



Protocollo: IPI_ES1801469

Data: 18/04/2018



PRAXI S.p.A. - ORGANIZZAZIONE e CONSULENZA

Cap. Soc. Euro 6.000.000 int. vers.
20145 MILANO - Via Mario Pagano, 69/A - Tel. +39 02 43 002 - Fax +39 02 481 29 29
milano@praxi.praxi - www.praxi.praxi

ORGANIZZAZIONE - INFORMATICA - VALUTAZIONI e PERIZIE - RISORSE UMANE

Spettabile
AGIRE S.r.l.
Via Nizza, 262/59
10126 TORINO

Milano, 16 Aprile 2018
Ns. Rif.: SL/val 18.3853A

Facendo seguito all'incarico da Voi affidatoci in data 22/03/2018, abbiamo effettuato l'aggiornamento di una nostra precedente valutazione del 28/2/2014 inerente all'immobile sito in Genova, via Pietro Chiesa 11, che dispone anche di n. 16 posti auto ubicati nella retrostante via di Francia 28, di proprietà della Spettabile IPI S.p.A., con riferimento alla data del 16 Aprile 2018.

La stima ha determinato il Valore di Mercato dell'immobile in esame a fini di finanziamento.

La nostra attività è conforme agli standard fissati da IVS - International Valuation Standards - edizione 2017 e da RICS Valuation - Professional Standards ("Red Book") - edizione 2017. PRAXI è Società di Valutazione "regulated by RICS" [Firm n° 710985].

PRAXI ha elaborato questa stima agendo in qualità di Valutatore Indipendente esterno, così come definito dal Red Book. PRAXI non si trova in condizioni di conflitto di interesse rispetto al Committente, agli altri Soggetti coinvolti ed all'immobile oggetto di stima.

OGGETTO DELLA STIMA

Sono stati oggetto di stima il fabbricato, comprensivo degli impianti generici di pertinenza (elettrico, termico, idrico, ecc.); sono rimasti invece esclusi dalla valutazione i beni mobili/gli arredi/le attrezzature ed in generale quanto contenuto nell'asset di cui si tratta.

DEFINIZIONE DI VALORE E CRITERIO DI VALUTAZIONE

La valutazione dell'immobile in oggetto è stata sviluppata sulla base del criterio del Valore di Mercato (VM).

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'adequata commercializzazione in cui le

**BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - ROMA - TORINO - VERONA
LONDON**

Sede Legale ed Amministrativa: 10125 TORINO - Corso Vittorio Emanuele, 3 - Tel. +39 011 65 00 - Fax +39 011 650 21 82
Aut. MLPS 15/1000386803.04 e 3900006096/MA001A003 - Registro Imprese Torino, Codice Fiscale e Partita IVA IT 01132750017

parti abbiano agito in modo informato, consapevole e senza coercizioni (IVS 2017 - IVS 104 Section 30; RICS Red Book 2017 - VPS4 4.1).

L'impostazione della stima è stata coerente con quella adottata per la valutazione precedente, cui si è già sopra fatto riferimento.

Trattandosi infatti di un immobile trasformabile/da valorizzare, ovverosia che necessita (o per il quale 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, destinazioni d'uso, ecc.) da quello attuale, per la determinazione del Valore di Mercato è stato adottato il criterio del Valore di Trasformazione, secondo il quale il Valore dell'immobile deriva dalla 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.

La valutazione ha fatto riferimento ad un precedente studio di fattibilità/progetto di massima riguardante l'asset in questione ed ha considerato l'immobile nello stato di disponibilità in cui esso si trova alla data di riferimento della stima, ovverosia libero ed immediatamente disponibile, ad eccezione dei posti auto che risultano locati con contratti aventi scadenze annuali.

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.

METODOLOGIA DI LAVORO

L'aggiornamento della valutazione è stato sviluppato in modalità desk-top, cioè senza effettuare il sopralluogo presso l'immobile in esame e sulla base della documentazione e delle informazioni già in nostro possesso, integrate da quanto segnalatoci e trasmessoci in fase di impostazione del lavoro.

Abbiamo comunque 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).

Il report di valutazione è stato strutturato in modo analogo al precedente.

SPECIAL ASSUMPTIONS

La stima è basata sulla special assumption che, nel periodo trascorso dalla nostra precedente valutazione, non siano intervenute variazioni della situazione fisica e giuridica dell'immobile in questione aventi rilevanza rispetto al Valore di Mercato dello stesso.

LIMITI DI INDAGINE E RESPONSABILITA'

Si precisa che non è stata effettuata alcuna verifica circa il titolo di proprietà del bene stimato, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di esso; la valutazione ha presupposto che il bene sia pienamente conforme alla legislazione ed alle normative vigenti.

Non abbiamo inoltre considerato le eventuali passività ambientali gravanti sulla 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.

Abbiamo infine assunto che i dati e le informazioni già in nostro possesso nonché forniteci in fase di impostazione del lavoro siano valide, corrette ed aggiornate.

CONCLUSIONI DI STIMA

Sulla base di quanto riportato in precedenza ed esposto nella allegata Relazione di Stima, è nostra opinione che il Valore di Mercato dell'immobile sito in Genova, via Pietro Chiesa 11, che dispone anche di n. 16 posti auto ubicati nella retrostante via di Francia 28, di proprietà della Spettabile IPI S.p.A., con riferimento alla data del 16 Aprile 2018, sia pari a:

€ 3.300.000,00 (euro tremilionitrecentomila/00).

Restando a disposizione per ogni ulteriore chiarimento, cogliamo l'occasione per porgere i migliori saluti.

Praxi S.p.A.
Un Amministratore

Maurizio Negri MRICS

Registered Valuer



Relazione di Stima

AGIRE S.r.l.

**Complesso immobiliare ubicato in
Genova, via Pietro Chiesa 11 e via di Francia 28**

MILANO, APRILE 2018

1. UBICAZIONE

Oggetto della presente valutazione è un complesso immobiliare ubicato in posizione semiperiferica nel territorio comunale di Genova, nel quartiere Sampierdarena, in via Pietro Chiesa 11 e, riguardo unicamente ai n. 16 posti auto coperti di cui dispone il complesso immobiliare stesso, in via di Francia 28, a monte del Lungomare Canepa.

Il contesto in cui risulta inserito il bene suddetto è a prevalente carattere terziario-residenziale, con presenza di attività commerciali e pubblici esercizi ai piani terra.

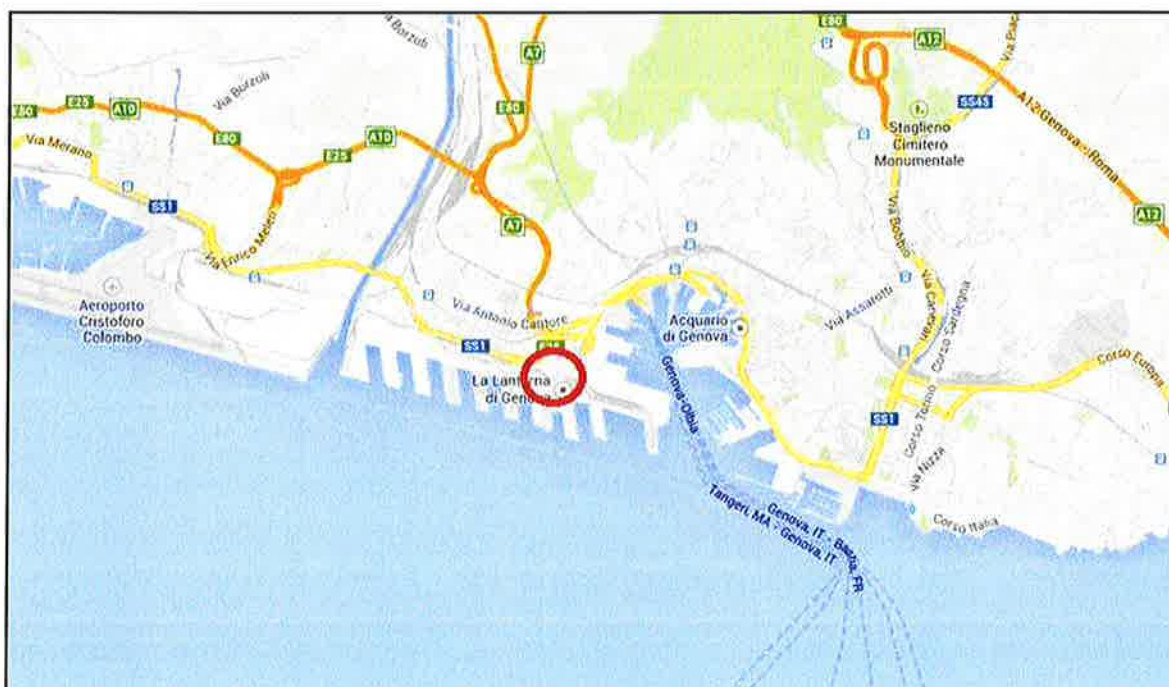
In prossimità dell'immobile, più precisamente in via Buranello ed in via di Francia, vi sono immobili cielo-terra direzionali (Palazzo del Comune e Centro Direzionale San Benigno).

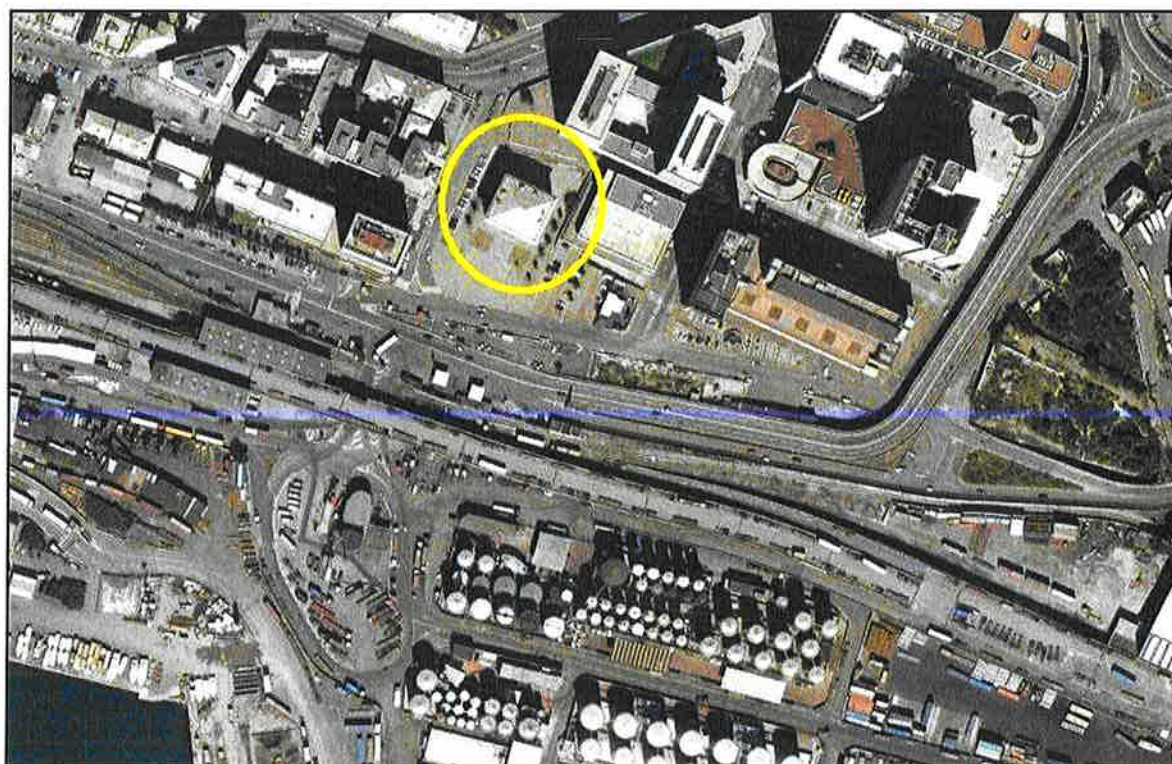
Il waterfront portuale presenta invece caratteristiche tipicamente industriali-artigianali.

