari immobili.

### *I ricavi*

I ricavi sono costituiti dalla locazione delle superfici di ogni immobile.

Il canone di locazione per le porzioni locate è stato fornito dalla Committente ed è relativo ai contratti di locazione in essere per ogni singolo immobile. Per le porzioni attualmente sfitte, invece, è stato considerato un canone di locazione di mercato.

L'andamento dei flussi di cassa adotta le seguenti puntualizzazioni:

- Continuità di percepimento dei canoni relativi agli spazi in locazione, con andamento allineato al recupero dell'inflazione
- Tutti i flussi sono stati imputati al momento del loro generarsi.

### *I tassi*

Il livello dei tassi è stato desunto dalle attuali condizioni medie del contesto economico e finanziario del mercato dei capitali (tassi praticati per operazioni immobiliari).

Nello sviluppo dei calcoli si ipotizza:

- **tasso di attualizzazione o di sconto:** determinato in funzione dell'inflazione, della tipologia, del rischio di remunerazione dell'operazione d'investimento immobiliare e del rischio imprenditoriale connesso alla immobilizzazione di capitale. Esso inoltre tiene in considerazione le caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia dai rischi strettamente connessi al settore immobiliare quali il rischio per la ri-locazione dell'immobile alla scadenza del contratto di locazione, la tipologia dell'immobile e le condizioni del mercato immobiliare locale.

Nella costruzione del Tasso di Attualizzazione, per il ritorno dei mezzi propri, si è tenuto in considerazione il rischio specifico legato al singolo immobile, tale rischio è stato calcolato sulla base del giudizio di appetibilità commerciale definito per ogni singolo immobile del portafoglio.

- **tasso di capitalizzazione del reddito al momento del disinvestimento finale:** la scelta del saggio è strettamente influenzata sia dalle caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia dai rischi strettamente connessi al settore immobiliare quali il rischio per la rilocazione dell’immobile alla scadenza del contratto di locazione, la tipologia e le condizioni del mercato immobiliare locale. Tiene altresì conto del rischio legato all’incertezza legata alla dismissione dell’immobile al termine del periodo di osservazione dell’analisi dei flussi di cassa.

Quantificati, quindi, i redditi operativi annuali, dati dalle differenze tra il totale dei ricavi e il totale dei costi di ogni anno, si è proceduto a calcolare, con il tasso di sconto assunto, i valori attualizzati all’inizio del primo anno. La somma dei ricavi scontati all’attualità relativi a tutti gli anni dello scenario corrisponde al *Market Value*.

***Il metodo finanziario reddituale (doppio tasso di attualizzazione)***

Per alcuni immobili la valutazione è stata elaborata con il metodo **finanziario – reddituale (DCF)**, (a doppio tasso di attualizzazione) poiché è stato ritenuto il più adatto per il tipo di immobili presi in esame, per la loro localizzazione e per la loro destinazione d’uso.

Questo criterio estimativo, basato sui flussi di cassa netti generabili entro un periodo di tempo, è risultato essere il più idoneo al fine di rappresentare adeguatamente il valore reale dei cespiti in esame, suscettibili di essere acquisiti sia come beni immobili per utilizzo diretto (uso strumentale) sia ai fini d’investimento, poiché fonte di reddito perdurante da canoni di locazione.

L’assunto alla base dell’approccio reddituale consiste nel fatto che un acquirente razionale non è disposto a pagare per l’acquisto del bene un costo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre in futuro.

Il valore del cespite, quindi, è funzione dei benefici economici che verranno da questo generati.

Per l’elaborazione della valutazione è stato utilizzato il canone di locazione annuo in essere (**Annualized Rent**), fornito dalla Committente per ciascun immobile.

Il canone attualmente percepito da ogni immobile è stato indicizzato fino alla prima scadenza contrattuale (31/10/2021), momento in cui, prudentemente, si ipotizza che l’attuale conduttore (Telecom Italia S.p.A.) liberi gli immobili.

In considerazione delle caratteristiche del contratto di locazione in essere, che fornisce solide garanzie al locatore circa la permanenza del locatario, i flussi di cassa relativi al periodo di locazione sono stati attualizzati ad un tasso che tiene conto del solo rischio di default del locatario stesso, pertanto in linea con i rendimenti di un’obbligazione emessa da Telecom Italia S.p.A. di durata analoga a quella del contratto di locazione.

Il valore di dismissione del cespite, previsto per il periodo successivo alla liberazione dell’immobile da parte del conduttore, è stato determinato attraverso un modello di trasformazione verticale (ricavi - costi - profitto del promotore), ipotizzando un cambio di destinazione d’uso e i relativi lavori di ristrutturazione/ricostruzione del fabbricato. Considerato l’ampio orizzonte temporale di analisi, la destinazione d’uso finale è stata ipotizzata in funzione del contesto di zona in cui il cespite è inserito, prescindendo da eventuali verifiche circa la concreta e attuale possibilità di cambio di destinazione d’uso degli immobili oggetto di valutazione.

Il valore di dismissione così ricavato è stato attualizzato ad un tasso di sconto che tiene in considerazione le caratteristiche tipologiche dell'immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo.

Da quanto detto si intuisce la necessità di utilizzare due tassi di attualizzazione distinti: il primo, utile all'attualizzazione dei flussi di cassa relativi al periodo contrattuale ed il secondo, necessario all'attualizzazione del valore di dismissione del cespite.

Di seguito elenchiamo i principali *drivers* della valutazione:

#### *I costi*

A gravare sul reddito della proprietà insistono dei costi, alcuni costanti ed altri attinenti a periodi specifici:

- Spese di gestione: calcolata sul reddito lordo per ogni anno;
- I.C.I. sulla proprietà: ipotizzata come percentuale del canone di locazione;
- Assicurazione: stimata come percentuale del Costo di Ricostruzione a Nuovo o CRN. Il CRN esprime il valore di un bene in funzione dei costi necessari per la sua riproduzione o sostituzione. Tale valore risulta come prodotto tra costo unitario (a metro quadro) e totale della superficie lorda costruita. Nella fattispecie, la stima del costo unitario (a metro quadro) viene effettuata tenendo conto del costo della manodopera, dei materiali impiegati e delle spese generali. Il calcolo può essere fatto, sulla scorta di analoghe e recenti realizzazioni o sulla base di prezzi ufficiali (es. DEI - Tipografia del Genio Civile).
- Il modello non considera l'Iva e l'imposizione fiscale.

#### *I ricavi*

I ricavi sono costituiti dalla locazione delle superfici di ogni immobile.

L'andamento dei flussi di cassa adotta le seguenti puntualizzazioni:

- Continuità di percepimento dei canoni relativi agli spazi in locazione, con andamento allineato al recupero dell'inflazione
- Tutti i flussi sono stati imputati al momento del loro generarsi.

### *Il modello di trasformazione verticale*

Per la determinazione del valore finale dell'immobile, è stato predisposto un modello di trasformazione verticale che ipotizza la riconversione del fabbricato, in seguito ad una ristrutturazione/ricostruzione dell'immobile, ad una destinazione d'uso idonea al contesto di riferimento in cui il cespite è inserito.

Il modello si articola in uno schema con entrate (ricavi) ed uscite (costi; tra cui viene inserito anche il profitto del promotore) relativi alla ristrutturazione/ricostruzione dell'immobile oggetto di analisi.

<b>RICAVI</b>		
<b>Ricavi da vendita</b>	€/mq	<b>Stimati come:</b> sulla superficie commerciale

<b>COSTI</b>		
<b>Costi di riconversione</b>	€/mq	<b>Stimati come:</b> sulla superficie commerciale
<b>Progettazione/direzione lavori e collaudi</b>	7,00%	sui costi
<b>Eventi Imprevisti</b>	3,00%	sui costi
<b>Oneri accessori</b>	10,00%	sui costi
<b>Oneri finanziari</b>	5,00%	sui costi
<b>Profitto del Promotore immobiliare</b>	15,00%	sui ricavi
<b>Commissioni di vendita</b>	2,00%	sui ricavi

<b>VALORE FINALE</b>		
<b>Valore Finale</b>		<b>Stimato come:</b> Ricavi - Costi

Costi e ricavi, così determinati, sono stati indicizzati (in misura pari al tasso di inflazione) fino al periodo in cui si prevede che si concretizzino, ovvero l'anno successivo all'uscita del conduttore.



Come anticipato, considerato l'ampio orizzonte temporale di riferimento, le ipotesi formulate sono state determinate in funzione delle destinazioni d'uso presumibili in considerazione delle caratteristiche del contesto in cui l'immobile è inserito. I costi di riconversione tengono conto sia della destinazione d'uso finale ipotizzata che delle caratteristiche fisiche dell'immobile oggetto di trasformazione, oltre che della localizzazione.

### *I tassi*

Il livello dei tassi è stato desunto dalle attuali condizioni medie del contesto economico e finanziario del mercato dei capitali (tassi praticati per operazioni immobiliari).

Nello sviluppo dei calcoli si ipotizza:

- **tasso di attualizzazione o di sconto dei flussi di cassa relativi al periodo di locazione:** in considerazione delle caratteristiche del contratto di locazione sottoscritto con Telecom Italia S.p.A. e delle garanzie in esso contenute è stato scelto un tasso in grado di tener conto del solo rischio di default del conduttore, pertanto in linea con i rendimenti di un'obbligazione emessa da Telecom Italia S.p.A. e di pari durata. Il tasso utilizzato è pari al 5,25%.
  
- **tasso di attualizzazione o di sconto per il valore finale:** per il valore finale dell'immobile, determinato attraverso il modello di trasformazione verticale precedentemente descritto, è stato utilizzato un tasso di attualizzazione determinato in funzione dell'inflazione, della tipologia, del rischio di remunerazione dell'operazione d'investimento immobiliare e del rischio imprenditoriale connesso all'immobilizzazione di capitale. Esso inoltre tiene in considerazione sia le caratteristiche tipologiche dello specifico immobile quali la localizzazione, le caratteristiche fisiche e dimensionali, la fungibilità e lo stato manutentivo, sia i rischi strettamente connessi al settore immobiliare, alla tipologia dell'immobile e alle condizioni del mercato immobiliare locale. Nella costruzione del tasso, per il ritorno dei mezzi propri, si è tenuto in considerazione il rischio specifico legato al singolo immobile, tale rischio è stato calcolato sulla base del giudizio di appetibilità commerciale definito per ogni singolo cespite del portafoglio.

Tenendo in considerazione quanto sopra descritto si è proceduto a calcolare, con i tassi di sconto assunti, i valori attualizzati all’inizio del primo anno. La sommatoria dei flussi di cassa relativi a i periodi analizzati corrisponde al *Market Value* dell’immobile/i oggetto di valutazione.

