
La Valutazione dei Beni Immobili a reddito

23 Ottobre 2018

Simone Spreafico, MRICS
Managing Director, Advisory & Valuation Dept.

Sezione n° 1

I nuovi IFRS16

IFRS 16

BACKGROUND



IFRS 16 *Leases* si applica alla maggior parte dei contratti di leasing / locazione, con la principale differenza rispetto alla contabilizzazione IAS 17 che questi dovranno essere iscritti a bilancio, coerentemente con le modalità con cui venivano iscritti i leasing finanziari nello IAS 17.



IFRS 16 *Leases*, emanato nel gennaio 2016, entrerà in vigore a partire dal 1 gennaio del 2019.



I conduttori dovranno identificare i tassi di sconto per la maggior parte dei leasing a cui sarà applicato il nuovo modello di contabilità (vi sono alcune esclusioni, p.e. contratti con durata inferiore ad un anno, ecc.). Il conduttore utilizzerà il tasso di sconto per calcolare il valore attuale dei futuri canoni.



Il tasso di sconto utilizzato dal conduttore avrà un impatto significativo sulla misurazione iniziale della passività del leasing / lease e un potenziale impatto pervasivo sul rendiconto finanziario.

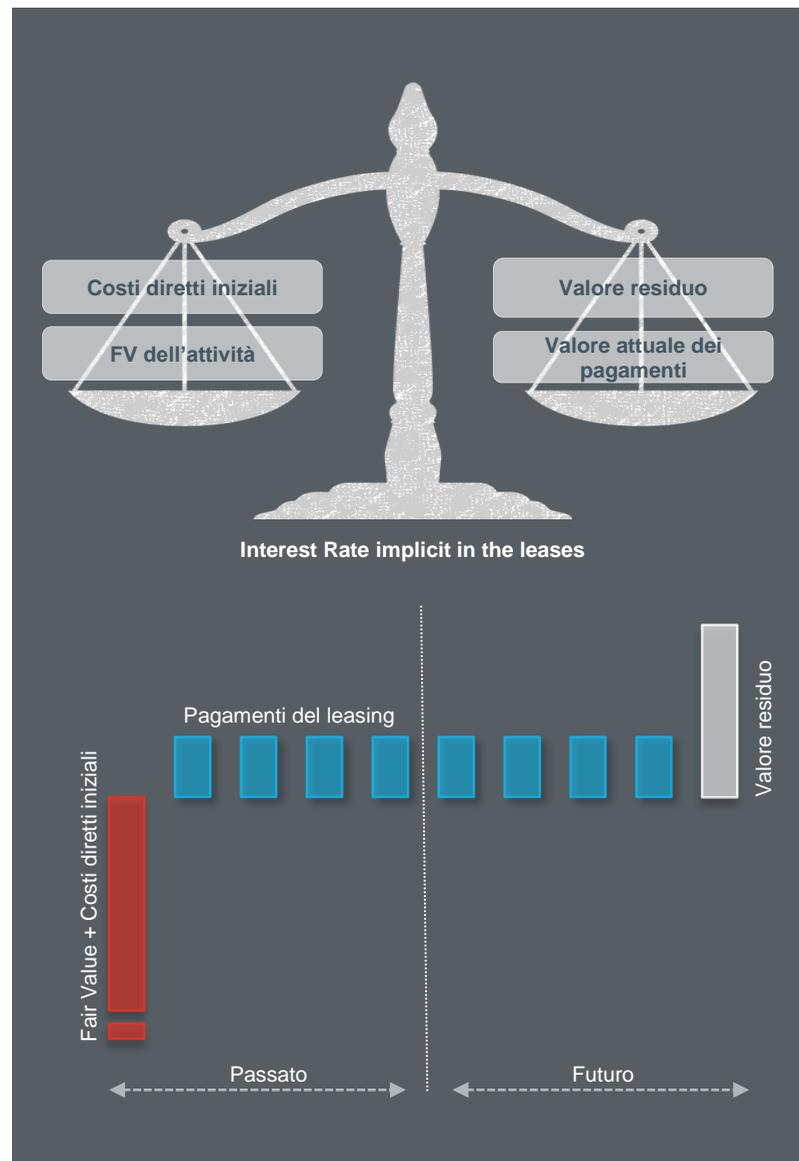


Il conduttore dovrà iscrivere a stato patrimoniale la somma del valore attuale dei pagamenti futuri utilizzando un tasso di sconto definito come **Interest Rate Implicit** (tasso di interesse implicito) nel lease, se determinabile. In caso contrario, il conduttore utilizzerà **Incremental Borrowing Rate** (tasso di indebitamento incrementale).