L'accessibilità è garantita da due assi di viabilità primaria tra loro paralleli quali via Buranello ed il Lungomare Giuseppe Canepa.

Il casello dell'autostrada A7 Milano-Genova (uscita "Genova Centro") è posto a circa 1,5 km dalla proprietà mentre il centro storico della città (Piazza De Ferrari) dista circa 5 km.

La stazione ferroviaria Genova-Brignole dista 6 km circa.





2. DESCRIZIONE DELLA PROPRIETA'

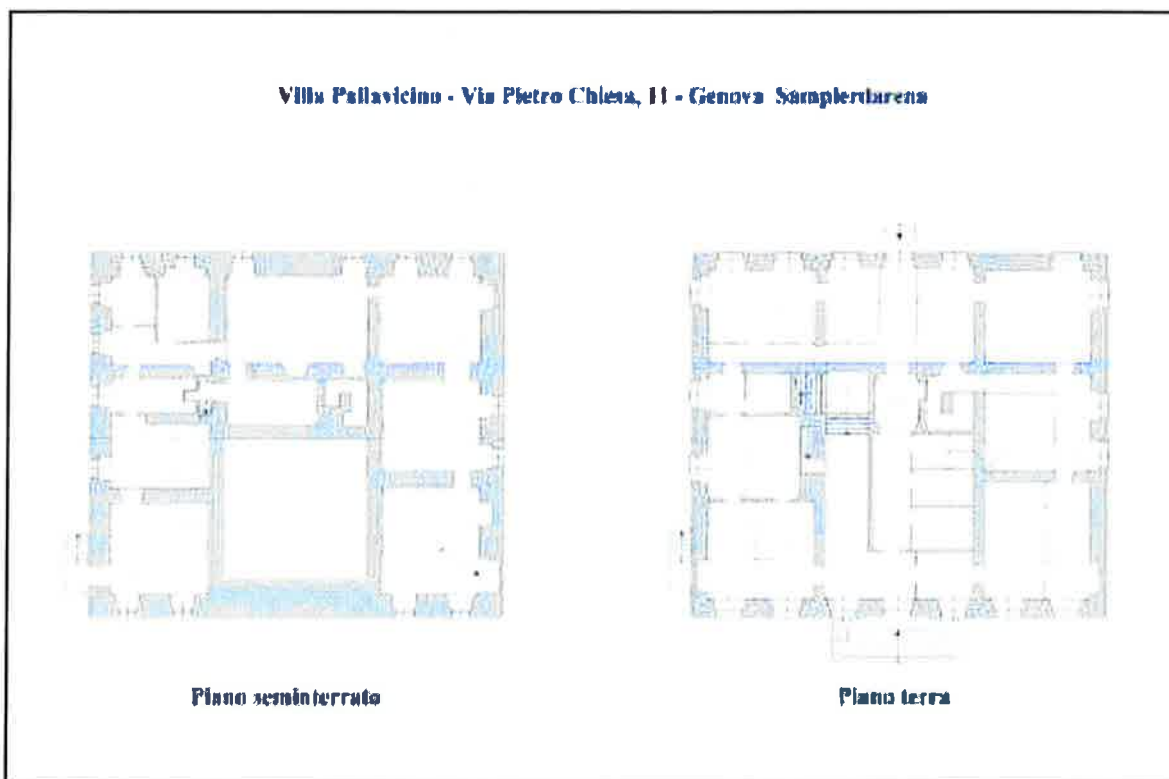
2.1 DESCRIZIONE GENERALE

Trattasi di un immobile cielo terra, a pianta rettangolare, isolato (Villa Pallavicino) che dispone di n. 16 posti auto coperti ubicati in corrispondenza del quarto piano dell'edificio retrostante denominato "I Gemelli".

Realizzata nella seconda metà del XVI secolo ed articolata su un piano fondi, piano terra, primo piano ammezzato, piano primo o nobile, secondo piano ammezzato, secondo piano e sottotetto, Villa Pallavicino risulta totalmente in disuso da tempo.

Il fabbricato ha struttura in muratura e calcestruzzo con parti in pietra, solai in laterocemento, copertura a falde con manto di impermeabilizzazione in lastre di ardesia, facciate originariamente dipinte e fasce marcapiano dotate di elementi di decorazione.

Dal punto di vista delle finiture interne l'immobile, originariamente adibito ad uffici ed abbandonato ormai da diversi anni, presenta pareti tinteggiate, serramenti in legno-vetro, stipiti e porte in legno, controsoffittature in pannelli di fibra minerale, illuminazione a lampade al neon, pareti mobili in laminato plastico, pavimenti in cemento rivestito di moquette ed in parquet, bagni rivestiti in piastrelle di gres ceramico, pavimenti in marmo. Il vano scale ha volte di copertura di interesse architettonico e gradini in pietra.



Villa Pallavicino - Via Pietro Chiesa, 11 - Genova Sampierdarena



Primo piano annessato



Primo piano nobile

Villa Pallavicino - Via Pietro Chiesa, 11 - Genova Sampierdarena

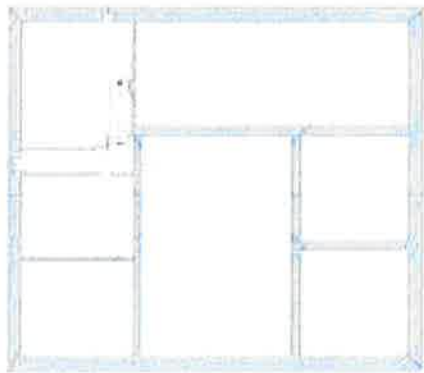


Secondo piano annessato



Secondo piano

Villa Pallavicino - Via Pietro Chiesa, 11 - Genova Sampierdarena



Sottotetto



Sezione

Villa Pallavicino - Via Pietro Chiesa, 11 - Genova Sampierdarena



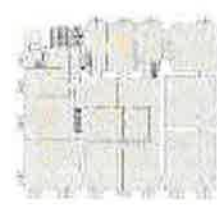
Primo piano



Secondo piano



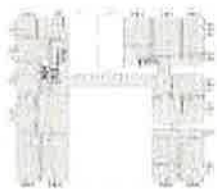
Terzo piano



Quarto piano



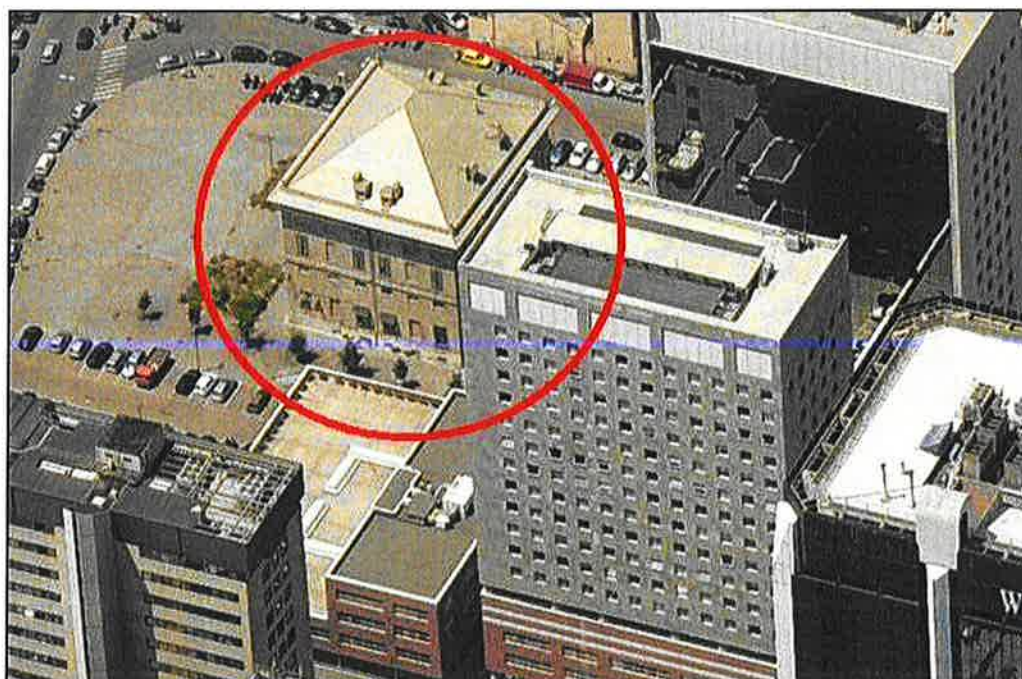
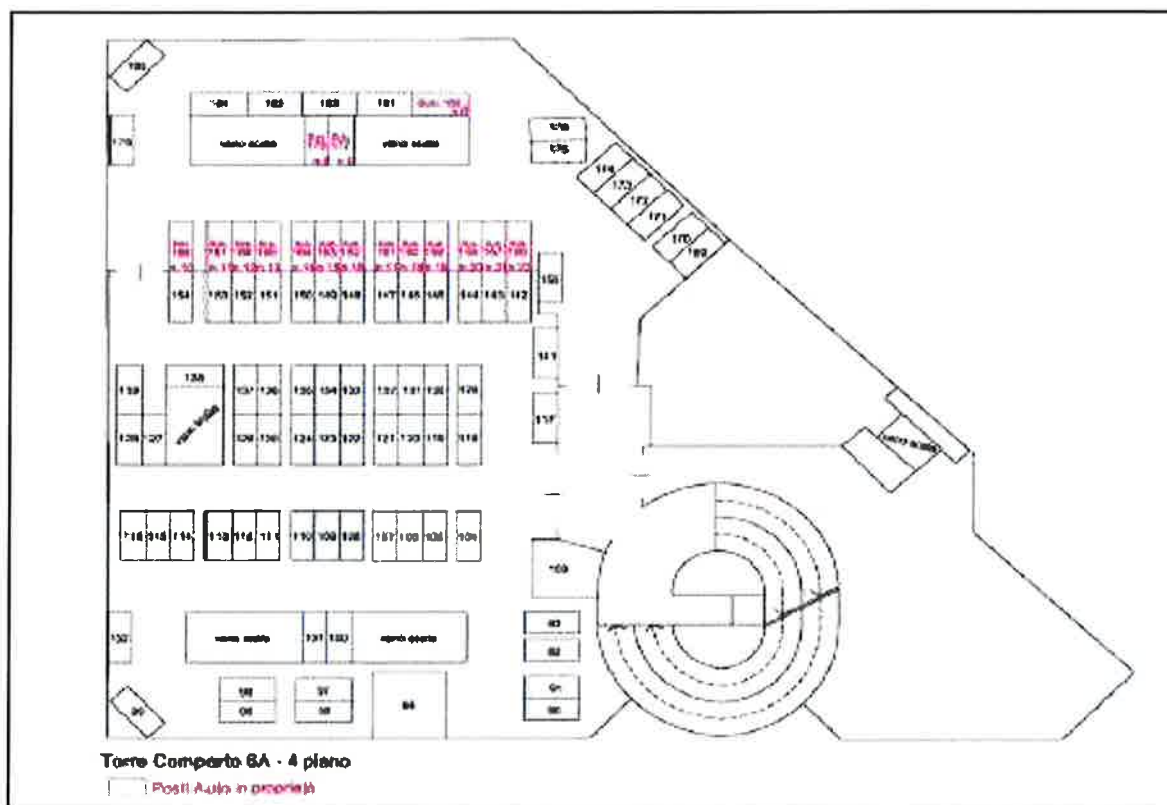
Quinto piano