### 3. COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE

Il patrimonio immobiliare oggetto della presente valutazione è composto da immobili a destinazione d'uso mista uffici e centraline telefoniche, dislocati sull'intero territorio nazionale, come meglio indicato nella seguente tabella:

Province	Town/City	Address	Main Use	Gross Surface Mq	GLA Mq
VA	Busto Arsizio	Via A. Da Brescia, snc	Office	5.383	4.599
CA	Cagliari	Via Boairdo, 12	Office	9.027	8.033
MI	Cassina de Pecchi	Strada Privata per Cascina Malpaga	Telephone Exchange	12.393	9.750
MI	Milano	Via Plana, 38	Telephone Exchange	13.537	11.898
MI	Milano	Via Rovigo, 10	Office	3.001	2.382
MI	Monza	Via Molise, snc	Office	12.898	11.268
NO	Novara	Piazza G. Matteotti, 2/4	Office	4.371	3.695
PA	Palermo	Via Ugo La Malfa, 99	Office	14.871	12.093
PA	Palermo	Via Manzoni, 2/8	Office	6.895	6.117
PR	Parma	Via Po,7	Telephone Exchange	6.574	5.337
PV	Pavia	Via Taegio, 3	Telephone Exchange	9.007	8.034
RA	Ravenna	Via A. Testi Rasponi, 8	Telephone Exchange	2.692	2.662
RM	Roma	Via delle Conce, snc	Telephone Exchange	7.422	6.657
RM	Roma	Via della Bufalotta,241	Office	4.504	4.078
IM	San Remo	Via G. Borea, snc	Telephone Exchange	3.135	2.729
TA	Taranto	Via Masaccio, 26	Telephone Exchange	6.168	5.046
TV	Treviso	Via Dandolo, 12	Telephone Exchange	9.329	7.705
MI	Milano	Via Alserio, 10	Office	11.061	9.152
MI	Milano	Corso Garibaldi 99	Office	2.770	2.770
MI	Vimodrone	Via delle Industrie, 11	Office	12.086	10.465
NA	Pozzuoli	VIA CAMPI FLEGREI,34	Office	68.288	57.452
RM	Roma	Via dei Mille, 23	Office	2.188	1.782
RM	Roma	Via Del Serafico 200	Office	36.056	27.869
RM	Roma	Via del Tritone, 142	Office	5.395	4.463
RM	Roma	Via E.Chianesi	Office	4.710	3.772
TO	Ivrea	Corso Re Umberto, 25	Office	3.754	3.217
TO	Ivrea	Via Jervis 9 - ICO Ex Trasporti	Office	11.391	7.635
TO	Torino	Via Mezenile 11	Office	7.272	4.446
TO	Torino	Strada del Lionetto 6	Office	8.758	5.899
TO	Torino	Via Bertola, 34	Office	16.476	14.334
<b>TOTALE</b>				<b>321.411</b>	<b>265.337</b>

**La situazione locativa**

Province	Town/City	Address	Main Use	Gross Surface Mq	GLA Mq	Occupancy	Annualized Rent
VA	Busto Arsizio	Via A. Da Brescia, snc	Office	5.383	4.599	100%	404.883
CA	Cagliari	Via Boairdo, 12	Office	9.027	8.033	100%	1.114.694
MI	Cassina de Pecchi	Strada Privata per Cascina Malpaga	Telephone Exchange	12.393	9.750	100%	678.065
MI	Milano	Via Plana, 38	Telephone Exchange	13.537	11.898	100%	1.590.998
MI	Milano	Via Rovigo, 10	Office	3.001	2.382	100%	299.808
MI	Monza	Via Molise, snc	Office	12.898	11.268	100%	1.467.902
NO	Novara	Piazza G. Matteotti, 2/4	Office	4.371	3.695	100%	502.758
PA	Palermo	Via Ugo La Malfa, 99	Office	14.871	12.093	100%	1.238.456
PA	Palermo	Via Manzoni, 2/8	Office	6.895	6.117	100%	739.842
PR	Parma	Via Po,7	Telephone Exchange	6.574	5.337	100%	596.939
PV	Pavia	Via Taegio, 3	Telephone Exchange	9.007	8.034	100%	904.305
RA	Ravenna	Via A. Testi Rasponi, 8	Telephone Exchange	2.692	2.662	100%	235.871
RM	Roma	Via delle Conce, snc	Telephone Exchange	7.422	6.657	100%	1.158.324
RM	Roma	Via della Bufalotta,241	Office	4.504	4.078	100%	646.289
IM	San Remo	Via G. Borea, snc	Telephone Exchange	3.135	2.729	100%	292.248
TA	Taranto	Via Masaccio, 26	Telephone Exchange	6.168	5.046	100%	321.717
TV	Treviso	Via Dandolo, 12	Telephone Exchange	9.329	7.705	100%	386.906
MI	Milano	Via Alserio, 10	Office	11.061	9.152	92%	1.589.198
MI	Milano	Corso Garibaldi 99	Office	2.770	2.770	49%	187.111
MI	Vimodrone	Via delle Industrie, 11	Office	12.086	10.465	80%	1.045.017
NA	Pozzuoli	VIA CAMPI FLEGREI,34	Office	68.288	57.452	100%	5.522.447
RM	Roma	Via dei Mille, 23	Office	2.188	1.782	32%	115.180
RM	Roma	Via Del Serafico 200	Office	36.056	27.869	76%	5.219.887
RM	Roma	Via del Tritone, 142	Office	5.395	4.463	100%	2.216.034
RM	Roma	Via E.Chianesi	Office	4.710	3.772	0%	-
TO	Ivrea	Corso Re Umberto, 25	Office	3.754	3.217	78%	181.688
TO	Ivrea	Via Jervis 9 - ICO Ex Trasporti	Office	11.391	7.635	100%	529.456
TO	Torino	Via Mezzenile 11	Office	7.272	4.446	0%	-
TO	Torino	Strada del Lionetto 6	Office	8.758	5.899	100%	490.000
TO	Torino	Via Bertola, 34	Office	16.476	14.334	88%	1.831.759
<b>TOTALE</b>				<b>321.411</b>	<b>265.337</b>		<b>31.507.779</b>

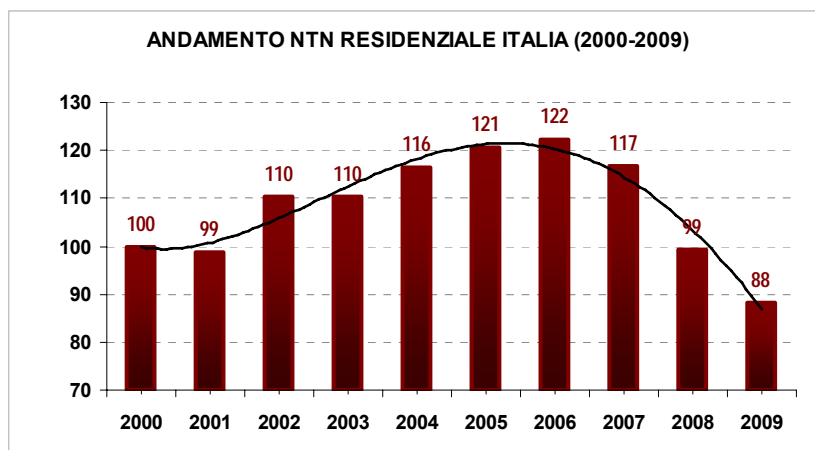
#### 4. ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE

##### *La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso residenziale*

L'andamento dei volumi di compravendita del settore residenziale ha segnato una chiara inversione di tendenza a partire dal 2007 dopo un decennio di decisa crescita iniziato nel 1997 e conclusosi nel 2006, anno in cui le compravendite hanno raggiunto il massimo storico di 845.051, con un incremento del 75% circa rispetto al '96.

La contrazione del mercato residenziale si è accentuata nel 2008, con un calo medio del 15% circa rispetto al 2007. Nel 2009 il mercato, con 609.145, appare ancora in calo dell'-11%, anche se con un tasso negativo inferiore.

ANDAMENTO NTN RESIDENZIALE ITALIA (2000-2009)											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>STOCK</b>	Val. Ass.	27.422.342	27.864.013	28.328.810	28.813.090	29.288.615	29.771.179	30.474.257	31.210.878	32.024.611	32.234.785
	Var. %		1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	2,4%	2,4%	2,6%	0,7%
<b>NTN</b>	Val. Ass.	690.478	681.264	761.522	762.086	804.126	833.350	845.051	806.225	686.587	609.145
	Var. %		-1,3%	11,8%	0,1%	5,5%	3,6%	1,4%	-4,6%	-14,8%	-11,3%
<b>IMI</b>	Val. Ass.	2,5%	2,4%	2,7%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	2,1%	1,9%
	Var. %		-2,9%	9,9%	-1,6%	3,8%	2,0%	-0,9%	-6,8%	-17,0%	-11,9%



*Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio*

Nel corso del 2009, inoltre, la variazione trimestrale (trimestre su trimestre anno precedente) mostra qualche segnale di miglioramento passando dal -18,5% del primo trimestre al -12,9% del secondo trimestre, al -11,0% del terzo trimestre, per arrivare al -3,2% del quarto trimestre.

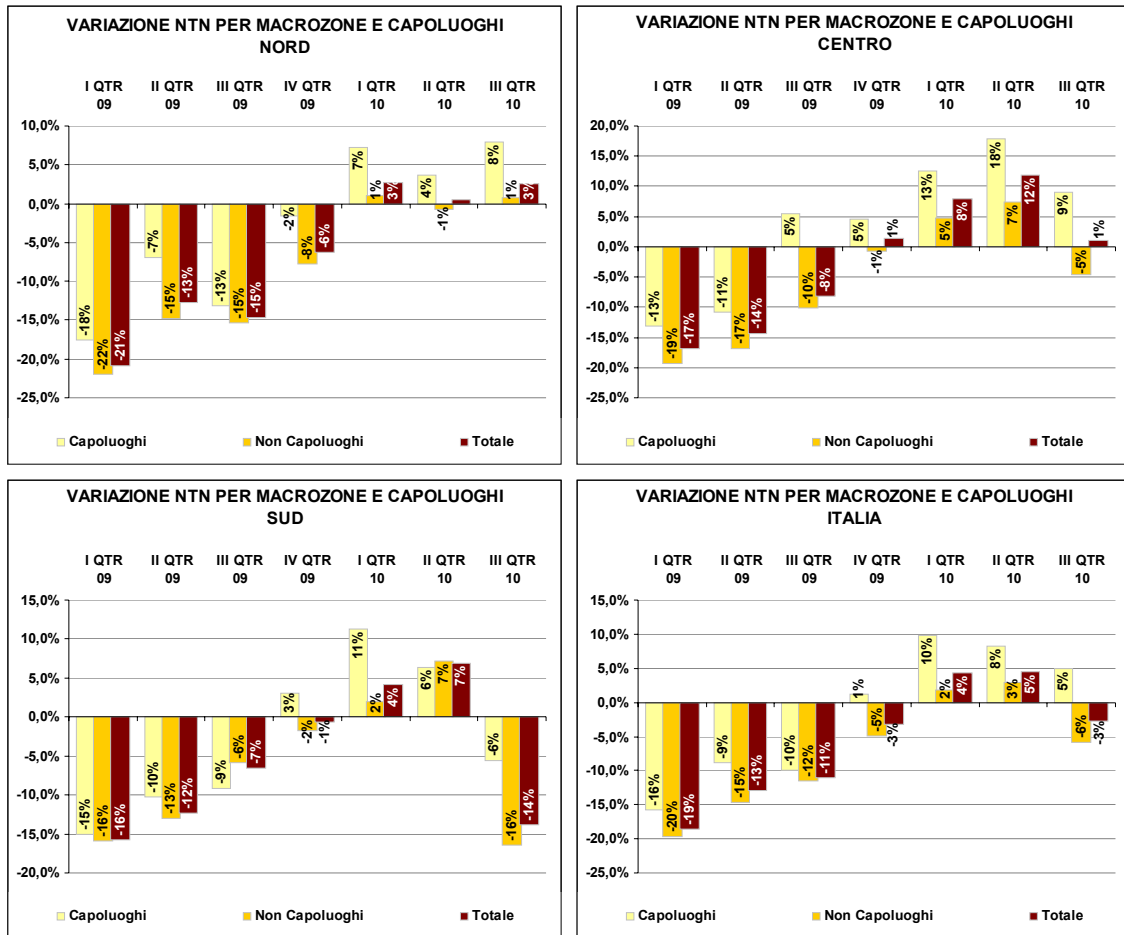
Inoltre, la contrazione del mercato residenziale nel 2009 è stata maggiormente accentuata nei comuni non capoluogo, dopo un lungo periodo in cui si era assistito, invece, ad una crescita rilevante del settore proprio nei comuni minori.

