



Le società immobiliari possono superare nel 2026 i loro già storici rendimenti sul capitale proprio?



Paul Reuge
European Equities Portfolio
Manager

La performance delle società immobiliari quotate nel 2026 potrà superare il rendimento dei fondi propri, già vicino ai suoi massimi storici?¹ La domanda è legittima dopo i risultati dell'annata 2025, che hanno riflesso in media il rendimento dei flussi di cassa³, pari a circa l'8%², di cui poco più di due terzi sono stati distribuiti sotto forma di dividendi, generando un rendimento compreso tra il 5% e il 6%².

All'interno stesso del settore, la divergenza di performance tra le diverse asset class è stata marcata. L'inclinazione della curva dei tassi ha provocato un de-rating⁴ delle società immobiliari che detengono immobili a basso rendimento, in particolare il residenziale tedesco e gli uffici prime (circa il 30% dell'indice a inizio 2025). Al contrario, i flussi in acquisto si sono concentrati sugli attivi che offrono un elevato premio per il rischio e un potenziale di crescita degli affitti⁵. Il commercio e la sanità mostrano così le migliori performance: il primo sostenuto dalla buona tenuta dei consumi, il secondo dalla normalizzazione dei tassi di occupazione nel post-Covid e dopo gli scandali sanitari. In definitiva, la performance si è realizzata senza re-rating⁶: le società immobiliari quotate dell'Area euro rimangono quindi fortemente sottovalutate, sia dal punto di vista degli indicatori specifici del settore (sconto del 30%)² sia sulla base di indicatori più ampi, come i multipli degli utili per azione utilizzati dagli investitori generalisti (attualmente il

compratore marginale del settore). Le società immobiliari dell'Area euro vengono infatti scambiate a 12 volte gli utili attesi del 2026, contro 14 volte per quelle europee e circa 17 volte per il mercato nel suo complesso (MSCI Europe o Stoxx 600)⁷. Eppure, negli ultimi 15 anni, proprio grazie alla visibilità dei loro ricavi, le società immobiliari non sono mai state valutate meno del mercato.

Comparison of valuation multiples of the Stoxx 600 and listed real estate



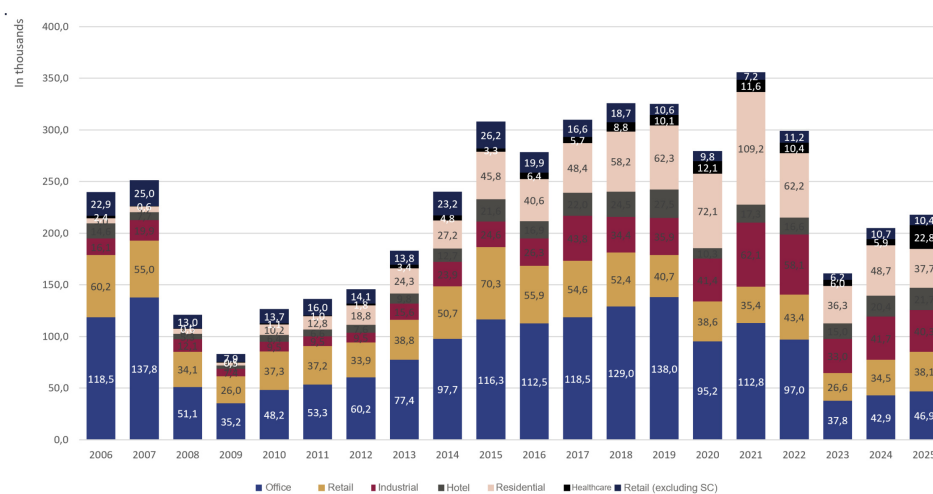
Source : Jefferies, FactSet, Rothschild & Co Asset Management, January 2026.

La spiegazione va ricercata dal lato della crescita, che rappresenta attualmente la principale variabile di aggiustamento per gli investitori. Da questo punto di vista, è vero che il settore non occupa strutturalmente la posizione migliore, tanto più nel contesto dell'espansione frenetica dell'intelligenza artificiale.

Il 2026 sarà l'anno della svolta?

Se gli investitori sono meno sensibili agli indicatori di valutazione tradizionali utilizzati per le società immobiliari, è anche perché il mercato degli investimenti immobiliari è rimasto poco dinamico. La ripresa dei volumi è lenta, la liquidità è limitata per le operazioni di maggiore entità (superiori ai 100 milioni di euro), lasciando così persistere un dubbio sulla reale opportunità offerta dallo sconto delle società immobiliari rispetto ai prezzi osservati sul mercato immobiliare.