INTEREST RATE IMPLICIT IN THE LEASE (IRIL)

Interest rate implicit nel leasing / lease è il tasso di sconto al quale:

- la somma del valore attuale dei pagamenti per il leasing e il valore residuo non garantito *equivale a*
- la somma del Fair Value dell'asset e di eventuali costi diretti iniziali del locatore.



IFRS 16

CONSIDERAZIONI E SPUNTI DI RIFLESSIONE (con particolare riferimento all'ambito Real Estate)

- Per la prima volta, con l'introduzione del nuovo principio contabile internazionale **IFRS 16 Leases**, viene posta l'attenzione sui **contratti di locazione passiva**, indentificando in questi una **liability latente** (impegno futuro di spesa) **da evidenziare a stato patrimoniale** da parte dei locatori;
- Non emerge in modo esplicito la necessità di analizzare l'ammontare del lease rispetto alle condizioni di mercato alla data dell'analisi;
- L'adozione dell' *i) Interest Rate Implicit in the Lease*, oppure dell' *ii) Incremental Borrowing Rate*, rimane una scelta discrezionale in capo al locatore; relativamente a ii), la metodologia di stima e costruzione del tasso è di tipo prettamente finanziario, mentre con riferimento a i), la costruzione del tasso è basata su specifiche analisi del mercato immobiliare, trend passati ed attesi; si rileva che molti locatori siano indirizzati all'utilizzo di ii) con il supporto di advisors finanziari, tuttavia i **locatori** sono più propensi **a farsi supportare da Real Estate Advisors nella stima di i)** nel caso di:
 - asset specifici;
 - elevato numero di contratti con diversa ubicazione geografica (nazionale ed internazionale);
 - rilevante ammontare delle potenziali liabilities;
 - operazioni straordinarie / finanziamento;
- Parallelamente all'identificazione di una liability, corrisponderà un Right of Use (all'attivo dello stato patrimoniale); tuttavia il principio contabile non fa emergere la necessità di analizzare se effettivamente il Right of Use sia allineato al mercato;
- **Opportunità latenti**
 - a) occasione per analizzare i contratti di locazione e capire se questi siano sopra/sotto mercato (Lease Hold Interest calculation);
 - b) evidenziare eventuali possibilità di saving (attività di rinegoziazione contratti) e razionalizzazione;
 - c) primo step ed opportunità per avviare una gestione attiva dei contratti di locazione, non solo per le società che si adeguano agli IFRS, ma anche per coloro che non devono applicare tale principio per necessità di coerenza.

Definizioni

- "*Leasehold Interest*" is "(...) the interest held by the lessee (the tenant or renter) through a lease transferring the rights of use and occupancy for started term under certain conditions".
- "*Positive Leasehold Interest*" is "(...) a lease situation in which the market rent is greater than the contract rent".
- "*Negative Leasehold Interest*" is "(...) a lease situation in which the market rent is less than the contract rent".

Fonte: The Dictionary of Real Estate Appraisal - fourth Edition, published by the Appraisal Institute, 875 North Michigan Avenue, Chicago, Illinois

Sezione n° 2

La Valutazione dei beni immobili a reddito: il punto di vista dell'investitore e del tenant



La Valutazione dei beni immobili a reddito

- **L'IMMOBILIARE COME INFRASTRUTTURA**

(cit. Aldo Mazzocco, Milano 8 Maggio 2014, Convegno QI «I servizi per il real estate»)



«... L'immobiliare è **un'industria diffusa e non limitata a poche operazioni speculative** che fanno notizia.. ma bensì un'industria che racchiude il 20 % del PIL »



«L'immobile stesso è il luogo dove viviamo, lavoriamo, dove passano le giornate i nostri figli ma questo ancora non è percepito, neppure dalla politica»