Arrivando al 2010, come anticipato, il mercato immobiliare ad uso residenziale nell'ultimo trimestre ha subito una flessione del 2,7% a livello nazionale. Ripartendo il dato nazionale in macro aree (Nord, Centro e Sud) si nota come sia il Sud a influire negativamente sul dato nazionale con un - 13,8%, mentre il centro ed il Nord risultano in positivo con un +2,6% ed un +1%. Inoltre è possibile sottolineare che l'andamento positivo del Nord e del Centro è dovuto ai comuni capoluoghi che mostrano una buona performance: a nord i capoluoghi registrano un + 8% e al centro un +9% rispetto allo stesso trimestre del 2009.

NTN Settore Residenziale Per Ripartizione Geografica								
Livello territoriale		I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
NORD	Capoluoghi	18.695	24.040	17.279	24.382	20.063	24.917	18.640
	Non Capoluoghi	49.372	61.869	47.489	65.697	49.871	61.429	47.819
	<b>Totale</b>	<b>68.067</b>	<b>85.909</b>	<b>64.768</b>	<b>90.079</b>	<b>69.934</b>	<b>86.346</b>	<b>66.459</b>
CENTRO	Capoluoghi	11.756	13.807	11.532	15.120	13.229	16.288	12.572
	Non Capoluoghi	16.569	19.339	16.519	21.743	17.363	20.801	15.769
	<b>Totale</b>	<b>28.325</b>	<b>33.146</b>	<b>28.051</b>	<b>36.863</b>	<b>30.592</b>	<b>37.089</b>	<b>28.341</b>
SUD	Capoluoghi	9.906	11.841	9.440	12.409	11.032	12.585	8.914
	Non Capoluoghi	29.796	32.996	30.502	36.890	30.359	35.385	25.526
	<b>Totale</b>	<b>39.702</b>	<b>44.837</b>	<b>39.942</b>	<b>49.299</b>	<b>41.391</b>	<b>47.970</b>	<b>34.440</b>
ITALIA	Capoluoghi	40.357	49.688	38.251	51.911	44.324	53.790	40.125
	Non Capoluoghi	95.737	114.204	94.510	124.330	97.593	117.615	89.114
	<b>Totale</b>	<b>136.094</b>	<b>163.892</b>	<b>132.761</b>	<b>176.241</b>	<b>141.917</b>	<b>171.405</b>	<b>129.240</b>

Variazione NTN Settore Residenziale per Macrozone								
Livello territoriale		Δ I QTR 08/09	Δ II QTR 08/09	Δ III QTR 08/09	Δ IV QTR 08/09	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10
NORD	Capoluoghi	-17,5%	-7,0%	-13,1%	-1,6%	7,3%	3,6%	7,9%
	Non Capoluoghi	-21,9%	-14,8%	-15,3%	-7,8%	1,0%	-0,7%	0,7%
	<b>Totale</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-12,7%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,6%</b>
CENTRO	Capoluoghi	-13,2%	-10,9%	5,4%	4,6%	12,5%	17,8%	9,0%
	Non Capoluoghi	-19,3%	-16,8%	-10,1%	-0,7%	4,8%	7,4%	-4,6%
	<b>Totale</b>	<b>-16,9%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>8,0%</b>	<b>11,8%</b>	<b>1,0%</b>
SUD	Capoluoghi	-15,0%	-10,2%	-9,2%	3,0%	11,3%	6,3%	-5,6%
	Non Capoluoghi	-15,9%	-13,0%	-5,8%	-1,8%	1,9%	7,2%	-16,4%
	<b>Totale</b>	<b>-15,7%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-13,8%</b>
ITALIA	Capoluoghi	-15,7%	-8,9%	-9,9%	1,2%	9,8%	8,2%	4,9%
	Non Capoluoghi	-19,7%	-14,6%	-11,5%	-4,9%	1,9%	2,9%	-5,8%
	<b>Totale</b>	<b>-18,5%</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-11,0%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-2,7%</b>

Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Nella seguente analisi, invece, vengono prese in considerazione le principali città italiane e le relative province. La seguente tabella riporta, a livello delle principali città Italiane e delle rispettive province, l'andamento del numero di transazioni immobiliari residenziali.

Per quanto riguarda l'ultimo trimestre preso in esame è possibile notare dalle tabelle sotto come le principali città italiane, prese come unico gruppo, hanno registrato un +7,8% (rispetto allo stesso trimestre del 2009).

Il dato positivo, tuttavia è influenzato molto da Roma e Milano, infatti osservando i dati per singola città si nota come solo per queste due città si registri una variazione positiva a doppia cifra, rispettivamente pari a +14% e +20%. Per Bologna la variazione è positiva ma sensibilmente inferiore e pari a +7%, mentre per le altre città la crescita è molto ridotta (Genova e Napoli) o addirittura negativa (Torino, Palermo e Firenze).

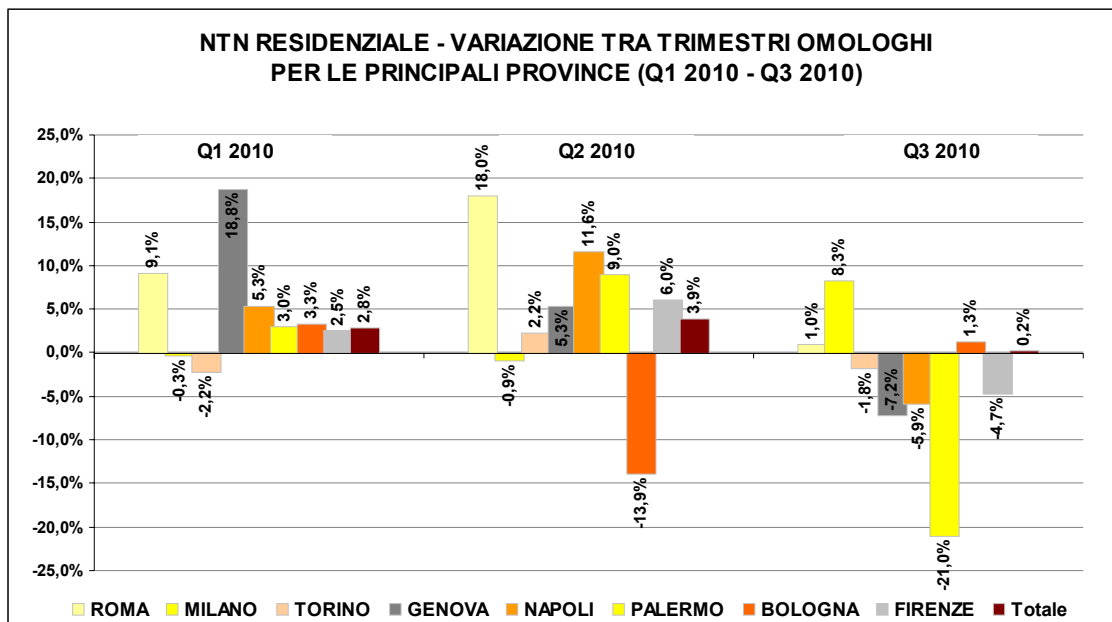
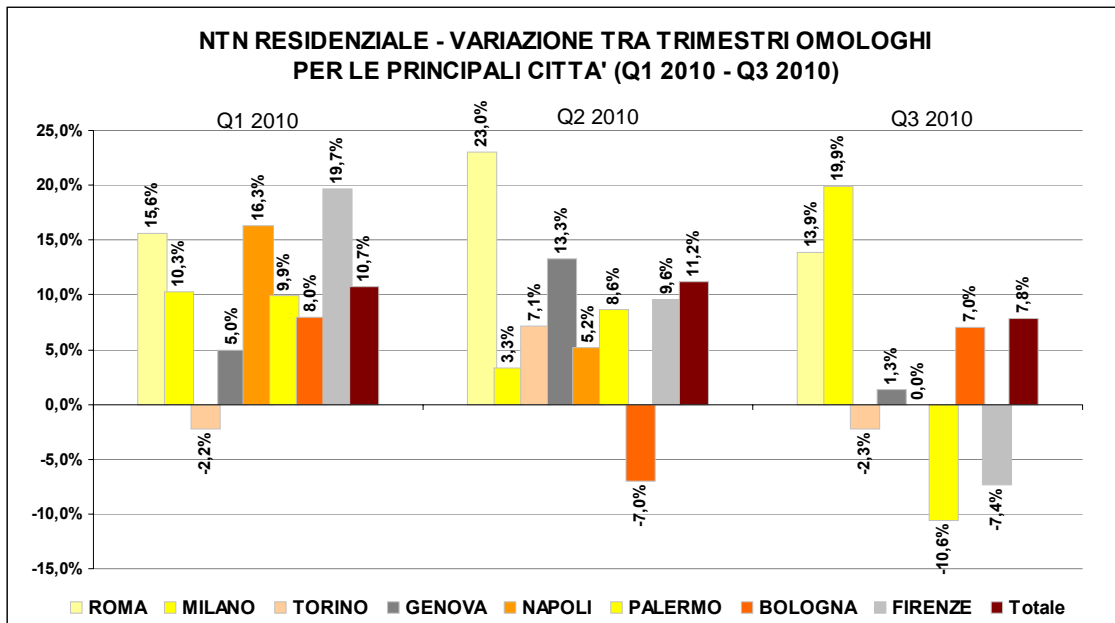
A livello provinciale, analizzando le principali province come unico gruppo, la variazione dell'ultimo trimestre appare nulla. Solo Roma, Milano e Bologna presentano dati in positivo, mentre per le altre province i dati sono negativi.

NTN TRIMESTRALE PER LE PRINCIPALI CITTA' - (I QTR 09 - III QTR 10)								VARIAZIONE vs STESSO TRIMESTRE ANNO PRECEDENTE			
Città	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10	Δ MEDIA
ROMA	6.540	7.824	<b>6.465</b>	8.587	7.565	9.634	<b>7.367</b>	15,6%	23,0%	<b>13,9%</b>	17,5%
MILANO	3.888	5.277	<b>3.311</b>	5.184	4.288	5.451	<b>3.964</b>	10,3%	3,3%	<b>19,9%</b>	11,2%
TORINO	2.643	3.049	<b>2.444</b>	3.070	2.584	3.267	<b>2.387</b>	-2,2%	7,1%	<b>-2,3%</b>	0,9%
GENOVA	1.468	1.680	<b>1.487</b>	1.788	1.541	1.903	<b>1.507</b>	5,0%	13,3%	<b>1,3%</b>	6,5%
NAPOLI	1.408	1.839	<b>1.286</b>	1.782	1.637	1.934	<b>1.287</b>	16,3%	5,2%	<b>0,0%</b>	7,2%
PALERMO	1.213	1.427	<b>1.113</b>	1.527	1.337	1.552	<b>999</b>	9,9%	8,6%	<b>-10,6%</b>	2,6%
BOLOGNA	967	1.441	<b>986</b>	1.339	1.044	1.340	<b>1.057</b>	8,0%	-7,0%	<b>7,0%</b>	2,7%
FIRENZE	892	1.154	<b>928</b>	1.228	1.068	1.267	<b>861</b>	19,7%	9,6%	<b>-7,4%</b>	7,3%
<b>Totale</b>	<b>19.019</b>	<b>23.691</b>	<b>18.020</b>	<b>24.505</b>	<b>21.064</b>	<b>26.348</b>	<b>19.429</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,9%</b>

NTN TRIMESTRALE PER LE PRINCIPALI PROVINCE - (I QTR 09 - III QTR 10)								VARIAZIONE vs STESSO TRIMESTRE ANNO PRECEDENTE			
MILANO	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10	Δ MEDIA
ROMA	3.934	4.494	<b>3.816</b>	5.198	4.291	5.307	<b>3.854</b>	9,1%	18,0%	<b>1,0%</b>	9,4%
MILANO	7.764	9.765	<b>6.461</b>	10.054	7.741	9.681	<b>6.998</b>	-0,3%	-0,9%	<b>8,3%</b>	2,4%
TORINO	3.630	4.560	<b>3.729</b>	4.762	3.551	4.662	<b>3.663</b>	-2,2%	2,2%	<b>-1,8%</b>	-0,6%
GENOVA	681	844	<b>746</b>	1.023	809	889	<b>692</b>	18,8%	5,3%	<b>-7,2%</b>	5,6%
NAPOLI	2.550	2.876	<b>2.231</b>	3.007	2.686	3.211	<b>2.101</b>	5,3%	11,6%	<b>-5,9%</b>	3,7%
PALERMO	1.161	1.289	<b>1.203</b>	1.475	1.196	1.409	<b>951</b>	3,0%	9,0%	<b>-21,0%</b>	-3,0%
BOLOGNA	1.680	2.317	<b>1.478</b>	2.211	1.736	1.995	<b>1.497</b>	3,3%	-13,9%	<b>1,3%</b>	-3,1%
FIRENZE	1.335	1.630	<b>1.204</b>	1.652	1.369	1.730	<b>1.148</b>	2,5%	6,0%	<b>-4,7%</b>	1,3%
<b>Totale</b>	<b>22.735</b>	<b>27.775</b>	<b>20.868</b>	<b>29.382</b>	<b>23.379</b>	<b>28.884</b>	<b>20.904</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,3%</b>

Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio





Elaborazione Patrigest su dati Agenzia del Territorio

In conclusione i dati mostrano i primi segnali di ripresa soprattutto nelle due città di maggiori dimensioni, Roma e Milano, che registrano un incremento medio a due cifre. Per le altre città analizzate la variazione è positiva ma di lieve intensità. A livello provinciale, invece, non è possibile segnalare un miglioramento del mercato che appare stabile se non ancora in contrazione per tutte le alcune province.