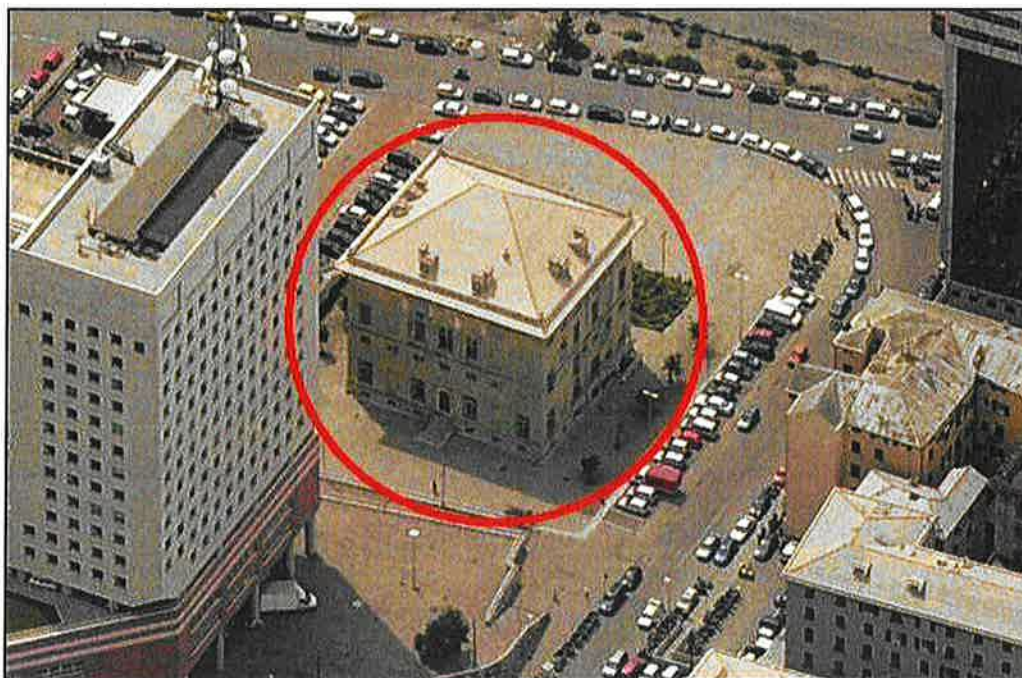
Sesto piano



Settimo piano



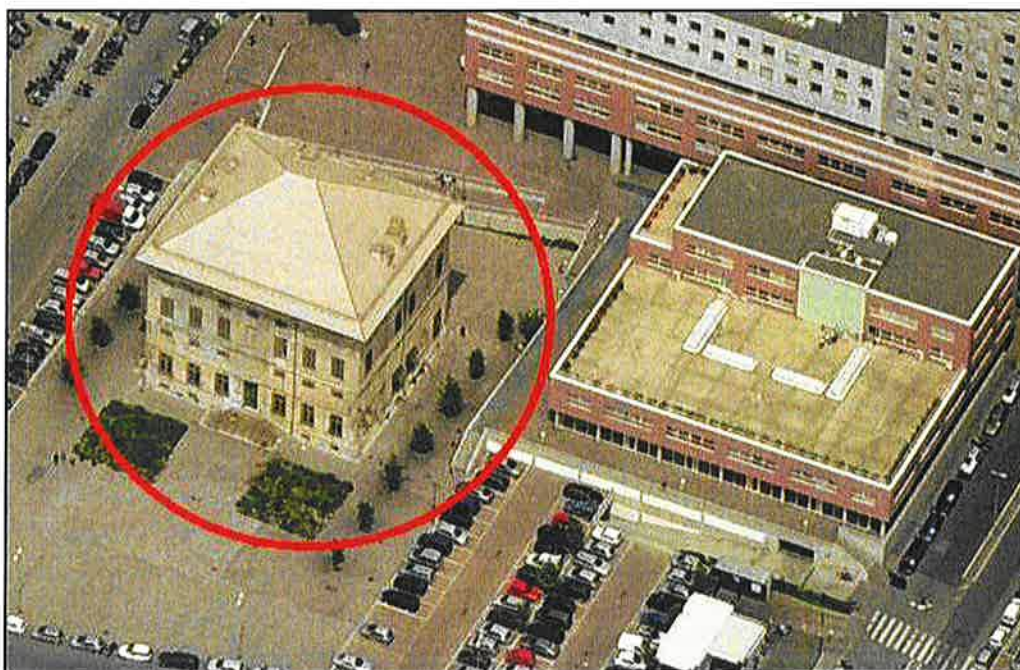
Vista aerea Est



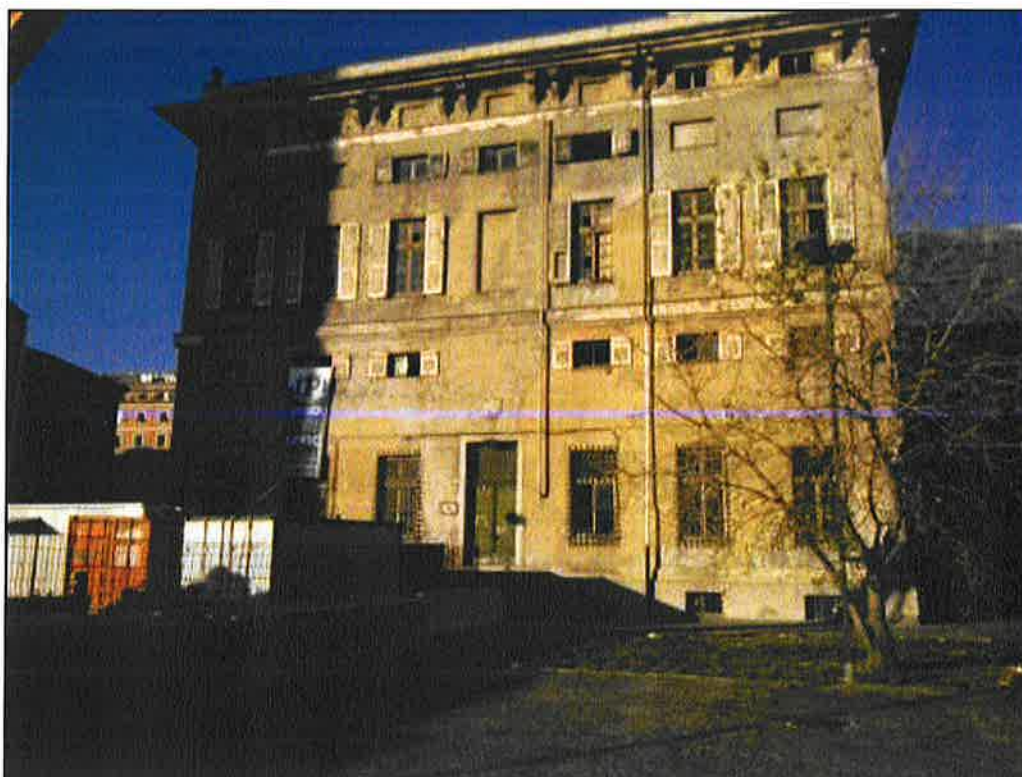
Vista aerea Nord



Vista aerea Ovest



Vista aerea Sud







2.2 CONSISTENZE EDILIZIE

La tabella che segue riepiloga le consistenze di progetto del fabbricato, suddivise per unità immobiliare.

<i>Piano</i>	<i>S.l.p. (mq)</i>	<i>Unità</i>	<i>Destinazioni d'uso (progetto)</i>	<i>Coeff.</i>	<i>Superficie commerciale (mq)</i>
Seminterrato	199	A	commerciale	75%	149
	135	B	commerciale	75%	101
	88	C	commerciale	75%	66
	99	condominio		0%	0
Terreno	160	1	commerciale	100%	160
	172	2	commerciale	100%	172
	218	condominio		0%	0
Primo ammezzato	211	3	uffici	100%	211
	198	4	uffici	100%	198
	131	condominio		0%	0
Primo nobile	175	5	uffici	100%	175
	192	6	uffici	100%	192
	60	7	uffici	100%	60
	130	condominio		0%	0
Secondo ammezzato	28	condominio		0%	0
Secondo	153	8	uffici	100%	153
	91	9	uffici	100%	91
	86	10	uffici	100%	86
	105	11	uffici	100%	105
	79	condominio		0%	0
Terzo	68	12	uffici	100%	68
	321	13	uffici	100%	321
	31	condominio		0%	0
Totale	3.130				2.309

Nota: la superficie catastale complessiva dei posti auto coperti è pari a mq 192 (mq 12 x n. 16).

2.3 SITUAZIONE LOCATIVA

La villa non ha locazioni in essere e risulta abbandonata. Per quanto concerne invece i posti auto coperti gli stessi risultano affittati a terzi.