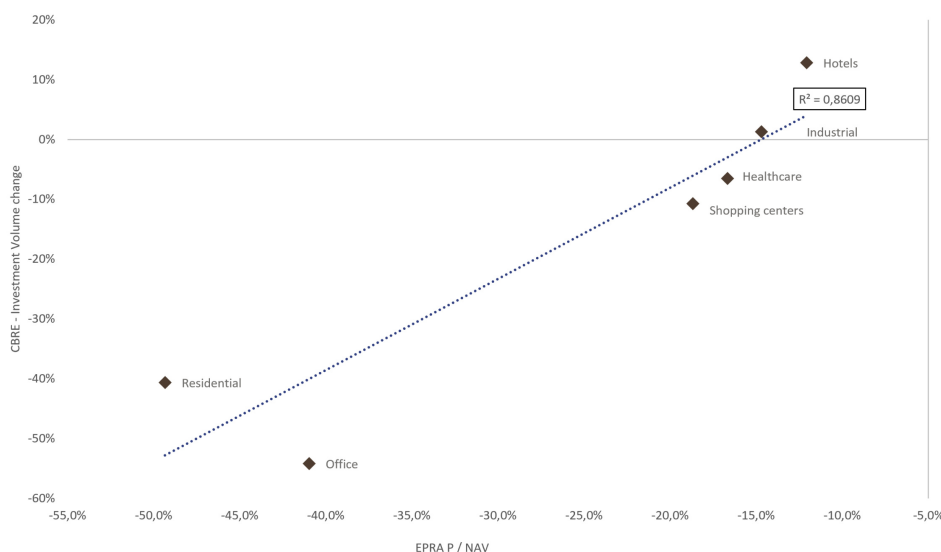
Investment volumes in direct property markets in Europe



Source : UBS, Rothschild & Co Asset Management, January 2026.

Storicamente, gli sconti sono inoltre correlati ai volumi di investimento:

Correlation between discounts/premiums and transaction volumes in property markets



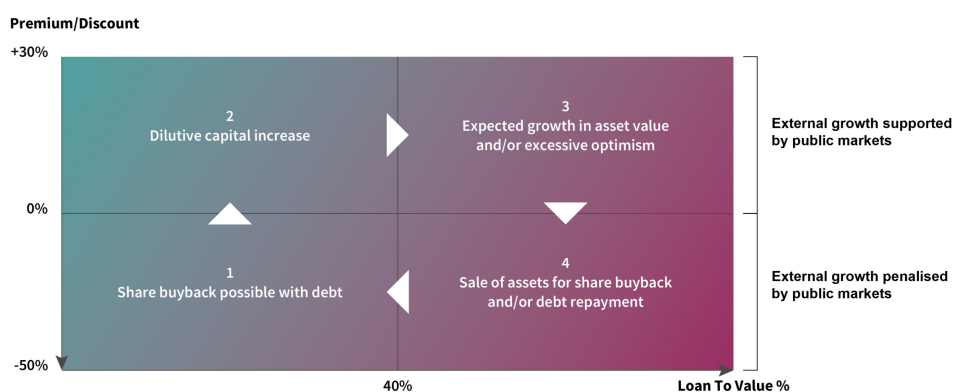
Source : UBS, Rothschild & Co Asset Management, January 2026.

Le previsioni per il 2026 lasciano intravedere una progressiva ripresa del mercato degli investimenti; per classe di attivi, ci si può attendere un orientamento dei flussi simile a quello del 2025, a meno di un movimento brusco sulla curva dei tassi. In altre parole, gli attivi che offrono un premio di rischio interessante senza un rischio locativo rilevante (tipicamente i centri commerciali) dovrebbero continuare a distinguersi. Per gli altri segmenti, il management potrebbe essere costretto a “forzare il proprio destino”,

adottando una gestione più dinamica dell'allocazione del capitale.

Di quali strumenti dispone il management per ridurre in modo proattivo il loro sconto?