### Tendenze di Mercato

La diminuzione dei valori prosegue nelle metropoli (-2.4% nel primo semestre del 2010). C'è stata una rotazione delle città rispetto al semestre scorso. Fra le metropoli infatti, Roma e Milano hanno fatto registrare delle diminuzioni dei prezzi dimezzate rispetto alla media, con numero di transazioni in sensibile aumento soprattutto a Roma (+15.6% nel primo trimestre e +23.0% nel secondo trimestre), mentre a Milano ad una dinamica prima parte dell'anno (+10.3%), ha fatto seguito un secondo trimestre più riflessivo (+3.3%).

Questo doppio elemento di contrazione ridotta dei valori e buona ripresa delle transazioni, può essere letto come segnale di miglioramento della situazione nelle metropoli guida del mercato. Hanno tenuto discretamente le zone semicentrali servite, in confronto a quelle periferiche e dell'hinterland, dove si è confermato un eccesso di offerta di nuovo, anche in pronta consegna. Nei capoluoghi la flessione dei prezzi è stata in media del 1.7%. Con i capoluoghi di provincia del nord (-1.0%) che sono andati meglio di quelli del sud e isole (-2.6%). Nel centro Italia la diminuzione è stata dell'1.8%.

Alcuni segmenti di acquirenti, come i piccoli investitori, si sono riaffacciati prudentemente sul mercato nel corso dell'anno. Per altre componenti di domanda, come le giovani coppie e i cittadini stranieri, la situazione rimane problematica, sia dal punto di vista della stabilità del posto di lavoro, che da quella dell'accesso ai finanziamenti. Sono auspicabili interventi del governo volti a favorire l'acquisto soprattutto della prima abitazione, diversamente è difficile che il mercato possa ripartire in tempi brevi. L'orizzonte atteso per una piena ripresa è il 2013.

L'ANDAMENTO DEI PREZZI NELLE GRANDI CITTA'				
CITTA'	Δ Prezzi I Sem 10	Δ Prezzi II Sem 09	Δ Prezzi I Sem 09	Δ Prezzi II Sem 08
BARI	-5.5%	-1.4%	-0.3%	-3.4%
BOLOGNA	-5.9%	=	=	-6.8%
FIRENZE	-2.5%	-3.0%	=	-2.7%
CAGLIARI	-2.1%	=	-3.5%	-3.2%
GENOVA	-2.7%	-1.3%	=	-5.0%
MILANO	-1.1%	-2.6%	-1.9%	-4.6%
NAPOLI	-0.4%	-1.5%	=	-2.2%
ROMA	-1.3%	-3.2%	-1.3%	-4.3%
TORINO	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-4.2%
VERONA	-2.1%	-1.6%	-1.5%	-5.0%

Fonte : Ufficio Studi Gabetti

Continua ad essere dinamico il mercato locativo, in un contesto di quasi stabilità dei canoni, con limature per i valori più elevati.

I tempi delle trattative rimangono lunghi, sia per le resistenze di una parte dei venditori a rivedere i prezzi, sia per i tempi di delibera e la presenza di proposte d'acquisto subordinate all'erogazione di mutuo. Essendo infatti gran parte del mercato di tipo "migliorativo", più che di prima "prima casa", quello cioè tipico delle giovani coppie che compiono il primo acquisto in campo immobiliare per risiedervi, bisogna aspettare la vendita dell'immobile di proprietà per procedere con il successivo acquisto.

Sul fronte dei comportamenti d'acquisto si rileva una buona domanda di usato, di tagli più funzionali e la valutazione di zone dalla buona qualità abitativa e servite. Per chiudere positivamente le trattative in media i proprietari devono concedere sconti, sul prezzo iniziale, nell'ordine del 15%.

Sul fronte dell'offerta è aumentato il nuovo nelle città e nell'hinterland in pronta consegna. Il fatto che le costruzioni siano state completate, da un lato rassicura i potenziali acquirenti, dall'altro espone il costruttore al rischio di deperimento dell'immobile e a spese di manutenzione non previste.

L'ANDAMENTO DEI PREZZI NEI CAPOLUOGHI							
CAPOLUOGO	Δ Prezzi I Sem 10	CAPOLUOGO	Δ Prezzi I Sem 10	CAPOLUOGO	Δ Prezzi I Sem 10	CAPOLUOGO	Δ Prezzi I Sem 10
BIELLA	0,00%	ISERNIA	-3,60%	PADOVA	-2,30%	SAVONA	-0,40%
BRESCIA	0,00%	LA SPEZIA	-3,90%	PALERMO	0,00%	SIENA	-3,70%
BRINDISI	-3,00%	LATINA	0,00%	PARMA	0,00%	SIRACUSA	0%
CASERTA	-2,70%	LECCO	-1,40%	PERUGIA	-2,80%	TARANTO	-3,00%
CATANIA	-2,50%	LODI	-5,00%	PESARO	-2,00%	TERNI	0,00%
CHIETI	0,00%	MACERATA	-3,50%	PESCARA	0,00%	TRENTO	0,00%
COMO	0,00%	MANTOVA	0,00%	PISA	-1,10%	TREVISO	-2,00%
COSENZA	0,00%	MESSINA	0,00%	POTENZA	-3,50%	TRIESTE	-0,30%
CUNEO	0,00%	MONZA	0,00%	REGGIO CALABI	-3,00%	UDINE	-0,40%
FROSINONE	-2,90%	NUORO	-3,00%	RIMINI	-3,00%	VARESE	0,00%
GORIZIA	0,00%	OLBIA	-6,00%	SALERNO	-1,30%	VENEZIA	0,00%
GROSSETO	-4,00%	ORISTANO	0,00%	SASSARI	-3,80%	VIBO VALENZIA	-10,00%

Fonte : Ufficio Studi Gabetti

In conclusione le aspettative del mercato sono migliorate e le condizioni creditizie rimangono molto favorevoli. L'euribor è su livelli molto bassi (a settembre 0.88% a 3 mesi dai minimi di 0.69%) spread bancari sono in diminuzione. I rapporti di LTV (Loan to Value) di solito sono compresi fra il 50-70%. E' in costante crescita la componente di mutui a tasso variabile, soprattutto con cap o a rata costante, a scapito del fisso.

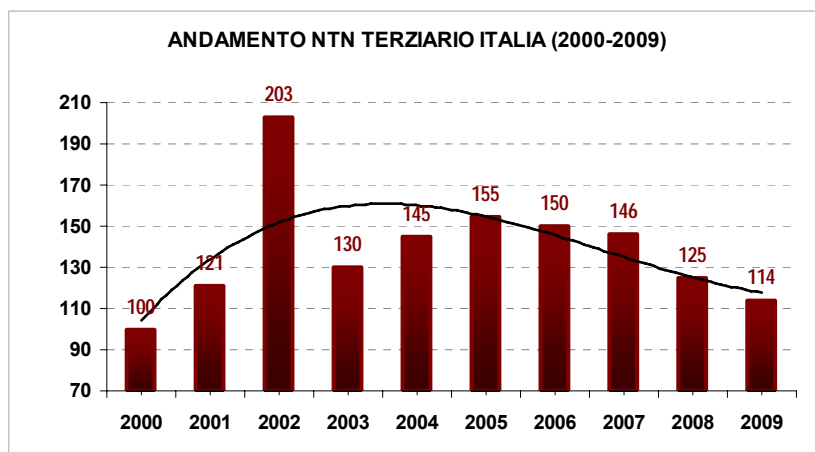
La quantità di prodotto nuovo in pronta consegna sta portando i costruttori più solidi a rivisitazioni al ribasso dei listini, per favorire gli assorbimenti, mentre altri stanno rallentando gli sviluppi.

Si prevede per i prossimi mesi un andamento del mercato dello stesso tenore di quello registrato finora, con contrazione ridotta dei valori e consolidamento dei volumi annui compravenduti intorno alle 620-630 mila unità residenziali.

### La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso terziario

La serie storica dei volumi di compravendite per il settore degli Uffici dal 2000, nella tabella sotto, rileva come, dopo gli ultimi segnali di crescita del 2005, si assiste ad una frenata nel 2006 a cui seguono 3 periodi in negativo per un perdita complessiva di circa il 40% delle compravendite.

ANDAMENTO NTN TERZIARIO ITALIA (2000-2009)											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>STOCK</b>	Val. Ass.	413.942	430.033	448.715	474.456	491.506	510.029	530.849	564.335	584.150	621.162
	Var. %		3,9%	4,3%	5,7%	3,6%	3,8%	4,1%	6,3%	3,5%	6,3%
<b>NTN</b>	Val. Ass.	14.213	17.214	28.879	18.507	20.569	21.990	21.282	20.732	17.718	16.163
	Var. %		21,1%	67,8%	-35,9%	11,1%	6,9%	-3,2%	-2,6%	-14,5%	-8,8%
<b>IMI</b>	Val. Ass.	3,4%	4,0%	6,4%	3,9%	4,2%	4,3%	4,0%	3,7%	3,0%	2,6%
	Var. %		16,6%	60,8%	-39,4%	7,3%	3,0%	-7,0%	-8,4%	-17,4%	-14,2%



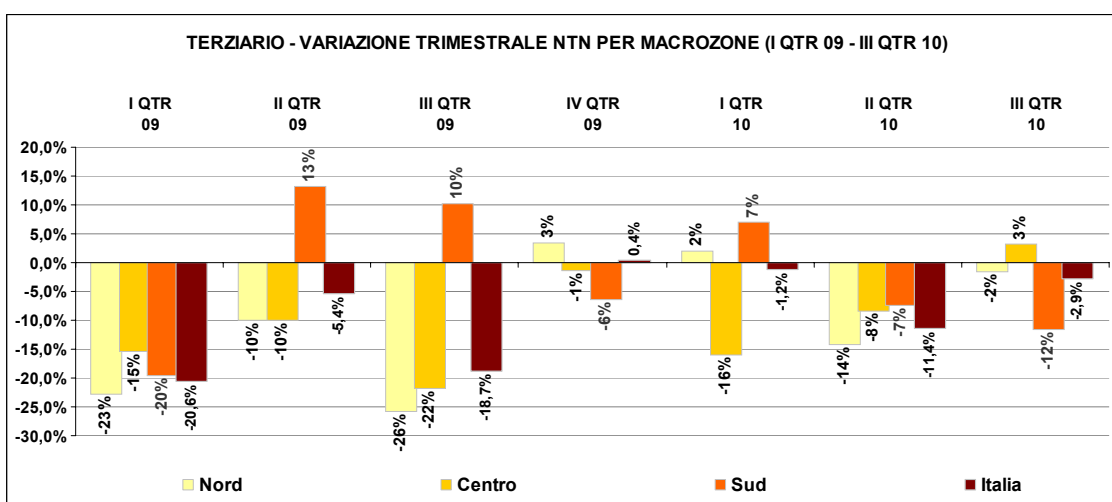
La diminuzione delle compravendite continua anche nel 2010: con 2.967 transazioni, il settore terziario, mostra nel III° trimestre 2010 una variazione negativa per il terzo trimestre consecutivo (-3,0%; confronto al trimestre omologo del 2009). La contrazione risulta di gran rilievo al Sud, -11,6%, e meno grave al Nord, -1,7%, mentre al Centro le compravendite di questo settore aumentano in questo trimestre rispetto al III° trimestre 2009 del +3,0%.