2.4 STATO DI CONSERVAZIONE E MANUTENZIONE

La villa pur trovandosi è in uno stato di totale abbandono da molti anni, si presenta sostanzialmente solida sotto il profilo strutturale non necessitando di interventi urgenti ai fini della sua conservazione.

Al tal proposito si evidenzia che nel corso del 1995 è stato realizzato un intervento di manutenzione straordinaria del tetto in occasione del quale oltre al totale rifacimento del manto in ardesia sono stati realizzati una serie di abbaini e diversi camini in previsione di un futuro utilizzo.

2.5 IDENTIFICAZIONE CATASTALE

INTESTAZIONE IMMOBILI

n.	dati anagrafici	diritti e oneri reali
1-27	IPI S.P.A. con sede in TORINO (TO)	(1) Proprieta'

CATASTO FABBRICATI

Comune: GENOVA

dati identificativi					dati di classamento					
n.	sez. urb.	foglio	particella	subalterno	zona	microzona	categoria	class e	consistenza	rendita in €
1	SAM	41	348	1	3		A/10	1	9 vani	4.485,43
2	SAM	41	348	2	3		A/4	5	8 vani	681,72
3	SAM	41	348	3	3		A/2	2	9 vani	1.371,19
4	SAM	41	348	4	3		A/4	5	6,5 vani	553,90
5	SAM	41	348	5	3		A/4	5	4 vani	340,86
6	SAM	41	348	6	3		A/4	4	3,5 vani	253,06
7	SAM	41	348	7	3		A/4	4	6 vani	433,82
8	SAM	41	348	8	3		A/4	4	4,5 vani	325,37
9	SAM	41	348	9	3		A/4	4	5 vani	361,52
10	SAM	41	348	10	3		A/4	4	5,5 vani	397,67
11	SAM	41	348	11	3		C/2	4	263 mq	1.208,87
12	SAM	41	755	156	3		C/6	5	12 mq	143,78
13	SAM	41	755	157	3		C/6	5	12 mq	143,78
14	SAM	41	755	158	3		C/6	5	12 mq	143,78
15	SAM	41	755	159	3		C/6	5	12 mq	143,78
16	SAM	41	755	160	3		C/6	5	12 mq	143,78
17	SAM	41	755	161	3		C/6	5	12 mq	143,78
18	SAM	41	755	162	3		C/6	5	12 mq	143,78
19	SAM	41	755	163	3		C/6	5	12 mq	143,78
20	SAM	41	755	164	3		C/6	5	12 mq	143,78
21	SAM	41	755	165	3		C/6	5	12 mq	143,78
22	SAM	41	755	166	3		C/6	5	12 mq	143,78
23	SAM	41	755	167	3		C/6	5	12 mq	143,78
24	SAM	41	755	168	3		C/6	5	12 mq	143,78
25	SAM	41	755	177	3		C/6	5	12 mq	143,78
26	SAM	41	755	178	3		C/6	5	12 mq	143,78
27	SAM	41	755	180	3		C/6	5	12 mq	143,78

2.6 SITUAZIONE E DESTINAZIONE URBANISTICA

La proprietà in oggetto è individuata nel Piano Urbanistico Comunale di Genova, approvato con D.P.G.R. n. 44 del 10/03/2000, confermato con D.G.R. n. 1304 del 05/11/2010 come Zona D Produttivo, Sottozona DU Ambiti speciali n. 37, San Benigno.

La funzione caratterizzante è il direzionale.

Sono inoltre ammesse:

- alberghi, residenze turistico-alberghiere, connettivo urbano, parcheggi pubblici e privati, servizi pubblici e privati e viabilità secondaria;
- terziario avanzato e servizi speciali compatibili sotto il profilo ambientale;
- residenza, esercizi di vicinato, pubblici esercizi, centro integrato di via naturale ed artificiale, medie e grandi strutture di vendita, con esclusione dei generi alimentari e fino ad un massimo di 6.000 mq. di S.N.V., comprensivo delle attività già insediate;
- è ammessa la funzione depositi e commercio all'ingrosso;
- i locali definiti magazzini all'atto della costruzione possono essere utilizzati per la funzione depositi e commercio all'ingrosso senza che si configuri cambio d'uso.

Sono di conseguenza vietate tutte le altre funzioni.

Possono essere mantenuti o adeguati sotto il profilo tecnologico soltanto gli edifici o porzioni di essi e i relativi impianti adibiti a funzioni vietate solo se attivi e regolarmente autorizzati ai sensi della relativa normativa di settore.

Interventi ammessi:

- Manutenzione ordinaria e opere interne;
- Manutenzione straordinaria;
- Restauro conservativo;
- Cambio d'uso;
- Frazionamento e accorpamento di unità immobiliari o di edifici;
- Ristrutturazione edilizia;
- Incremento di Superficie Agibile.

Gli interventi ammessi devono conformarsi alle norme progettuali della sottozona AS, in cui gli interventi sugli edifici esistenti sono subordinati al rispetto e alla conservazione delle caratteristiche architettoniche, tipologiche e storico-ambientali degli edifici e degli spazi liberi nonché delle tecnologie e dei materiali tradizionali qualificanti.

Con D.C.C. n. 92 del 07/12/2011 è stato adottato il Progetto Preliminare del nuovo Piano Urbanistico Comunale.

L'immobile ricade in Zona AC-IU, Ambito di conservazione dell'impianto urbanistico, AC-IU-5 Ambiti con disciplina urbanistica speciale N°9, Centro direzionale di San Benigno, per cui viene recepita la disciplina urbanistica del P.U.C. 2000.

L'immobile, classificato fra gli elementi storico-artistici ed emergenze esteticamente rilevanti, rientra nel Sistema delle ville n. 2 Via Sampierdarena e nei percorsi di origine storica.

3. 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, interrompendo l'espansione delle abitazioni di proprietà che durava da circa 30 anni.

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

Il mercato immobiliare italiano appare correre 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 negli ultimi 24 mesi in Italia. Nel 2017 il fatturato del mercato immobiliare italiano è atteso in crescita rispetto al 2016, ma a livelli inferiori rispetto la media europea (eccezione del Regno Unito, vittima delle scelte sulla Brexit), anche se non mancano gli sviluppi innovativi in diversi comparti, dal residenziale, al business o logistico/produttivo.

Uno spiccato aumento nel volume di fatturato deriva dagli investimenti nel real estate, capace di arrivare oltre la soglia degli 11 miliardi di euro, in crescita del 21% rispetto al 2016. A questo risultato straordinario ha contribuito un quarto trimestre particolarmente dinamico con volumi pari a 4 miliardi di euro, il più elevato livello trimestrale mai raggiunto. Nel corso dell'anno si è assistito inoltre ad un boom del settore della logistica, che ha registrato un incremento del 95% rispetto all'anno precedente e ha raggiunto complessivamente investimenti per un totale di oltre € 1,2 mld.

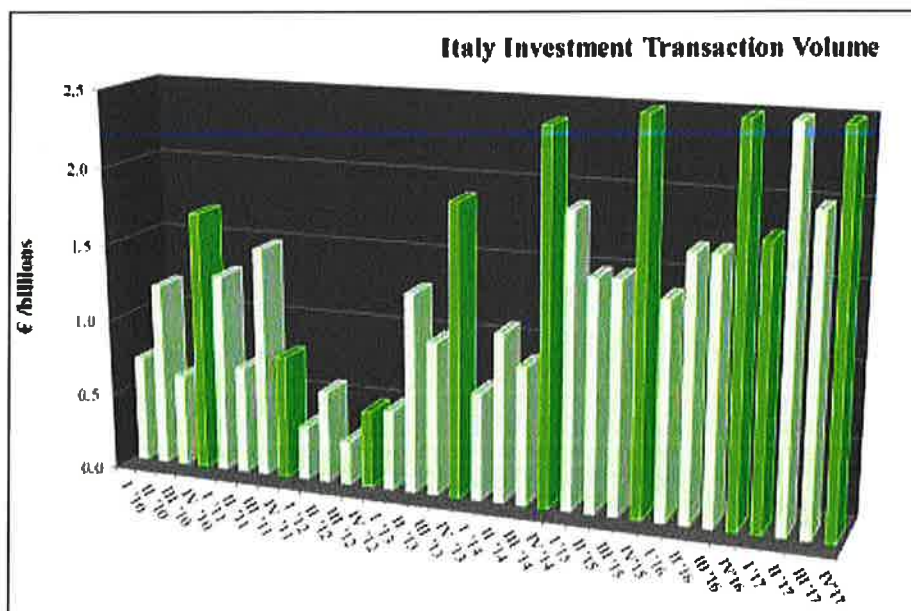


Figura 1 Volumi di investito in Italia dal 2010 - Elaborazione Praxi su fonti varie

COMPARTO RESIDENZIALE

I dati diffusi dall'Agenzia delle Entrate sulle transazioni nel campo residenziale, seppure a ribasso rispetto a quanto previsto, mostrano il 2017 con un bilancio positivo con circa 544.000 transazioni ed un incremento del 5,5% sull'anno precedente.

Negli ultimi 3 anni una parte rilevante di fabbisogno compresso è riuscita ad accedere al mercato della casa, favorendo un ampliamento dell'attività transattiva, fisiologicamente destinato ad attenuarsi nel prosieguo. Pertanto, nel 2018 si prevedono 560 mila compravendite (+2,9%) che dovrebbero salire a 586 mila nel 2019 (+4,6%), e a 606 mila nel 2020 (+3,5%).