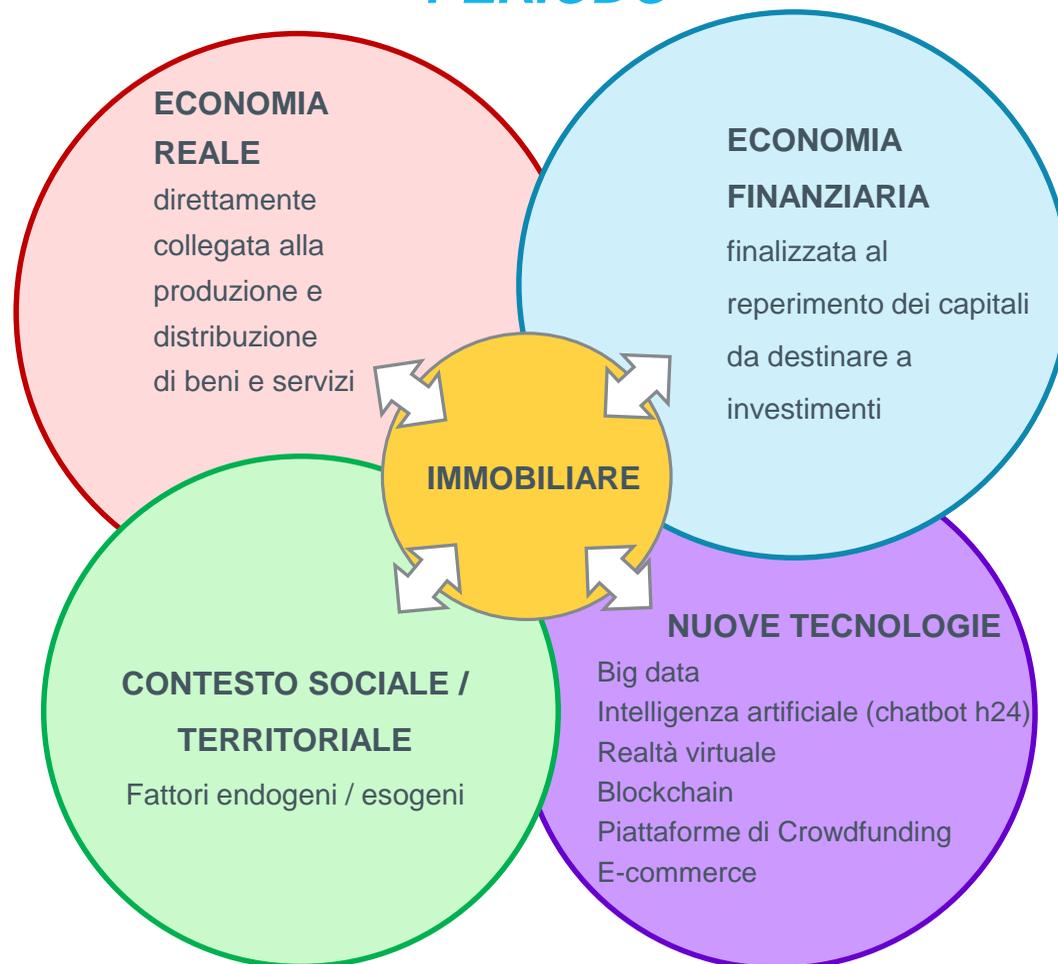
La Valutazione dei beni immobili a reddito

VISIONE A MEDIO

DRIVER

Il settore IMMOBILIARE
È CONDIZIONATO
dall'interazione
dell'economia reale, dalla
finanza, dalle nuove
tecnologie e dal
contesto nel quale sono
ubicati gli immobili.

PERIODO



La Valutazione dei beni immobili a reddito

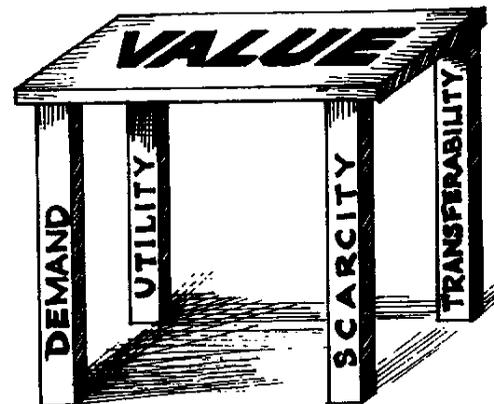
ELEMENTI PRELIMINARI DEFINIZIONI E DRIVER GENERALI

Definizione di Valutazione

Un'opinione sul valore di un'attività o di una passività in base a criteri concordati e dichiarati, a una data specificata. Salvo limitazioni concordate nell'ambito dei *termini dell'incarico*, tale valutazione sarà espressa a seguito di un *sopralluogo* e di ulteriori opportune indagini e ricerche, tenuto conto della natura del bene e dello scopo della *valutazione*.