È interessante notare che il Centro era l'unica area che non aveva ancora mostrato segni positivi in nessun trimestre dal 2009.

TERZIARIO - NTN TRIMESTRALE PER MACROZONE (I QTR 09 - III QTR 10)							
Macrozone	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Nord	1.930	2.448	1.675	3.172	1.967	2.100	1.647
Centro	800	874	669	1.132	672	800	690
Sud	719	1.025	711	996	770	950	629
Italia	3.449	4.347	3.055	5.300	3.409	3.850	2.967

TERZIARIO - VARIAZIONE TRIMESTRALE NTN PER MACROZONE (I QTR 09 - III QTR 10)							
Macrozone	Δ I QTR 08/09	Δ II QTR 08/09	Δ III QTR 08/09	Δ IV QTR 08/09	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10
Nord	-22,9%	-9,9%	-25,9%	3,4%	1,9%	-14,2%	-1,7%
Centro	-15,3%	-10,1%	-21,8%	-1,4%	-16,0%	-8,5%	3,1%
Sud	-19,7%	13,1%	10,2%	-6,4%	7,1%	-7,3%	-11,5%
Italia	-20,6%	-5,4%	-18,7%	0,4%	-1,2%	-11,4%	-2,9%

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Confrontando le transazioni nelle principali province italiane, appare evidente che il settore sia ancora in crisi. Osservando le province come unico gruppo, si nota come per tutto il 2009 ci sia stata una caduta delle transazioni in tutti i trimestri, un lievissimo miglioramento nel primo trimestre 2010, per poi tornare in negativo negli ultimi due trimestri dell'anno in corso.

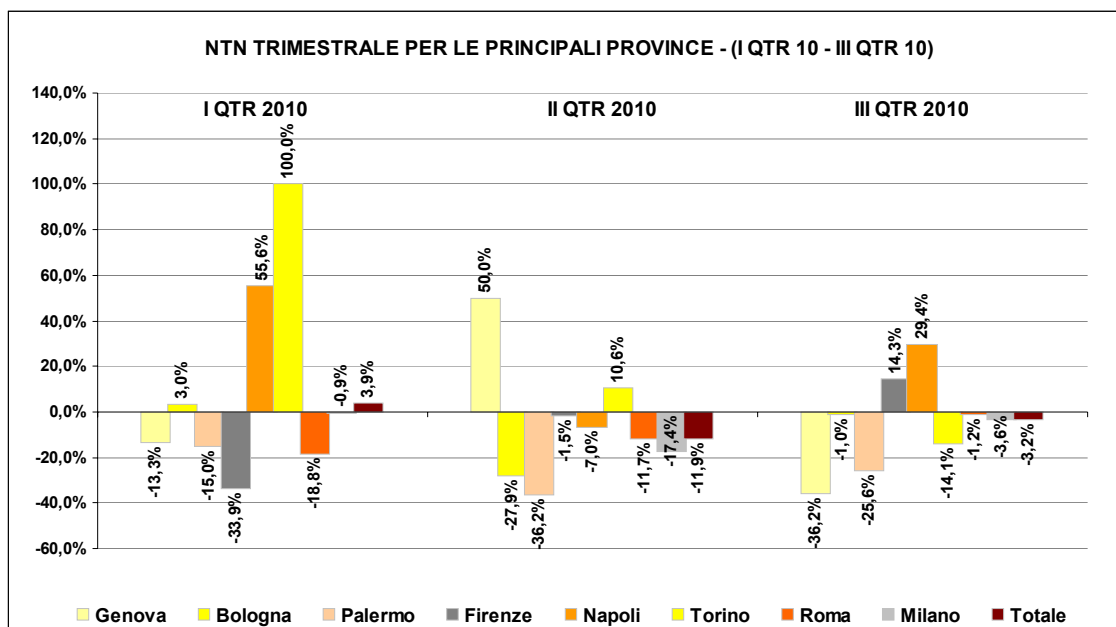
L'unico segnale positivo sembra essere la diminuzione dell'intensità della perdita, le variazioni negative del 2010 infatti sono prossime al 3% nel primo e nel terzo semestre, mentre per i primi tre trimestri del 2009 le variazioni negative risultavano a due cifre.

Quanto alle singole province, i dati del 2010 risultano molto differenti da città a città: bene Napoli e Torino, molto male Palermo e Genova e nella media le altre province. Variazioni molto importanti nei singoli trimestri, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sono dovute al numero ridotto (poche decine in alcuni casi) di transazioni: in questi casi, infatti, differenze in valore assoluto anche minime portano ad elevati scostamenti percentuali.

NTN TRIMESTRALE PER LE PRINCIPALI PROVINCE - (I QTR 09 - III QTR 10)							
Province	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Genova	45	34	47	63	39	51	30
Bologna	99	129	97	136	102	93	96
Palermo	40	58	43	44	34	37	32
Firenze	59	68	42	103	39	67	48
Napoli	72	115	68	130	112	107	88
Torino	83	113	92	153	166	125	79
Roma	272	274	246	340	221	242	243
Milano	347	460	308	664	344	380	297
<b>Totale</b>	<b>1.017</b>	<b>1.251</b>	<b>943</b>	<b>1.633</b>	<b>1.057</b>	<b>1.102</b>	<b>913</b>

TERZIARIO - VARIAZIONE TRIMESTRALE NTN PER PROVINCIA (I QTR 09 - III QTR 10)							
Province	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Genova	9,8%	-59,0%	27,0%	-3,1%	-13,3%	50,0%	-36,2%
Bologna	-16,1%	-3,0%	18,3%	-15,0%	3,0%	-27,9%	-1,0%
Palermo	-18,4%	-23,7%	-12,2%	-49,4%	-15,0%	-36,2%	-25,6%
Firenze	-32,2%	-20,9%	-31,1%	-15,6%	-33,9%	-1,5%	14,3%
Napoli	-51,0%	-13,5%	-8,1%	16,1%	55,6%	-7,0%	29,4%
Torino	-45,0%	-11,0%	2,2%	4,1%	100,0%	10,6%	-14,1%
Roma	0,4%	-23,5%	-10,9%	-0,6%	-18,8%	-11,7%	-1,2%
Milano	-24,7%	-17,9%	-35,4%	-1,0%	-0,9%	-17,4%	-3,6%
<b>Totale</b>	<b>-23,2%</b>	<b>-19,6%</b>	<b>-17,7%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>-3,2%</b>

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

### *Tendenze di Mercato*

I rendimenti sono stabili, con canoni in diminuzione frazionale. Migliorano i dati di take up locativo, mentre le compravendite arretrano. Continuano ad essere cospicue le richieste per gli spazi di 400 - 600 mq. Grande attenzione ai costi di gestione dell'immobile. La presenza delle metropolitana è sempre più rilevante nelle scelte dei conduttori, anche perché accompagnata da un decentramento delle location. Emergono necessità aziendali di unificazioni di sedi per i grandi gruppi, di spazi più efficienti e di riduzione dei costi. Questa tendenza a decentrarsi coinvolge anche banche e assicurazioni, che si orientano verso uffici operativi nei Business Park, preferibilmente in città. I grandi gruppi alla ricerca di nuovi spazi puntano su immobili moderni di Grade A o preferiscono progetti “tailor made”. Aumenta il vacancy, principalmente nelle zone centrali. Mentre gran parte del take up ha riguardato le zone semicentrali con abbondanza di nuovo (Eur a Roma, Porta Nuova a Milano). L'elemento di scelta dell'immobile in base a location di rappresentanza, perde sempre più rilevanza, sostituito dalla modernità del building, dalla flessibilità degli spazi e soprattutto da canoni con spese accessorie sostenibili nel lungo periodo. In questa logica che vede premiato il costo per postazione più basso, escono penalizzati gli immobili dei Centri Storici, di solito poco compartimentabili, con stanze passanti, complessivamente poco omogenei e quindi meno efficienti. Stanno aumentando gli investimenti nel terzo trimestre 2010 rispetto al trimestre precedente, soprattutto nel segmento Office. Analizzando il settore d'appartenenza delle aziende che hanno assorbito degli spazi nel periodo a Roma prevalgono Pubblica Amministrazione (39.9%) e Assicurazioni (30.4%), a Milano Aziende di matrice industriale (40.2%) e Banche/Finanziarie (25.6%).

### *Prime Yields*

Rispetto allo scorso trimestre si è registrato una stabilità degli yields. I valori più elevati si raggiungono nell'hinterland della Capitale, con l'8.00%, mentre i più ridotti nel Centro di Napoli, pari in media al 4.00%. Nelle zone periferiche la forchetta dei valori oscilla fra il 6.50% e il 7.50%. Il trend decennale di andamento degli yields, in termine di numeri indice, evidenzia una stabilizzazione progressiva degli yields, proseguita nell'anno in corso. Vi è spesso una difficoltà oggettiva a far incontrare proprietà e investitori.



PRIME YIELDS Q3 2010						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
<b>Centro-Cbd</b>	5,00%	6,00%	6,25%	6,20%	6,00%	4,00%
<b>Semicentro</b>	6,50%	6,50%	7,00%	6,80%	6,00%	5,00%
<b>Periferia</b>	7,25%	7,50%	7,25%	7,20%	6,50%	6,50%
<b>Hinterland</b>	7,60%	8,00%	7,50%	7,50%	7,00%	7,00%

Fonte: Ufficio Sudi Gabetti

### Prime Rent

Su base trimestrale si è registrata una flessione dei canoni prime del 1,6% a livello italiano. Dal punto di vista dei comportamenti commerciali, si conferma una differenza significativa a seconda della tipologia della proprietà. I privati sono sicuramente più propensi ad accettare sconti significativi in sede di svalutazioni del patrimonio chiusura delle trattative, mentre le Sgr per evitare sono più restie ed intervengono con benefit diversi, dall'allungamento dei periodi di free rent, all'assumersi costi di personalizzazione nell'entrata del tenant. E' importante il divario fra i canoni delle top location e delle location secondarie. Meno marcata la forbice a Padova dove l'intervallo va dai 168 €/al mq annuo in Centro ai 100 €/al mq annuo in periferia. Le zone della periferia e dell'hinterland sono quelle che hanno visto crescere l'offerta di nuovi importanti Centri Direzionali, in misura superiore alla domanda. Un conseguenza di questo eccesso di offerta di nuovo è stata l'aumento di vacancy.