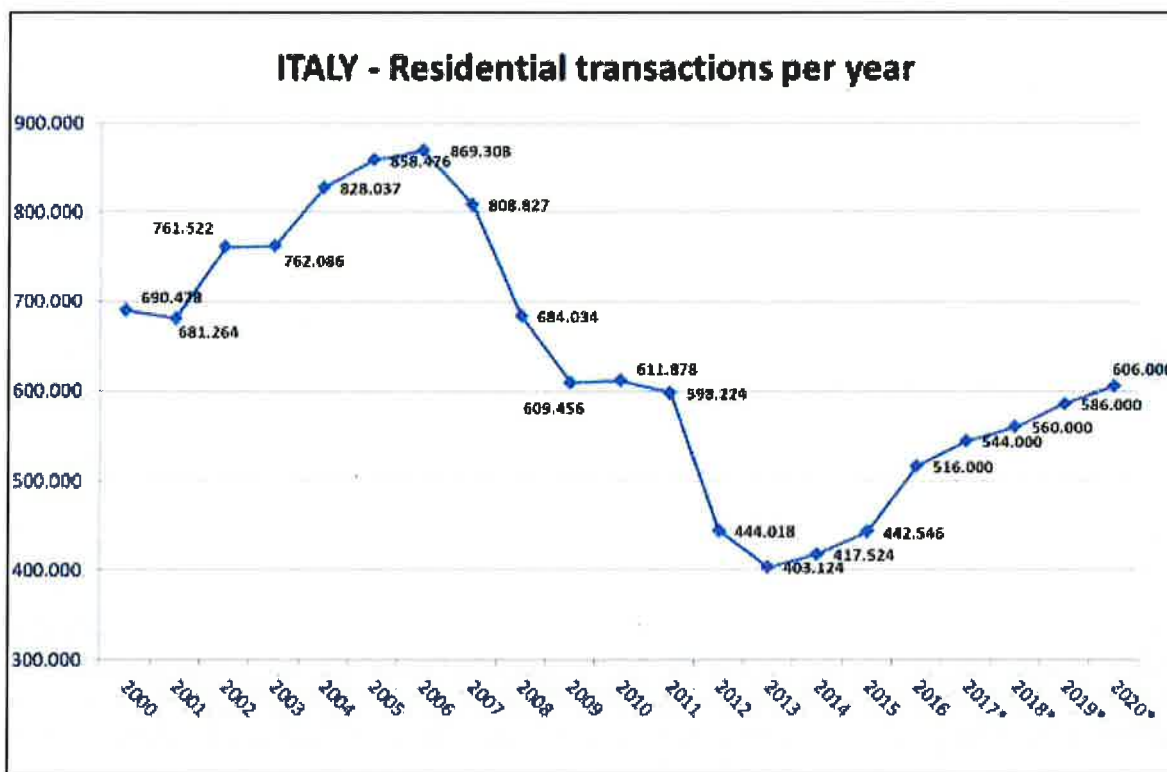


Figura 2 Transazioni residenziali per anno (2018 stimato, 2019-2020 previsto) – Elaborazione Praxi su fonti varie

Sul fronte dei prezzi, nonostante il dato medio previsto nel 2018 per il mercato residenziale risulti ancora lievemente negativo (-0,3%), per alcune grandi città si prospetta il ritorno a tassi di variazione positivi: Milano registrerà un incremento dello 0,8%, Firenze dello 0,6% e Bologna dello 0,2%. Mentre Roma si manterrà su valori stabili, le altre aree faranno ancora segnare una flessione di entità diversa a seconda dei contesti.

Nel 2019 è previsto l'irrobustimento del gruppo di città con il segno positivo (si aggiungeranno Venezia, Torino, Roma e Napoli), con conseguenze espansive sul tasso medio che raggiungerà il +0,3%, mentre nel 2020 la quasi totalità delle città sarà tornata in territorio positivo, con una variazione media che avrà raggiunto il +0,9%.

Inoltre si stanno riducendo i tempi necessari a vendere, e si sta limando anche lo sconto rispetto al prezzo di partenza a cui si chiudono le operazioni.

I rendimenti annui lordi registrati nel 2017 si aggirano ai livelli pre-crisi, ovvero attorno al 5%, soprattutto per città capoluogo e località minori con forte attrattività turistica o con atenei o aziende importanti. Le tipologie più richieste restano bilocali e trilocali, mentre per i monolocali si segnalano difficoltà maggiori a causa del ribasso dei prezzi, che ha determinato un gap inferiore rispetto al bilocale, rendendo quest'ultimi più appetibili.

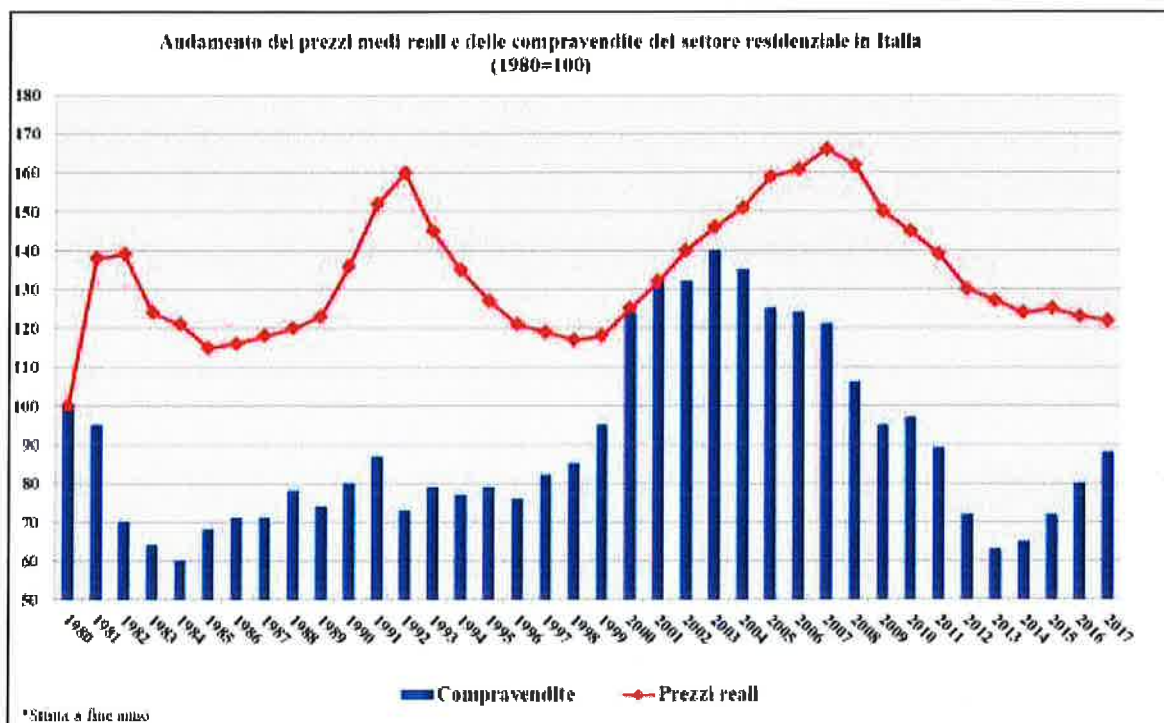


Figura 3 Andamento prezzi medi reali e compravendite residenziali - Elaborazione Praxi su fonti varie

Nel mercato immobiliare residenziale italiano si registrano quindi spinte contrapposte: da una parte il fabbisogno primario delle famiglie, che esaurita la crisi, sono tornate a manifestare in maniera consistente la propria propensione all'acquisto, dall'altra il permanere dell'eccesso di offerta accumulatosi negli anni e la progressiva attenuazione della rigidità delle aspettative di realizzo dei soggetti esposti verso il settore (banche, imprese e famiglie). Ad agire in chiave contenitiva, oltre ai fattori citati, concorre una composizione della domanda che tradisce una diffusa debolezza reddituale. La modestia della componente di investimento, associata alla massiccia dipendenza da mutuo, impediscono per ora la decisa risalita dei prezzi.

In ottica di rigenerazione del patrimonio esistente, sono in aumento anche le spese per ristrutturazioni edilizie, ottenendo un immobile più bello ad un prezzo più basso in media del 10% rispetto al prodotto nuovo. Sono state infatti sfruttate le agevolazioni fiscali prorogate dalla legge di Bilancio 2017.

Andando ad analizzare il mercato dei mutui, nel periodo gennaio-novembre 2017, la domanda di mutui ipotecari evidenzia una contrazione del -10,3% rispetto al medesimo periodo del 2016, pur rimanendo in saldo positivo rispetto agli anni dal 2012 ad oggi. Dopo quasi tre anni di variazioni mensili intonate alla crescita e un primo trimestre 2017 ancora all'insegna di una

moderata crescita o sostanziale stabilità, le performances, partendo dalla primavera 2017 denotano una decrescita a doppia cifra (con punte massime del -20,4 di ottobre e novembre).

Una delle ragioni principali di questo andamento è il rallentamento delle surroghe, che si stanno progressivamente riducendo sul totale dei mutui richiesti, anche a causa della restrizione del bacino dei potenziali mutuatari interessati alla rottamazione del vecchio finanziamento.

Nel corso del 2016 infatti, la quota di mutui in surroga rispetto al totale delle erogazioni è andato gradualmente a ridursi passando dal 24% al 19%, mentre la tendenza per il 2017 è del -12,1%. Altresì l'incidenza di nuove erogazioni sta registrando un aumento medio del 12,5%.

Per quanto riguarda la durata del contratto di mutuo, la fascia compresa tra i 15 e i 20 anni risulta la preferita dagli italiani, con il 24,4% sul totale; in crescita (+1,4%) la fascia 25-30 anni e diminuzione dei 5-10 anni (-2,1%). L'età anagrafica 35-44 anni dei richiedenti mutuo rimane la più frequente. Prendendo in considerazione esclusivamente l'erogazione di mutui per finanziare l'acquisto della prima casa, l'importo medio richiesto durante il 2017 è stato pari a 137.056 euro, in aumento del 2,59% rispetto al 2016, mentre l'erogato medio ha raggiunto i 135.032 euro, dato in crescita del 7,01% rispetto all'anno precedente. Nel grafico la suddivisione percentuale.

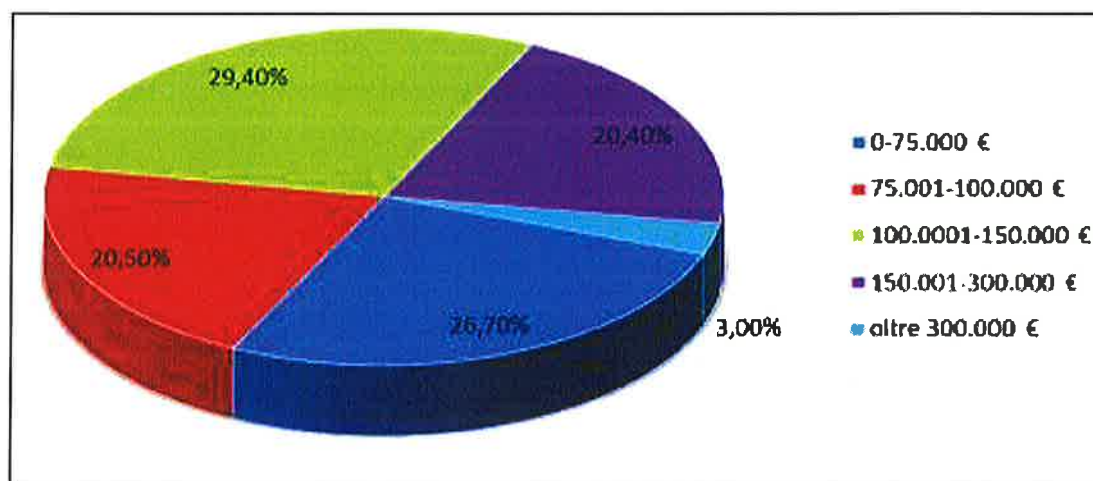


Figura 4 Importi mutui erogati - Elaborazione Praxi su fonti varie

Il mercato delle locazioni risulta sempre in crescita, in cui continua l'avanzata del canone concordato (passato dal 22,9% del 2016 al 28,1% di fine 2017) che, grazie alla cedolare secca agevolata, incontra il favore sia dei locatori che dei locatari (con percentuali molto più elevate a Genova, Verona e Torino).