Il livello dello sconto riflette l'anticipazione, da parte dei mercati quotati, di una diminuzione della valorizzazione degli immobili, dovuta sia al deterioramento delle condizioni locative sia a un aumento dei rendimenti (fenomeno multifattoriale). Nel ciclo attuale, il denominatore comune della diminuzione del valore degli immobili è stato l'aumento dei tassi d'interesse, amplificato dall'effetto leva a livello dei fondi propri. È possibile descrivere un ciclo immobiliare attraverso quattro situazioni di mercato, caratterizzate dal livello di indebitamento e dalla presenza di sconto o premio sulla valutazione:



Nella quarta situazione — la meno favorevole — nella quale rientrano, ad esempio, le società immobiliari residenziali tedesche (con uno sconto medio superiore al 40% e un LTV loan-to-value⁸ compreso tra il 40% e il 50%), rimaste bloccate dall'aumento dei tassi, la soluzione arriverà da un'accelerazione delle cessioni a prezzi superiori a quelli implicitamente riconosciuti dai mercati quotati. Ciò permetterà di ridurre l'indebitamento e di avere la possibilità di procedere a programmi di riacquisto di azioni proprie. A quel punto, le valutazioni di Borsa dovrebbero iniziare un processo di re-rating, consentendo il passaggio alla situazione due, che riapre l'accesso agli aumenti di capitale destinati a finanziare la crescita esterna (attualmente vi rientrano alcune società immobiliari della logistica e del commercio). Nel quadrante 1 troviamo società immobiliari di uffici prime, come ad esempio Gécina, che potrebbe utilizzare i proventi delle cessioni esclusivamente per effettuare buyback. I cambiamenti di management avvenuti negli ultimi mesi all'interno del settore (URW, Hammerson, Castellum, ecc.) testimoniano la volontà dei consigli di amministrazione di adattare la leadership alle sfide dell'attuale ciclo. Vonovia rimane l'esempio più emblematico, con l'arrivo di Luka Mucic (noto per aver ridotto drasticamente il debito di Vodafone) al posto di Rolf Buch, che aveva perseguito una crescita ad ogni costo finanziata tramite leva.

Conclusione

La valutazione attuale del settore, ancora molto interessante con un ritorno medio sull'investimento dell'8%, di cui il 5% sotto forma di dividendi, non sembra tuttavia sufficiente a riportare gli investitori generalisti. Probabilmente manca un catalizzatore che — se non dovesse provenire da un elemento esterno al settore, come delusioni sui ritorni dell'intelligenza artificiale, una diminuzione dei tassi, ecc. — richiederà di attendere la progressiva ripresa del mercato degli investimenti e/o l'adozione di strategie più proattive da parte dei management per ridurre la loro sottovalutazione. In questo contesto, all'interno del portafoglio privilegiamo principalmente le società immobiliari del commercio, nuovamente ben posizionate in questo ciclo, alcune società della logistica e quelle in grado di attivare leve operative per ridurre la loro valutazione depressa.

Ulteriori informazioni sui fondi

R-co Thematic Real Estate



Consulta questo documento sul nostro sito web



[1] 8% (rendimento del flusso di cassa del settore a febbraio 2026)

[2] Fonte: Bloomberg, 31/12/2025.

[3] Capacità di un'azienda di generare liquidità in un determinato periodo.

[4] Calo della valutazione di un asset o di un settore sul mercato azionario.

[5] Asset di prim'ordine: immobili che soddisfano gli standard più recenti e beneficiano di una posizione centrale.

[6] Rivalutazione del mercato azionario.

[7] Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 2025.

[8] Loan-to-value: indice di leva finanziaria che misura il debito di una società rispetto al valore delle sue attività.

This is a marketing communication. The information, comments, and analyses contained in this document are provided for informational purposes only and should not be considered as investment advice, tax advice, recommendations, or investment counsel from Rothschild & Co Asset Management. The information/opinions/data mentioned in this document, deemed reliable and accurate at the time of publication based on the prevailing economic and financial environment, are subject to change at any time. Although this document has been prepared with great care using sources deemed reliable by Rothschild & Co Asset Management, no guarantee is provided as to the accuracy and completeness of the information and assessments contained herein, which are for indicative purposes only and may be modified without notice. The figures quoted relate to past years. Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not consistent over time.

Rothschild & Co Asset Management, Portfolio Management Company with capital of €1,818,181.89, 29 Avenue de Messine – 75008 Paris. AMF approval No. GP 17000014, Paris Trade Register No. 824 540 173. Any partial or total reproduction of this document is prohibited without prior authorization from Rothschild & Co Asset Management and may result in legal action.

Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 10 paesi europei, gestiamo oltre 50 miliardi di euro e impieghiamo quasi 200 persone⁽¹⁾. Ulteriori informazioni su : www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