PRIME RENTS Q3 2010						
Location	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
<b>Centro-Cbd</b>	450	400	168	195	288	225
<b>Semicentro</b>	300	320	144	180	180	180
<b>Periferia</b>	200	120	102	150	150	110
<b>Hinterland</b>	160	100	96	130	130	90

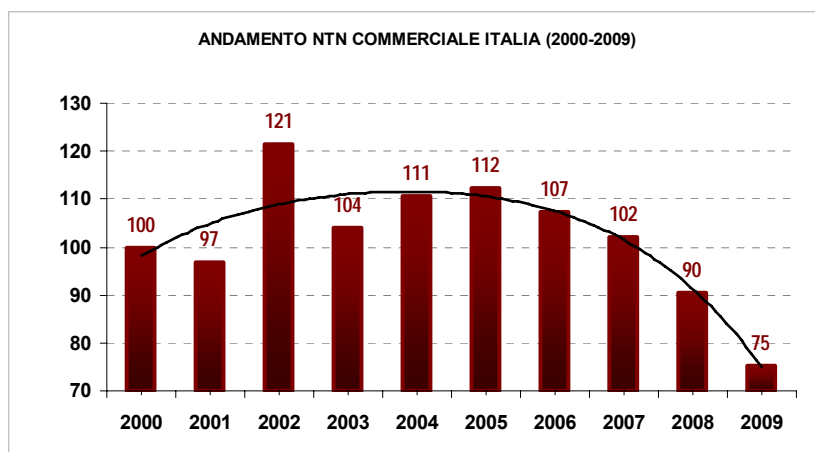
Fonte: Ufficio Sudi Gabetti

### La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso commerciale

La serie storica dei volumi scambiati annui di compravendite per il settore commerciale, dal 2000, segnala un trend negativo, cominciato già dal 2006 ed accentuato negli anni successivi, portando il volume di compravendite nel 2009 ad una contrazione del 37% rispetto a quello scambiato nel 2005. Analogamente all'andamento delle compravendite, la dinamica del mercato del settore, misurata con l'IMI, cala notevolmente negli ultimi anni, passando da un valore medio del 2,2% nel 2004/205 al 1,4% nel 2009. Particolarmente grave la perdita nel 2008 e nel 2009 nei comuni del Nord-Ovest, dove l'indice cala in due anni di 0,8 punti percentuali (da 2,4% a 1,6%), rimanendo comunque l'area con la maggior quota annua di stock scambiata. Il Sud e le Isole presentano valori di IMI (1,0% ed 1,1% rispettivamente) sempre molto inferiori a quelli registrati al Nord, ad indicare la maggiore staticità del settore in queste macro aree.

ANDAMENTO NTN COMMERCIALE ITALIA (2000-2009)											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>STOCK</b>	Val. Ass.	2.303.855	2.342.642	2.387.022	2.394.129	2.465.977	2.502.829	2.545.031	2.609.243	2.647.400	2.677.697
	Var. %		1,7%	1,9%	0,3%	3,0%	1,5%	1,7%	2,5%	1,5%	1,1%
<b>NTN</b>	Val. Ass.	49.065	47.556	59.544	51.059	54.309	55.035	52.684	50.136	44.332	36.880
	Var. %		-3,1%	25,2%	-14,2%	6,4%	1,3%	-4,3%	-4,8%	-11,6%	-16,8%
<b>IMI</b>	Val. Ass.	2,1%	2,0%	2,5%	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%	1,7%	1,4%
	Var. %		-4,7%	22,9%	-14,5%	3,3%	-0,2%	-5,9%	-7,2%	-12,9%	-17,7%

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Per quanto riguarda il 2010, si registrano variazioni negative su tutti e tre i trimestri analizzati ed inoltre si accentua in questo trimestre il calo rilevato nei primi due. Infatti mentre nel primo trimestre la variazione era negativa ma prossima allo zero, nel secondo trimestre sfiorava il -5% e nel terzo è arrivata a - 10,1%. La flessione del trimestre va attribuita principalmente alle regioni del

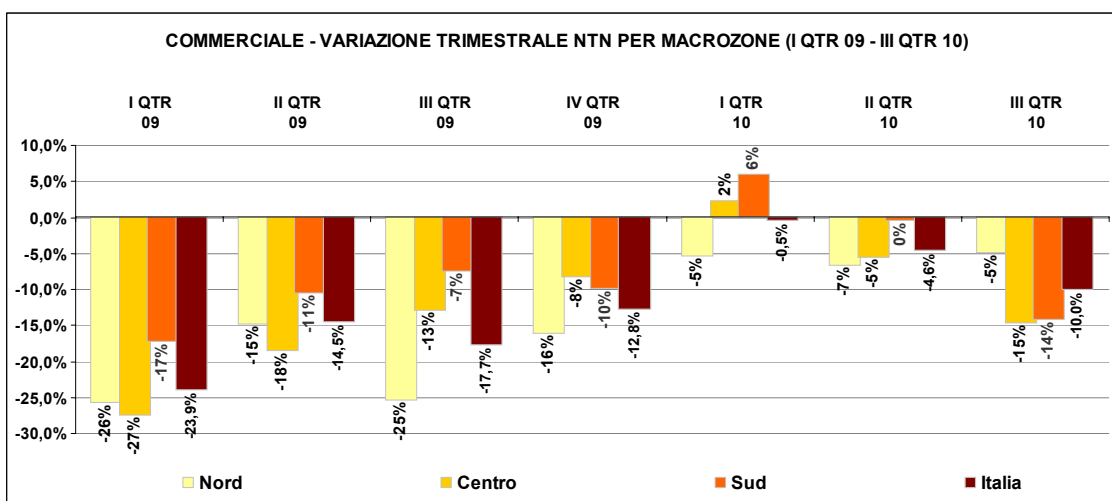
Centro e del Sud mentre al Nord, area in cui si concentra quasi il 50% del mercato, la perdita è contenuta al -5,0%, in linea con la perdite dei trimestri precedenti.

La tabella sotto che oltre a riportare i valori assoluti del NTN del settore mostra anche le variazioni tendenziali annue dal I trimestre 2009 evidenzia come il settore commerciale abbia conseguito continue perdite, anche piuttosto rilevanti, nel 2009 e nel 2010 con l'unica eccezione dei segnali positivi registrati al Centro e al Sud nel I trimestre 2010.

COMMERCIALE - NTN TRIMESTRALE PER MACROZONE (I QTR 09 - III QTR 10)							
Macrozone	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Nord	4.386	5.084	3.539	5.546	4.154	4.748	3.364
Centro	1.849	2.225	1.804	2.382	1.892	2.103	1.540
Sud	2.488	2.900	2.316	3.036	2.636	2.889	1.987
Italia	8.723	10.209	7.659	10.964	8.682	9.740	6.891

COMMERCIALE - VARIAZIONE TRIMESTRALE NTN PER MACROZONE (I QTR 09 - III QTR 10)							
Macrozone	Δ I QTR 08/09	Δ II QTR 08/09	Δ III QTR 08/09	Δ IV QTR 08/09	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10
Nord	-25,7%	-14,9%	-25,3%	-16,1%	-5,3%	-6,6%	-4,9%
Centro	-27,4%	-18,5%	-12,9%	-8,2%	2,3%	-5,5%	-14,6%
Sud	-17,2%	-10,5%	-7,4%	-9,9%	5,9%	-0,4%	-14,2%
Italia	-23,9%	-14,5%	-17,7%	-12,8%	-0,5%	-4,6%	-10,0%

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



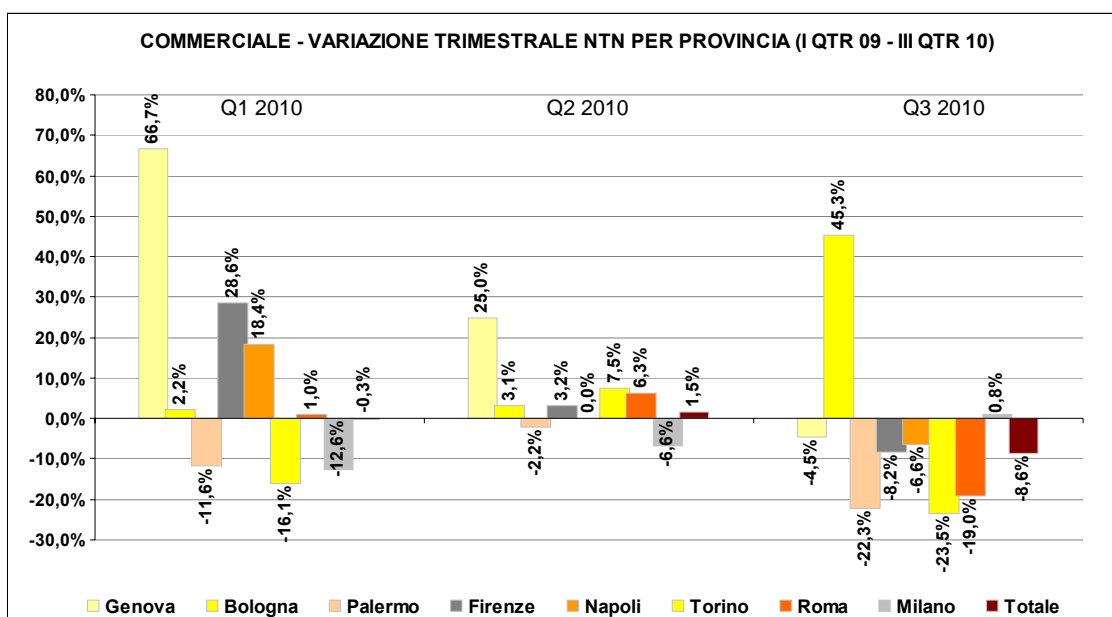
Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

In linea al trend generale del settore commerciale, con 2.253 NTN le otto principali province segnano anch'esse una decisa perdita pari complessivamente a -8,7% con variazioni di entità diversa tra le province. Le perdite massime si registrano a Torino e Palermo, intorno al -23%, mentre quella minima a Genova, -5,0%. Risultano invece in crescita i mercati degli immobili commerciali nelle province di Milano e Bologna.

COMMERCIALE - NTN TRIMESTRALE PER LE PRINCIPALI PROVINCE - (I QTR 09 - III QTR 10)							
Province	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Genova	111	156	111	164	185	195	106
Bologna	135	191	95	200	138	197	138
Palermo	147	139	103	132	130	136	80
Firenze	154	219	159	229	198	226	146
Napoli	315	416	320	389	373	416	299
Torino	379	388	340	401	318	417	260
Roma	609	648	620	701	615	689	502
Milano	924	1.053	717	1.090	808	983	723
<b>Totale</b>	<b>2.774</b>	<b>3.210</b>	<b>2.465</b>	<b>3.306</b>	<b>2.765</b>	<b>3.259</b>	<b>2.254</b>

COMMERCIALE - VARIAZIONE TRIMESTRALE NTN PER PROVINCIA (I QTR 09 - III QTR 10)							
Province	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Genova	-46,9%	-15,2%	-15,9%	-23,7%	66,7%	25,0%	-4,5%
Bologna	-36,6%	-15,1%	-37,5%	-8,3%	2,2%	3,1%	45,3%
Palermo	-2,6%	-21,0%	-8,0%	-26,7%	-11,6%	-2,2%	-22,3%
Firenze	-33,6%	-28,9%	-19,3%	-12,9%	28,6%	3,2%	-8,2%
Napoli	-3,1%	2,0%	-6,2%	-11,4%	18,4%	0,0%	-6,6%
Torino	-10,4%	-12,6%	-3,7%	-15,0%	-16,1%	7,5%	-23,5%
Roma	-25,2%	-25,1%	-5,1%	-15,8%	1,0%	6,3%	-19,0%
Milano	-29,9%	-11,3%	-30,3%	-25,6%	-12,6%	-6,6%	0,8%
<b>Totale</b>	<b>-24,7%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-17,0%</b>	<b>-19,1%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>-8,6%</b>

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

### Tendenze di Mercato

Sul territorio urbano gli spazi commerciali si trasformano, dando luogo anche a nuove forme distributive quali i temporary shops e spazi aggregativi di vario genere, come ad esempio le sedi di associazioni, partiti politici ecc. Il fenomeno dei temporary shop non è da sottovalutare e potrebbe

essere un buon strumento per facilitare alcuni produttori ad uscire dalla crisi con contratti di locazione molto flessibili che vanno dalle poche settimane per arrivare al massimo ad alcuni mesi. Sono cresciuti del 2% gli imprenditori che hanno utilizzato sistemi in franchising. Il sistema ha quindi manifestato buone capacità di tenuta. Il complesso delle reti operative (869) è cresciuto di 17 unità, con 23 reti in lancio.