Dal 2009 al 2014 i canoni medi di locazione sono sempre diminuiti, con punte più elevate nel 2012 (-6%) e 2013 (-4,5%). Nel 2015 (+1,7%) è ripartita la crescita dei prezzi che, dopo il rallentamento dello scorso anno, prosegue anche quest'anno. Negli ultimi 9 anni il costo mensile delle abitazioni ha raggiunto il suo minimo nel 2014 (507 euro) e i livelli attuali (528 euro) sono ben lontani dai valori del 2009 (587 euro).

Il mercato residenziale, secondo le previsioni degli operatori, per il primo semestre 2018, gode di aspettative ottimistiche, con attese di aumento di contratti di compravendita e locazione, e di incremento di prezzi e canoni.

Di seguito uno studio, elaborato da *Reddy's Group*, prospettante l'andamento degli indici dei prezzi immobiliari reali e depurati dalla variazione del potere d'acquisto reale dell'impiegato medio italiano in Italia dal 1968 al 2017 con ipotesi di previsioni per 2018-2027.

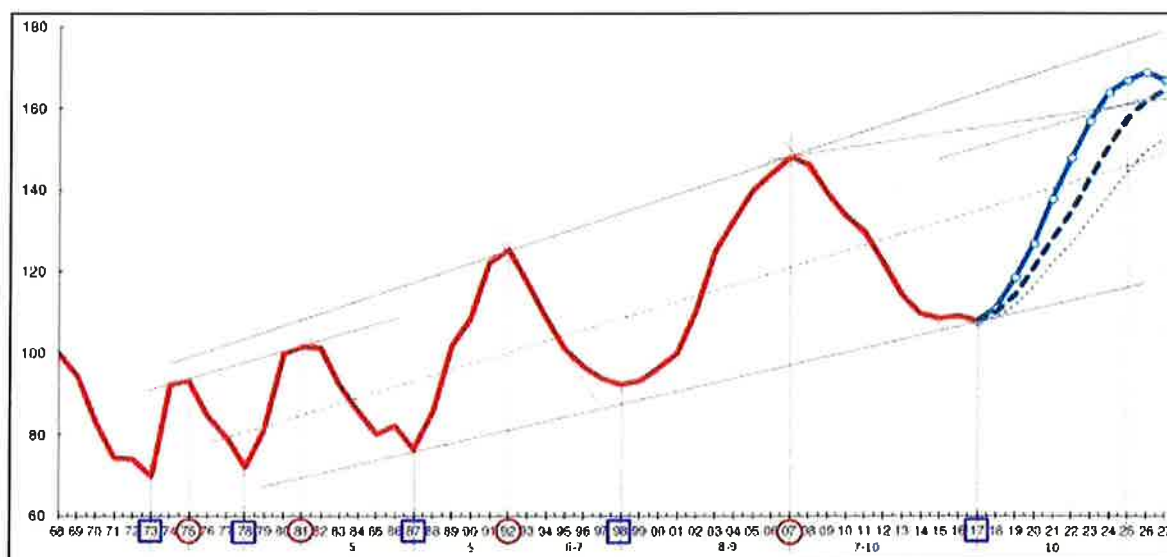


Figura 5 Indice prezzi immobiliari - dati istat, previsioni Reddy's Group

COMPARTO NON RESIDENZIALE

La performance del settore direzionale nel 2017 risulta caratterizzata da una forte domanda e da volumi in crescita; sul mercato corporate italiano gli investimenti nel settore terziario hanno inciso per circa il 35%. L'attenzione è concentrata nelle piazze principali di Milano (30% del terziario investito) e Roma (17%). Forte è l'interesse da parte di investitori stranieri.

Nei primi nove mesi del 2017 in Italia si sono realizzate complessivamente oltre 7.400 transazioni nel settore terziario, 9,7% rispetto al medesimo periodo del 2016. La crescita maggiore si è rilevata al Centro (+18,4%), seguono il Sud (+8,1%) ed il Nord (+7,2%).

Dal punto di vista dei valori, il settore uffici è rimasto stabile o in leggera discesa, e si prevede mantenga una sostanziale stabilità per il 2018, dove per stabilità non si intende immobilismo dei valori, ma piuttosto solidità dei rendimenti e dei canoni di locazione per le location principali.

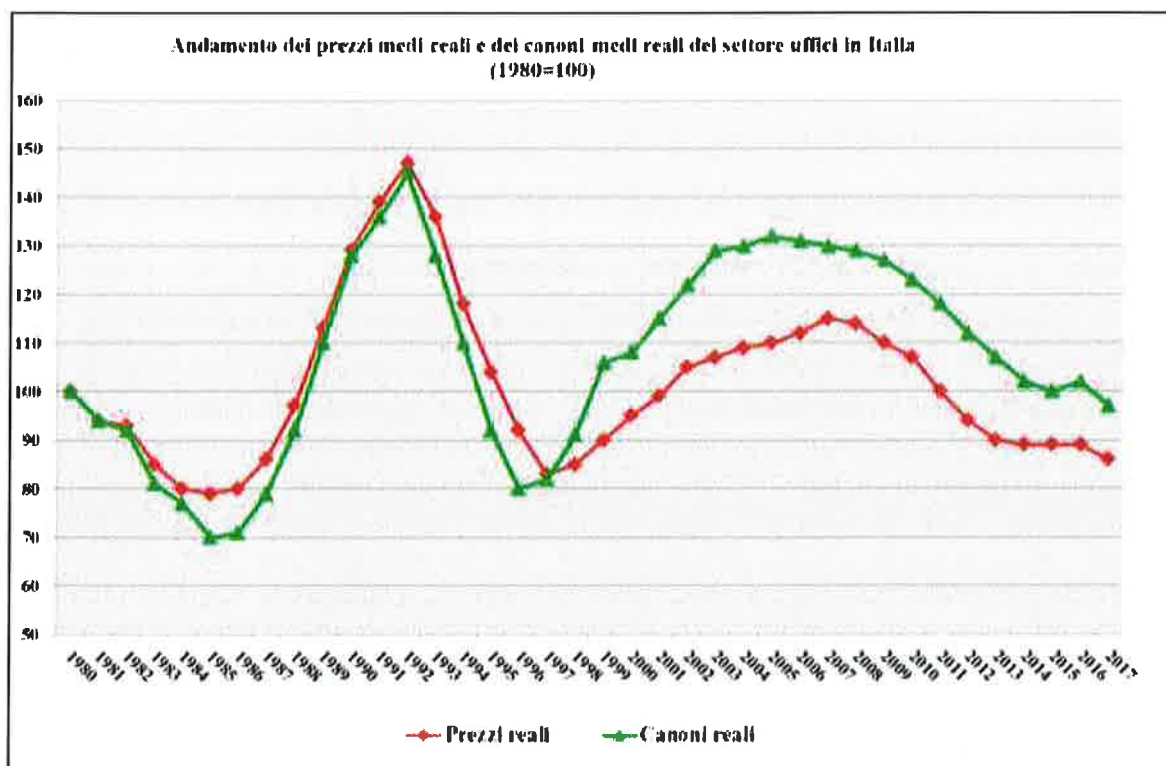


Figura 6 Andamento prezzi e canoni medi reali uffici - Elaborazione Praxi su fonti varie

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.

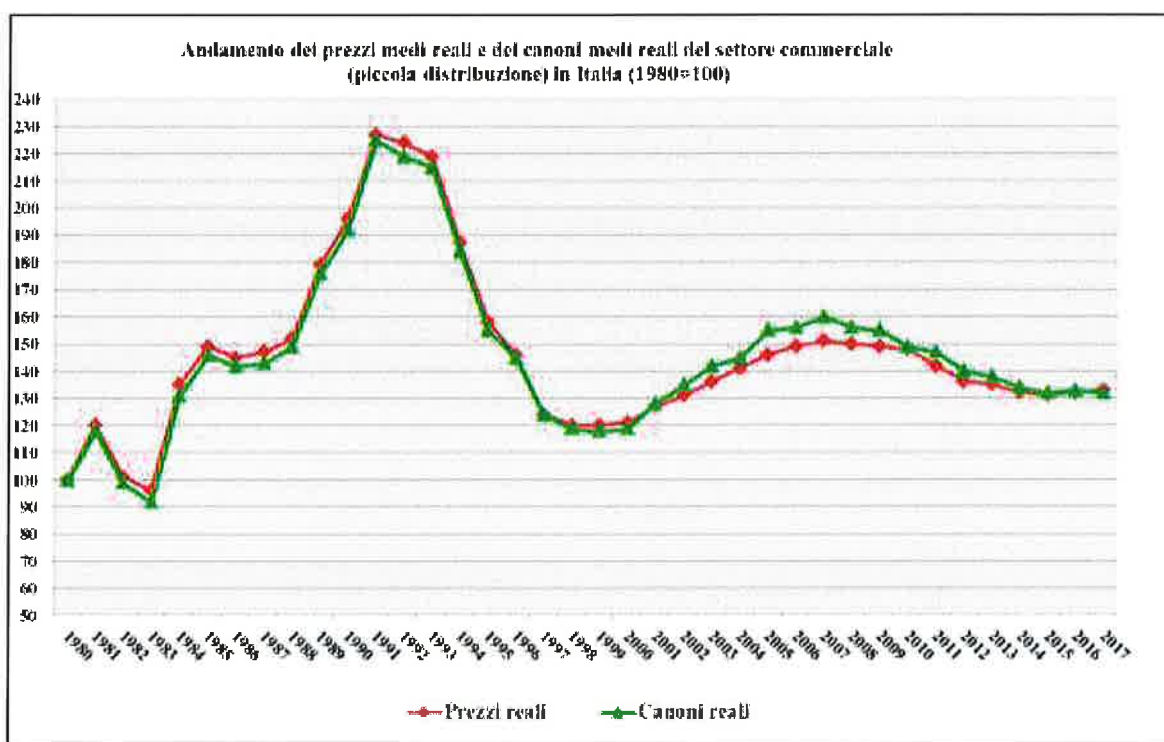


Figura 7 Andamento prezzi e canoni medi reali commerciale - Elaborazione Praxi su fonti varie

Il settore retail, nel corso del 2017, ha confermato le buone performance già riscontrate nel 2016, mantenendo gli investimenti totali a circa 2,5 miliardi di euro (22% del totale corporate Italia). Il comparto delle *high street retail* conferma l’andamento positivo, con una crescita straordinaria rispetto al 2016 del +170%, superando la metà dei volumi totali Retail dell’anno, e confermando così il forte interesse da parte di investitori *core* in cerca di rendimenti stabili.