In leggera contrazione il numero di occupati (- 0.9%), sintomo della necessità di snellire le strutture. si affermano sempre di più i prodotti con i marchi delle insegne distributive (le cosiddette "marche private"), che rappresentano a febbraio 2010 il 1- 6,3% degli acquisti totali (fonte Nielsen) e sono ormai riconosciuti dai consumatori come il miglior rapporto qualità-prezzo sul mercato. Prende piede il concetto di "outlet esperienziale", pensato per i marchi del lusso che finora non hanno mai affrontato l'esperienza dell'outlet o di quei brand che intendono ampliare i propri orizzonti cambiando radicalmente la loro concezione di questa formula. Fra le tendenze attese bisogna segnalare che è stato aperto in Francia il primo Carrefour Placet, punto vendita multi specializzato che segue il principio di "vendere tutto sotto lo stesso tetto". Tra gli articoli, 3 mila prodotti biologici, 9 mila quelli di igiene-bellezza e il settore surgelati è dotato di casse autonome. Sono presenti anche la zona mercato con stand "gourmand" e punti di degustazione, il comparto moda, bambino, casa e multimedia. Al centro commerciale Fiordaliso a Rozzano invece si è creato il grande giardino verticale d'Italia: composto da 44 mila piantine di 200 specie diverse, si sviluppa su una superficie di 1.250 mq. Assorbe CO2 e polveri sottili, con risparmio energetico per la struttura.

### *La Distribuzione*

Continua il lento ma ormai consolidato processo di trasformazione del tessuto commerciale soprattutto all'interno dei territori urbani.

Il commercio tradizionale si riduce gradualmente. Nascono nuovi servizi e attività (come gli studi dentistici su strada o punti di consulenza legale, negozi d'acquisto d'oro usato, negozi automatici h 24 etc), il tutto in un contesto di incremento di attività gestite da stranieri soprattutto in semicentro e periferia. La piccola distribuzione sta vivendo periodo di profonda crisi, il consumatore attuale preferisce altri canali distributivi. I segnali che riguardano da vicino il real estate si possono riassumere nei seguenti punti:

1. Si indeboliscono gradualmente i Negozi Tradizionali , soprattutto alimentari.
2. si assiste ad una crescita numerica della distribuzione moderna non più accompagnata da un aumento del fatturato per PDV.

3. Nel food gli Ipermercati lasciano ormai da tempo la scena agli Hard Discount.
4. Nel non food si ferma la crescita delle Grandi Superfici Specializzate che offrono assortimenti completi (varietà, innovazione elevate prestazioni di servizio (adeguate garanzie post vendita, rateizzazione dei pagamenti) e aumenta quella dei Grandi Magazzini.

	1996	2007	2008	2009	Δ%2009-2008	Δ%2009-1996
<b>Distribuzione Moderna</b>	15.569	22.763	23.669	23.859	0,80%	53,20%
<b>Alimentari</b>	13.810	19.517	20.195	20.326	0,60%	47,20%
<b>Ipermercati</b>	173	389	401	415	3,50%	139,90%
<b>Supermercati</b>	6.126	8.757	9.048	9.026	-0,20%	47,30%
<b>Superettes</b>	5.500	6.828	6.898	6.756	-2,10%	22,80%
<b>Hard Discount</b>	2.011	3.543	3.848	4.129	7,30%	105,30%

	1996	2007	2008	2009	Δ%2009-2008	Δ%2009-1996
<b>Distribuzione Moderna</b>	15.569	22.763	23.669	23.859	0,80%	53,20%
<b>Non Alimentari</b>	1.759	3.246	3.474	3.533	1,70%	100,90%
<b>Grandi Magazzini</b>	980	721	764	829	8,50%	-15,40%
<b>Grandi Superfici Speci:</b>	779	2.525	2.710	2.704	-0,20%	247,10%

Fonte: Ufficio Studi Gabetti

### Rendimenti Prime

Sul fronte dei Prime Yields si è registrata una certa stabilità nell'ultimo quarter. Su base annuale, si riscontra un incremento di 45 bp (basis point) nelle periferie e di 10 bp nelle zone centrali.

RENDIMENTI PRIME 3° Trimestre 2010						
	MILANO	ROMA	NAPOLI	BOLOGNA	FIRENZE	PADOVA
<b>Centro</b>	5,75%	5,50%	3,30%	6,00%	5,50%	6,00%
<b>Semicentro</b>	6,50%	5,75%	5,60%	6,90%	6,00%	7,00%
<b>Periferia</b>	7,50%	7,00%	6,50%	7,20%	6,50%	7,25%
<b>Hinterland</b>	7,75%	7,50%	6,50%	7,60%	6,80%	7,50%

Fonte: Ufficio Studi Gabetti

### Canoni Prime

L'andamento dei Prime Rent, evidenzia nel terzo quarter dell'anno una stabilità rispetto al periodo precedente. Nell'arco dell'anno si è assistito ad una diminuzione media dei canoni prime del 2.0%. Le zone più care si confermano il centro di Roma e Milano. Questa contrazione dei valori è stata più intensa nelle zone periferiche, dove ha raggiunto il 4.1%. Maggiore tenuta dei valori nelle zone prestigiose centrali.

CANONI PRIME 3° Trimestre 2010						
	MILANO	ROMA	NAPOLI	BOLOGNA	FIRENZE	PADOVA
<b>Centro</b>	2.100	2.500	850	1.600	1.280	600
<b>Semicentro</b>	950	1.000	600	350	280	220
<b>Periferia</b>	320	380	400	220	280	150
<b>Hinterland</b>	150	150	320	210	250	120

Fonte: Ufficio Studi Gabetti

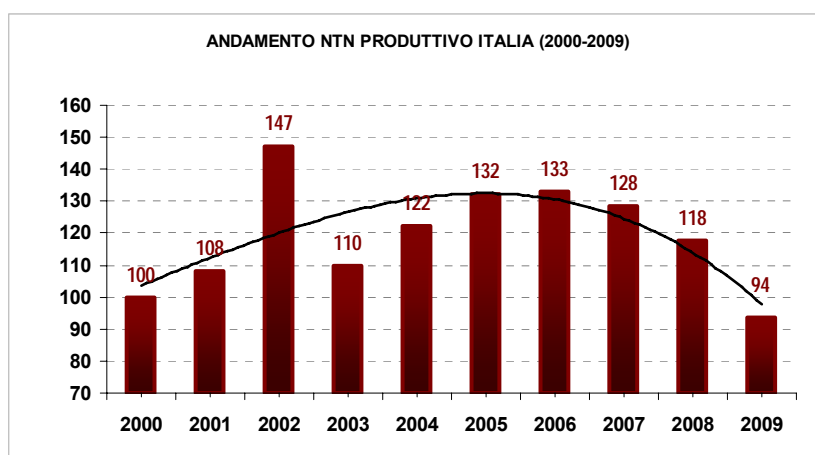
### La congiuntura nazionale per gli immobili ad uso produttivo

La serie storica dei volumi di compravendita per il mercato immobiliare produttivo (capannoni ed industrie) dal 2000 evidenzia un mercato in moderata crescita fino al 2006, seguita da una prima flessione nel 2007 ed un peggioramento progressivo fino al 2009.

Il 2009 segna il dato peggiore con un -20% rispetto all'anno precedente e -40% rispetto al 2006, anno in cui è iniziata la decrescita. A livello di macroaree il dato peggiore è fatto registrare dal Nord, seguito dal Centro. Sembra invece soffrire meno il Sud che evidenzia una decrescita più contenuta.

ANDAMENTO NTN PRODUTTIVO ITALIA (2000-2009)											
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>STOCK</b>	Val. Ass.	400.850	423.201	490.240	490.240	536.333	555.545	575.493	602.063	623.401	636.977
	Var. %		5,6%	15,8%	0,0%	9,4%	3,6%	3,6%	4,6%	3,5%	2,2%
<b>NTN</b>	Val. Ass.	13.098	14.191	19.285	14.381	16.034	17.343	17.418	16.812	15.398	12.281
	Var. %		8,3%	35,9%	-25,4%	11,5%	8,2%	0,4%	-3,5%	-8,4%	-20,2%
<b>IMI</b>	Val. Ass.	3,3%	3,4%	3,9%	2,9%	3,0%	3,1%	3,0%	2,8%	2,5%	1,9%
	Var. %		2,6%	17,3%	-25,4%	1,9%	4,4%	-3,0%	-7,7%	-11,5%	-21,9%

Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio



Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Nel 2010 continua l'andamento negativo: la serie storica trimestrale mostra nei primi due trimestri dell'anno in corso una decrescita più moderata rispetto ai periodi precedenti, vicina al 4%, ma il terzo trimestre disillude le aspettative di miglioramento segnando un -16,9% rispetto al terzo trimestre 2009.

Considerando le macro aree, più elevate sono le flessioni al Centro, -28,2% e al Sud, -27,4%, mentre minore risulta la perdita del mercato al Nord, -11,5%.

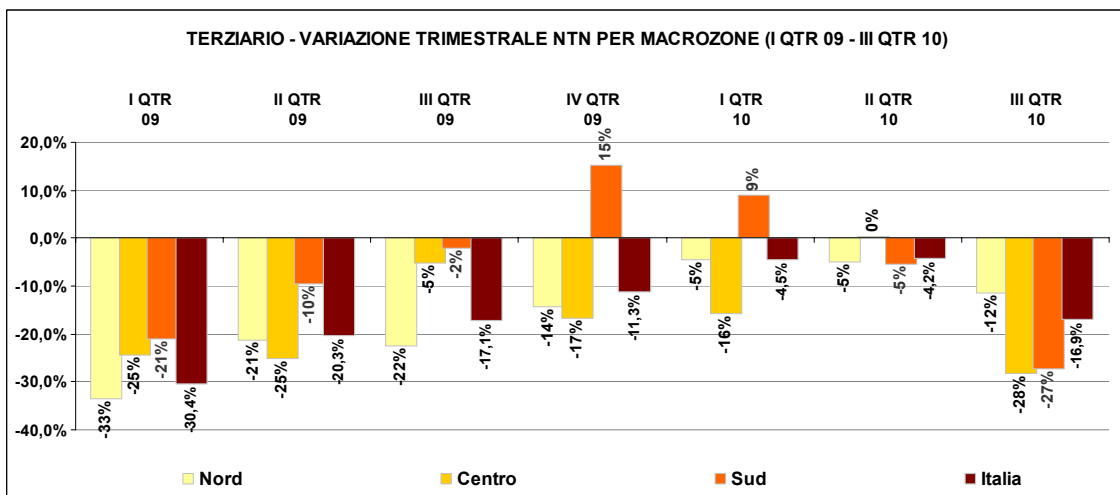


Si conferma, inoltre, che questo mercato è molto concentrato al Nord, dove si realizzano oltre il 70% delle compravendite, rispetto a circa il 15% sia al Centro che al Sud. Infine, possibile osservare come al Centro e al Sud il calo tendenziale annuo di questo trimestre sia decisamente più grave rispetto alle perdite registrate negli ultimi trimestri.

PRODUTTIVO - NTN TRIMESTRALE PER MACROZONA - ITALIA (I QTR 09 / III QTR 10)							
Macrozone	I QTR 09	II QTR 09	III QTR 09	IV QTR 09	I QTR 10	II QTR 10	III QTR 10
Nord	1.773	2.233	1.791	2.743	1.693	2.123	1.585
Centro	471	473	462	577	397	475	331
Sud	399	464	417	590	435	439	303
ITALIA	2.643	3.170	2.670	3.910	2.525	3.037	2.220

PRODUTTIVO - VARIAZIONE TRIMESTRALE NTN PER MACROZONA (I QTR 09 - III QTR 10)							
Macrozone	Δ I QTR 08/09	Δ II QTR 08/09	Δ III QTR 08/09	Δ IV QTR 08/09	Δ I QTR 09/10	Δ II QTR 09/10	Δ III QTR 09/10
Nord	-33,5%	-21,2%	-22,4%	-14,3%	-4,5%	-4,9%	-11,5%
Centro	-24,5%	-25,0%	-5,1%	-16,6%	-15,7%	0,4%	-28,4%
Sud	-21,0%	-9,6%	-2,1%	15,2%	9,0%	-5,4%	-27,3%
Italia	-30,4%	-20,3%	-17,1%	-11,3%	-4,5%	-4,2%	-16,9%

Fonte: Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

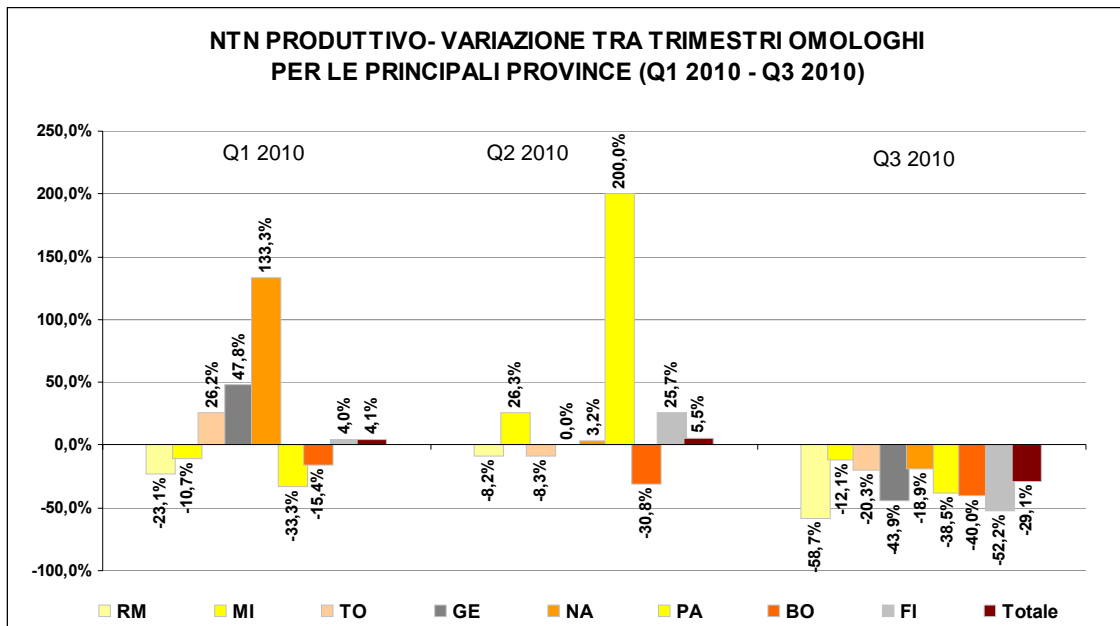


Fonte: Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

Tra le otto province delle principali città, nessuna di queste mostra un dato positivo di mercato nel III trimestre 2010. Sono di rilievo le pesanti perdite di Roma, Genova e Firenze. Negativa risulta anche la performance del mercato di Milano, -12,2%, dove si sono concentrate in questo trimestre il 40% delle compravendite del settore produttivo delle grandi città.

Le variazioni percentuali rispetto ai trimestri omologhi sono decisamente non uniformi, con alcuni valori fortemente negativi ed altri positivi. È opportuno segnalare che trattandosi di numeri assoluti

nell'ordine di alcune decine, una piccola differenza in termini assoluti può comportare una variazione percentuale consistente (come ad esempio a Palermo).



Fonte: Elaborazioni Patrigest su dati Agenzia del Territorio

### *Tendenze di Mercato*

I rendimenti sono stabili, con canoni in diminuzione frazionale. Crescono le richieste e l'assorbimento locativo. Dopo le sensibili diminuzioni avvenute sul fronte delle compravendite negli ultimi trimestri, la situazione sembra in miglioramento, con una propensione più marcata verso la valutazione anche dell'opzione d'acquisto.

Nel mercato corporate, si registrano molte richieste per i tagli di 2.000-3.000 mq, mentre per le tipologie che partono dai 5.000 mq non c'è domanda.

Sono ancora in atto ristrutturazioni aziendali che spesso hanno come conseguenza la ricerca di nuove sedi produttive di dimensioni più contenute. Spesso la scelta è accompagnata da un decentramento delle location. Il primo elemento di scelta è il risparmio sul canone di locazione. Si accettano quindi anche sedi lontane o fuori provincia, purché vicine alle tangenziali o alle autostrade. Bisogna considerare poi che la scomodità della localizzazione produttiva, in momenti di vertenze sindacali, non è necessariamente un elemento penalizzante.

Facendo riferimento ad aziende che gravitano su Milano ad esempio, vengono considerate oggi location, anche nel lodigiano, nella bergamasca e nell'abbiatense. Per quel che riguarda la tipologia domandata è fondamentale l'area esterna, concentrata su un lato, in modo da formare un piazzale di caric scarico.

Gli uffici non devono avere solitamente un'incidenza superiore al 10% rispetto alla superficie del capannone, diversamente diventano difficili da collocare. Fra le prassi si segnala che in caso di coperture in Eternit, il costo di bonifica (30-40 €/mq), in caso di locazione rimane a carico della proprietà, mentre in caso di vendita l'onere è per l'acquirente.

La presenza di impianti a pannelli solari o fotovoltaici non è richiesta dal mercato, che di solito utilizza sistemi tradizionali.

La vicinanza a scali ferroviari non riveste ancora alcuna rilevanza, rispetto a quella autostradale.

### *Rendimenti Prime*

Rispetto allo scorso trimestre si è registrata una stabilità dei rendimenti. I valori più elevati si raggiungono nell'hinterland di Bologna con il 7.80% mentre i più ridotti in periferia a Padova con il 6.75%. I differenziali dei rendimenti tuttavia non risultano elevati né fra le diverse città, né fra periferia e hinterland. Contenuti in 25 basis points i differenziali nei rendimenti prime a Milano, fra le zone periferiche e quelle dell'hinterland.

A Firenze, Bologna, Padova, si è nell'ordine dei 50 basis points. A Napoli si registra un trend di rientro dall'hinterland verso la periferia, in direzione dei vecchi centri industriali, che potrebbe portare ad un allineamento futuro dei valori.

	RENDIMENTI PRIME 3° Trimestre 2010					
	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Periferia	7.00%	7.20%	6.75%	7.30%	7.00%	6.80%
Hinterland	7.25%	7.75%	7.25%	7.80%	7.50%	7.00%

Fonte: Ufficio Studi Gabetti

### Canoni Prime

Su base trimestrale si è registrata una flessione dei canoni prime del 4.9% a livello italiano. Dal punto di vista dei comportamenti commerciali, si conferma una differenza significativa a seconda della tipologia della proprietà. I privati sono più propensi a trattare, anche perché spesso hanno bisogno di liquidità a breve. Non è quindi prassi concedere dei periodi di free rent nel settore industriale.

Diversa la logistica, che vede la proprietà rappresentata da Fondi, dove i periodi di free rent sono consueti.

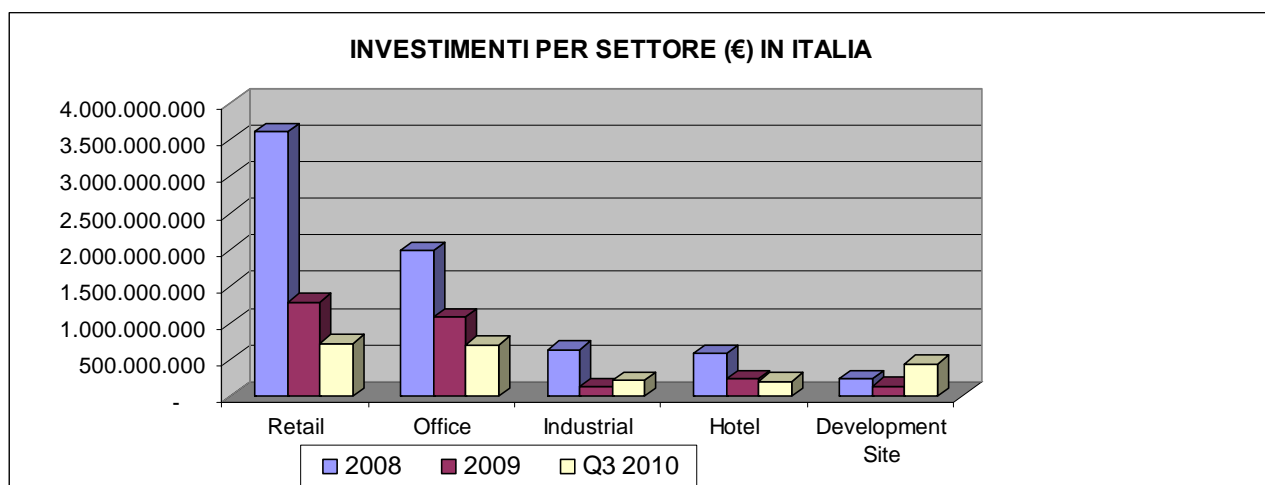
Napoli è la città dove i canoni sono più contenuti e sono in ridimensionamento. Le clausole di break option sono previste, con disdette possibili di solito a partire dal 3-4° anno. E' raro che vi siano contratti di durata diversa dal classico 6+6.

	CANONI PRIME 3° Trimestre 2010					
	Milano	Roma	Padova	Bologna	Firenze	Napoli
Periferia	55	63	48	50	70	38
Hinterland	48	50	40	44	70	33

## Capital Markets

L'Analisi del mercato degli investimenti in Italia, mostra una ripresa verso i development site (ha inciso molto la transazione dell'ex area Falck). In forte contrazione il segmento Retail, che per l'anno in corso è in linea con quello Office, su un valore di 700 milioni di €. Dopo la forte contrazione avvenuta nel 2009 rispetto al 2008, si assiste ad un miglioramento dello scenario nell'anno in corso. In recupero relativo il segmento industrial, che è stato molto penalizzato dalla crisi in corso. Qualche transazione significativa nel settore industrial-logistic (fonte: RCA).

CAPITAL MARKET - INVESTIMENTI PER SETTORE (€) IN ITALIA			
SECTOR	2008	2009	Till Q3 2010
Retail	3.617.270.408	1.282.285.248	724.221.651
Office	1.986.049.671	1.081.162.188	703.732.192
Industrial	638.837.890	125.814.867	214.435.968
Hotel	575.854.622	239.802.261	204.499.850
Development Site	240.775.317	139.200.000	444.000.000
<b>Total</b>	<b>7.058.789.916</b>	<b>2.868.266.573</b>	<b>2.290.889.661</b>



Fonte: Ufficio Studi Gabetti

## **5. VALUTAZIONE DEL PORTAFOGLIO IMMOBILIARE**

### *Market Value (MV)*

Da quanto precede e dalle elaborazioni economico finanziarie, otteniamo il più probabile valore di mercato, che arrotondato è pari a:

**€542.320.000,00**

***(Cinquecentoquarantaduemilionitrecentoventimila,00)***