Per quanto riguarda le aree geografiche oggetto dei piani di espansione, se da un lato il mass-market si diffonde in modo abbastanza uniforme da nord a sud, su tutto il territorio nazionale, dall’altro il segmento lusso è maggiormente focalizzato su alcune città oggetto di interesse, in particolare Milano, Roma, Venezia e Firenze, che in termini di canoni di locazioni primari si collocano infatti tra le prime dieci città a livello Europeo.

La scelta della localizzazione da parte dei brand di lusso è fortemente influenzata dall’attrattività delle città in termini di flussi turistici e questo continua a rappresentare un elemento di forza delle aree urbane riconosciute come destinazione internazionale per la moda e il design o per il patrimonio artistico e culturale.

Un ulteriore elemento di attenzione da parte di retailer e proprietari è la continua e rapida crescita delle vendite online, che rappresenta un fenomeno che necessariamente deve essere preso in considerazione nella negoziazione.

Proprio lo sviluppo dell'e-commerce, anche nel settore food, è una delle principali componenti alla base della crescita del settore logistico. Il comparto, nel corso del 2017, ha raggiunto un'attività di 1,2 miliardi di euro (+ 75% circa rispetto al 2016).

In diminuzione le tempistiche di vendita: si attesta a 25% la percentuale media delle trattative immobiliari del settore concluse con una tempistica inferiore agli 8 mesi. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, la durata media oscilla dagli 8 ai 12 mesi (63%).

INVESTIMENTI

L'andamento degli investimenti in Italia è aumentato a partire dal 2014 e si prospetta un bilancio per il 2017 vicino agli 11 miliardi, in crescita di circa il 20% rispetto al 2016 e ben superiore alla media degli ultimi 5 anni (che non raggiunge i 6 miliardi di euro/anno).

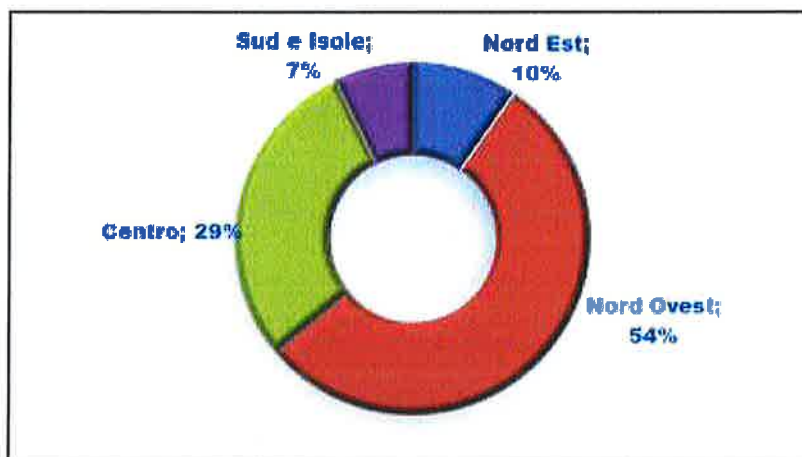


Figura 8 Distribuzione degli investimenti real estate in Italia - Elaborazione Praxi su fonti varie

Riguardo alla distribuzione geografica nazionale degli investimenti, ormai il mercato italiano risulta diviso tra i due grandi poli di interesse (Milano e Roma) e il resto del territorio.

Milano risulta essere ancora una volta il centro attrattore del mercato immobiliare italiano, soprattutto per investimenti di tipo *core*, attraendo oltre il 30% degli impieghi. Il mercato romano risulta invece più esiguo e incidente per il 17%. Gli investimenti nella capitale sono stati pari a circa 1,2 miliardi di euro (-22% rispetto al 2016) e concentrati nel settore Uffici (per il 73% circa) ma con un'evoluzione decisamente positiva per il settore Hotel e High Street retail.

La restante quota si distribuisce in maniera eterogenea, con una maggiore concentrazione nel Centro e Nord-Ovest, anche se alcune città del Sud, quali Napoli e Bari, confermano una buona appetibilità. Determinati contesti nazionali hanno potuto sviluppare investimenti immobiliari sfruttando il buon trend logistico e ricettivo.

Gli investitori stranieri si confermano come i principali player del mercato corporate, con una quota vicino al 70%, 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). L'investimento totale è pari a 4,4 miliardi di euro contro 1,6 miliardi di euro in disinvestimenti. Tali players provengono principalmente da Francia, Germania, Stati Uniti e Gran Bretagna.

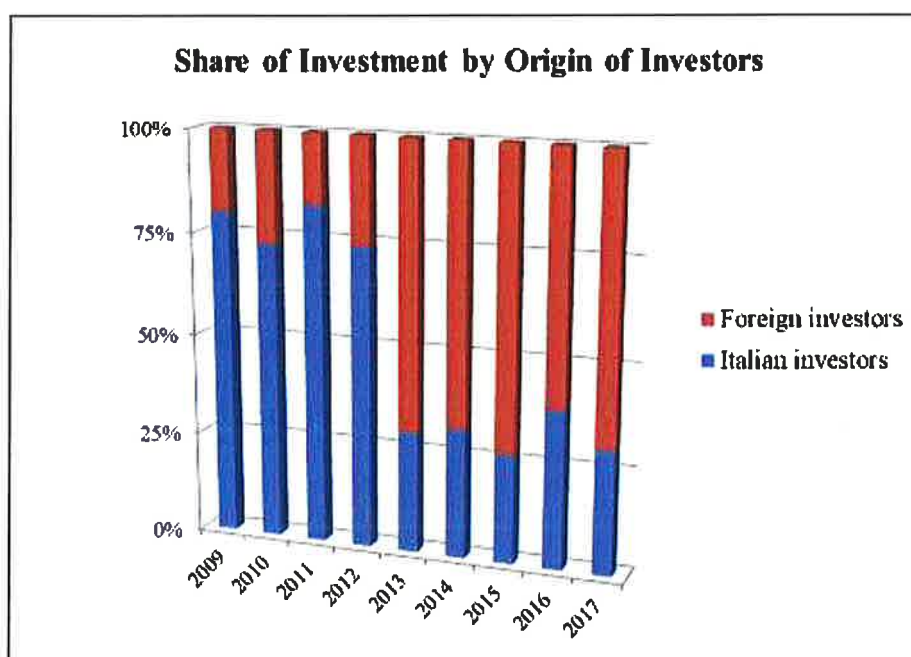


Figura 9 Quote di investitori stranieri e nazionali - Elaborazione Praxi su fonti varie

La compressione dei rendimenti, proseguita per tutto il 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. Nel lungo periodo invece si attende una crescita degli yield, riflesso di un probabile aumento dei tassi di interesse sul più ampio mercato finanziario.

In termini di asset class, uffici e commerciale si confermano tra le scelte preferite degli investitori. In particolare, oltre al già citato ottimo trend delle 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. Un forte interesse si rileva anche per quanto riguarda il settore degli hotel: metà delle transazioni riguarda "trophy asset" in grandi aree urbane, ma anche le zone più strettamente turistiche si stanno rivelando interessanti.

La mancanza di prodotto core, sia per location che per destinazione d'uso e qualità, porterà nei prossimi mesi gli investitori a focalizzare l'attenzione verso prodotti innovativi anche se meno liquidi (NPE, case per studenti, senior housing, edilizia scolastica, infrastrutture, cura della salute, data center, centri sportivi).

4. VALUTAZIONE

Trattandosi di un immobile trasformabile/da valorizzare, ovverosia che necessita (o per il quale 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, destinazioni d'uso, ecc.) da quello attuale, la valutazione è stata effettuata alla luce del criterio del Valore di Trasformazione, secondo il quale il Valore dell'immobile deriva dalla 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 (nel caso specifico pari al 12,50%) considera le componenti finanziarie ed il rischio imprenditoriale dell'operazione. Secondo quanto riportato nella documentazione fornitaci, con particolare riferimento al precedente studio di fattibilità/progetto di massima, è previsto il recupero dell'edificio ad una funzione terziario-direzionale (con un pub/ristorante al piano seminterrato e con locali commerciali al piano terreno), mediante una riqualificazione e riorganizzazione degli spazi interni, in sintonia e completamento dell'adiacente centro direzionale di San Benigno (la soluzione ipotizzata contempla la realizzazione di una serie di unità immobiliari, la cui suddivisione risulterebbe comunque fortemente caratterizzata dall'assetto architettonico del fabbricato ma al contempo presumerebbe l'inserimento di un ascensore a partire dal piano seminterrato). Nella costruzione del cash flow si è fatto riferimento alle consistenze di progetto, di cui alla tabella del capitolo 2 paragrafo 2 (Consistenza edilizia), ivi riproposta.

Piano	S.l.p. (mq)	Unità	Destinazioni d'uso (progetto)	Coeff.	Superficie commerciale (mq)
Seminterrato	199	A	commerciale	75%	149
	135	B	commerciale	75%	101
	88	C	commerciale	75%	66
	99	condominio		0%	0
Terreno	160	1	commerciale	100%	160
	172	2	commerciale	100%	172
	218	condominio		0%	0
Primo ammezzato	211	3	uffici	100%	211
	198	4	uffici	100%	198
	131	condominio		0%	0
Primo nobile	175	5	uffici	100%	175
	192	6	uffici	100%	192
	60	7	uffici	100%	60
	130	condominio		0%	0
Secondo ammezzato	28	condominio		0%	0
Secondo	153	8	uffici	100%	153
	91	9	uffici	100%	91
	86	10	uffici	100%	86
	105	11	uffici	100%	105
	79	condominio		0%	0
Terzo	68	12	uffici	100%	68
	321	13	uffici	100%	321
	31	condominio		0%	0
Totale	3.130				2.309

La superficie catastale complessiva dei posti auto coperti è pari a mq 192 (mq 12 x n. 16)

Ricavi

Per la determinazione dei ricavi attesi sono state effettuate specifiche indagini di mercato nella zona in esame (le cui risultanze sono state riportate di seguito), da cui sono emersi canoni unitari di locazione relativi ad uffici e locali commerciali ristrutturati che si collocano rispettivamente tra 180 €/mq-anno e 220 €/mq-anno e tra 220 €/mq-anno e 260 €/mq-anno. I box, in discreto stato manutentivo e conservativo, vengono quotati mediamente intorno a 35.000 €/cad. Per quanto concerne l'immobile in esame, alla luce della posizione, dell'accessibilità, delle prevedibili caratteristiche, finiture e dotazioni impiantistiche, oltre che della quantità di unità immobiliari da immettere sul mercato, sono stati adottati canoni unitari medi sia per gli uffici ai piani superiori (200 €/mq-anno) sia per i locali commerciali al piano terreno (240 €/mq-anno) mentre per il pub/ristorante, essendo collocato al piano seminterrato, è stato scelto un parametro unitario di locazione pari a 220 €/mq-anno. I succitati canoni unitari di affitto sono stati tradotti in valori unitari di vendita mediante l'applicazione di un adeguato tasso di capitalizzazione (6,00%). Il parametro unitario di alienazione dei posti auto coperti (25.000 €/cad) è stato determinato, alla luce delle dimensioni, delle conformazioni e delle condizioni manutentive e conservative degli stessi, in proporzione al valore medio di cessione dei box, in funzione delle diverse caratteristiche costruttive e della differente appetibilità commerciale.

Tipologia	Vendita o Affitto	Stato conservativo e manutentivo	Indirizzo Zona	Importo (€ o €-anno)	Superficie (mq)	Parametro (€/mq o €/mq-anno)
Locale commerciale	Affitto	Ristrutturato	Genova - piazza Barabino	65.000	260	250
Locale commerciale	Affitto	Ristrutturato	Genova - via Scarsellini	82.500	375	220
Locale commerciale	Affitto	Ristrutturato	Genova - via Buranello	49.500	190	260

Tipologia	Vendita o Affitto	Stato conservativo e manutentivo	Indirizzo Zona	Importo (€ o €-anno)	Superficie (mq)	Parametro (€/mq o €/mq-anno)
Ufficio	Affitto	Ristrutturato	Genova - via Pietro Chiesa	76.000	400	190
Ufficio	Affitto	Ristrutturato	Genova - via di Francia	39.600	180	220
Ufficio	Affitto	Ristrutturato	Genova - via Pedemonte	55.800	310	180

Tipologia	Vendita o Affitto	Stato conservativo e manutentivo	Indirizzo Zona	Importo (€ o €-anno)	Superficie (mq)
Box	Vendita	Discreto	Genova - via di Francia	30.000	15
Box	Vendita	Discreto	Genova - via Scarsellini	40.000	21
Box	Vendita	Discreto	Genova - via Dottesio	35.000	18

Costi

COSTI DI RISTRUTTURAZIONE

I costi di ristrutturazione sono stati determinati in 1.000 €/mq sia per le superfici terziarie che per quelle commerciali, in relazione alle presumibili tipologie, caratteristiche e finiture nonché dotazioni impiantistiche delle unità immobiliari che verranno realizzate.

ONERI DI CONCESSIONE/OPERE

Trattandosi di recupero edilizio gli oneri di concessione/opere a scomputo sono stati assunti nella misura del 5% del costo di ristrutturazione stimato.

COSTI GENERALI

Nella voce rientrano:

- le spese tecniche (progettazione, direzione lavori, sicurezza, ecc.), assunte nel 6% dei costi di ristrutturazione;
- le spese generali (notarili, amministrative, gestionali, ecc.), assunte nel 3% dei costi di ristrutturazione;
- i costi di commercializzazione delle unità immobiliari finite, assunti nell'1% dei ricavi.

TEMPI DELL'OPERAZIONE

Sono stati previsti i seguenti tempi dell'operazione:

- | | |
|-----------------------------|---------|
| • iter urbanistico-edilizio | 12 mesi |
| • realizzazione | 18 mesi |
| • completamento vendite | 18 mesi |

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, illustrato nel paragrafo successivo.

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.

Il range del tasso di attualizzazione da utilizzare nel DCF degli immobili trasformabili/da valorizzare (Valore di Trasformazione) incorpora un ulteriore premio per il rischio proprio delle operazioni immobiliari. Anche per il Valore di trasformazione, il posizionamento puntuale all'interno del range dei tassi di attualizzazione dipende dai fattori di rischio specifici della singola operazione immobiliare.

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 nell'elaborazione della stima dell'immobile trasformabile/da valorizzare, immediatamente sotto al "tachimetro", che evidenzia visivamente il grado di rischio attribuito all'immobile oggetto di valutazione, rispetto al range degli immobili trasformabili/da valorizzare.

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.

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 Ottobre 2017 di Consensus Forecast, edito da Consensus Economics (uno tra i principali Centri di ricerche economiche e finanziarie mondiali - www.consensus-economics.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					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-27 ¹
Gross Domestic Product*	-1.7	0.1	1.0	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Household Consumption*	-2.5	0.3	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Gross Fixed Investment*	-6.6	-2.3	1.9	2.8	2.2	2.8	2.2	2.4	1.8	1.6	1.6
Industrial Production*	-3.1	-0.7	1.2	1.7	2.6	2.1	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
Consumer Prices*	1.2	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.2	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	15.4	30.5	23.7	42.8	43.2	40.9	37.8	35.9	28.6	28.0	23.8
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.1	1.9	1.6	1.7	2.3 ³	2.5 ⁴	3.1	3.3	3.6	3.6	3.7

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	0,60%	
Trend inflazione 2^ semestre	0,60%	
Trend inflazione 3^ semestre	0,70%	
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%	
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,90%	1,80% 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	0,25%	
Trend mercato immobiliare 3^ semestre	0,50%	
Trend mercato immobiliare 4^ semestre	0,50%	
Trend mercato immobiliare dal 5^ semestre in poi	0,90%	1,80% 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 è stato anch'esso desunto da Consensus Forecast, ed è pari, per il 2018, al 2,5%.

Italy											
* % change over previous year	Historical					Consensus Forecasts					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-27 ¹
Gross Domestic Product*	-1.7	0.1	1.0	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Household Consumption*	-2.5	0.3	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Gross Fixed Investment*	-6.6	-2.3	1.9	2.8	2.2	2.8	2.2	2.4	1.8	1.6	1.6
Industrial Production*	-3.1	-0.7	1.2	1.7	2.6	2.1	1.8	1.4	1.3	1.3	1.4
Consumer Prices*	1.2	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.2	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8
Current Account Balance (Euro bn)	15.4	30.5	23.7	42.8	43.2	40.9	37.8	35.9	28.6	28.0	23.8
10 Year Treasury Bond Yield, % ²	4.1	1.9	1.6	1.7	2.3 ³	2.5 ⁴	3.1	3.3	3.6	3.6	3.7

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

Trend EurIRS ultimi 12 mesi

nov-16	0,97
dic-16	1,11
gen-17	1,13
feb-17	1,16
mar-17	1,21
apr-17	1,12
mag-17	1,22
giu-17	1,18
lug-17	1,34
ago-17	1,25
set-17	1,27
ott-17	1,30

media EurIRS
1,20

5. CONCLUSIONI DI STIMA

In base a quanto precedentemente esposto ed a quanto riportato nello sviluppo valutativo delle pagine successive, è nostra opinione che il Valore di Mercato dell'immobile sito in Genova, via Pietro Chiesa 11, che dispone anche di n. 16 posti auto ubicati nella retrostante via di Francia 28, di proprietà della Spettabile IPI S.p.A., con riferimento alla data del 16 Aprile 2018, sia pari a:

€ 3.300.000,00 (euro tremilionitrecentomila/00).

IPI S.p.A.
Genova, via Pietro Chiesa 11
Valore di Trasformazione al

16/04/2018

DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

progressivo anni		0.25	0.75	1.25	1.75	2.25	2.75	3.25	3.75
Totale infrazioni		1,0050	1,0120	1,0191	1,0262	1,0354	1,0441	1,0541	1,0638
Totale margini		1,0025	1,0050	1,0100	1,0151	1,0242	1,0334	1,0427	1,0521

COSTI		Iter urbanistico-edilizio					Realizzazione					Completamento vendite				
		1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	6° sem.	7° sem.	8° sem.							
COSTI GENERALI		TOTALI														
Spese tecniche																
Spese generali	6%		37.826	38.051	38.318	38.585	38.931									
Spese commercializzazione	3%		94.000	11.974	12.058	12.166	12.275	12.366	12.407							
	1%		84.000	0	4.253	4.275	17.252	43.516	8.782							
Totale Costi generali			49.647	49.942	54.546	54.918	68.149	55.791	21.168							
ONERI DI CONCESSIONE/OPERE		TOTALI														
Oneri di concessione/opere a scomputo	5%			79.442	26.666	26.666	26.852	27.093	0	0	0	0	0	0	0	
Totale Oneri di concessione/opere			157.000	79.442	26.666	26.666	26.852	27.093	0	0	0	0	0	0	0	
COSTI DI RISTRUTTURAZIONE		TOTALI														
Commerciale/terziario	Parametro 1.000		U.M. 3.130	0	956.935	956.935	1.124.202	1.134.281	0	0	0	0	0	0	0	
Totale Costi di ristrutturazione			mq 3.130	0	956.935	956.935	1.124.202	1.134.281	0	0	0	0	0	0	0	
TOTALE COSTI			49.647	129.384	1.038.146	1.205.972	1.229.723	55.791	21.168	21.358						

RICAVI		1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	6° sem.	7° sem.	8° sem.
Commerciale (piano semestrale)	U.M. mq	0	0	58.631	58.027	237.819	599.889	121.057	122.149
Commerciale (piano triennale)	mq	0	0	1.328.000	67.064	272.038	686.178	138.471	139.719
Terziario	mq	0	0	279.417	280.827	1.133.380	2.858.901	576.926	582.127
Posti auto aperti (edificio "I Gensdoli")	n.	0	0	20.300	20.302	81.936	206.680	41.708	42.084
TOTALE RICAVI		0	0	425.312	427.459	1.725.163	4.351.648	878.162	886.079

CASH FLOW	-49.647	-129.384	-612.834	-778.513	495.440	4.295.857	856.994	864.721
-----------	---------	----------	----------	----------	---------	-----------	---------	---------

Tasso di attualizzazione annuo	0,9709835	0,9154521	0,8630965	0,8137352	0,7671969	0,7233201	0,6819528	0,6429512
VALORE DI TRASFORMAZIONE	-48.206,42	-118.444,85	-528.914,87	-633.503,41	380.100,02	3.107.279,93	584.429,44	555.973,44

Iter urbanistico-edilizio		Realizzazione					Completamento vendite				
		1° sem.	2° sem.	3° sem.	4° sem.	5° sem.	6° sem.	7° sem.	8° sem.		
PIANO COSTI				30%	35%	35%					
PIANO INCASSI				5%	5%	20%					

IPI S.p.A.

Genova, via Pietro Chiesa 11

Valore di Trasformazione al

16/04/2018

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	0,60%		
Trend inflazione 2^ semestre	0,60%		
Trend inflazione 3^ semestre	0,70%		
Trend inflazione 4^ semestre	0,70%		
Trend inflazione dal 5^ semestre in poi	0,90%	1,80%	annuo
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	0,90%	1,80%	annuo
Trend EurIRS		1,20%	annuo
Previsione rendimento Titoli di Stato		2,50%	anno 2018

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	12,50%
---------------------------------	---------------



Nell'ipotesi di leva finanziaria pari al 40% dell'investimento complessivo,
e assumendo il costo del denaro pari al 4,76% (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 **17,67%** annuo.