(RICS Red Book, ed. italiana, Giugno 2017)

FIGURE 5.1 Basic Elements of Market Value.



La Valutazione dei beni immobili a reddito

Valore di Mercato (MV)

L'ammontare stimato a cui un'attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla *data di valutazione*, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni (Vedere IVS 104, paragrafo 30.1).

(RICS Red Book, ed. italiana, Giugno 2017)

Il Valore di Mercato dovrebbe riflettere il **massimo e miglior utilizzo**: «si intende quell'uso che ne ottimizza la produttività e che sia possibile, giuridicamente consentito e finanziariamente sostenibile».

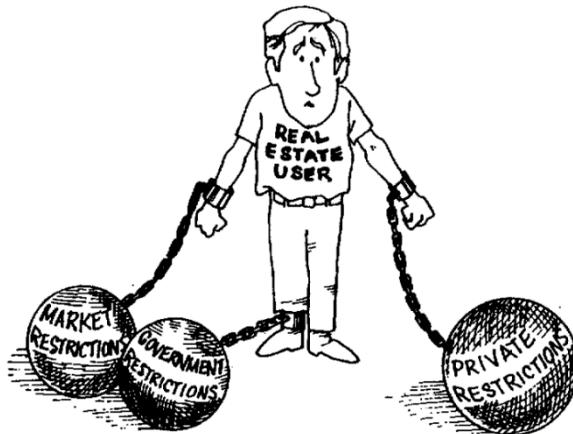


FIGURE 2.3 Types of Restrictions.

FIGURE 3.5 Market Value = Value in Exchange.



La Valutazione dei beni immobili a reddito

QUALI SONO LE PRINCIPALI FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE?

- Acquisizione / Vendita / Operazioni straordinarie
- Finanziamento (Valore di Mercato vs Mortgage Lending Value MLV / valore cauzionale)
- Rendicontazione finanziaria

QUALI SONO LE «BASI» DI VALORE?

- Valore di Mercato
- Canone di Mercato
- Valore di Investimento
- Fair Value (valore equo)
- Valore di liquidazione
- Altri valori Judicial Market Value (JMV), MLV, di pronto realizzo, prudenziale ecc.

La Valutazione dei beni immobili a reddito

DRIVER GENERALI

- Macroeconomia (PIL, consumi, investimenti, inflazione,...)
- Andamento Demografico
- Provvedimenti legislativi (es. decreto sviluppo, revisione spesa pubblica)
- Introduzione di strumenti urbanistici (a livello locale e nazionale)
- Tassazione (es. IUC, imposta di registro, trasferimenti, ...)
- Accessibilità al credito / restrizione creditizia
- Innovazioni tecnologiche

CONOSCENZA DEL CONTESTO E DEL MERCATO

- Location, Location, Location!
- Assetto urbanistico, evoluzione a medio e lungo periodo
- Valori di riferimento (prezzi e canoni)
- Rating occupanti
- Potenziali competitors



La Valutazione dei beni immobili a reddito

CONOSCENZA DELL'IMMOBILE OGGETTO DI VALUTAZIONE

- Consistenze edilizie
- Stato manutentivo
- Conformità urbanistica/edilizia/catastale
- Conformità Ambientale (esistenza di passività, esigenza di bonifiche o altro)
- Potenzialità (cambio di destinazione d'uso, layout distributivo, efficienza energetica)

La Valutazione dei beni immobili a reddito

L'ATTEGGIAMENTO DEL VALUTATORE

GUARDARE INDIETRO?

Serie storiche (prezzi/canoni), numero e valore delle transazioni, ciclicità del mercato, andamento economia..



GUARDARE AVANTI?

Tener conto dei segnali di ripresa, ritorno degli investitori, rallentamento della diminuzione dei prezzi, atteggiamento positivo delle banche...

NB. Il valutatore non può anticipare o predire il mercato.

La Valutazione dei beni immobili a reddito

LE METODOLOGIE REDDITUALI/FINANZIARIE

I METODI DI VALUTAZIONE:

- Metodo del mercato o comparativo (market approach)
- Metodo del costo (cost approach)
- **Metodo del reddito (income approach)**
- Metodo della trasformazione (development approach)

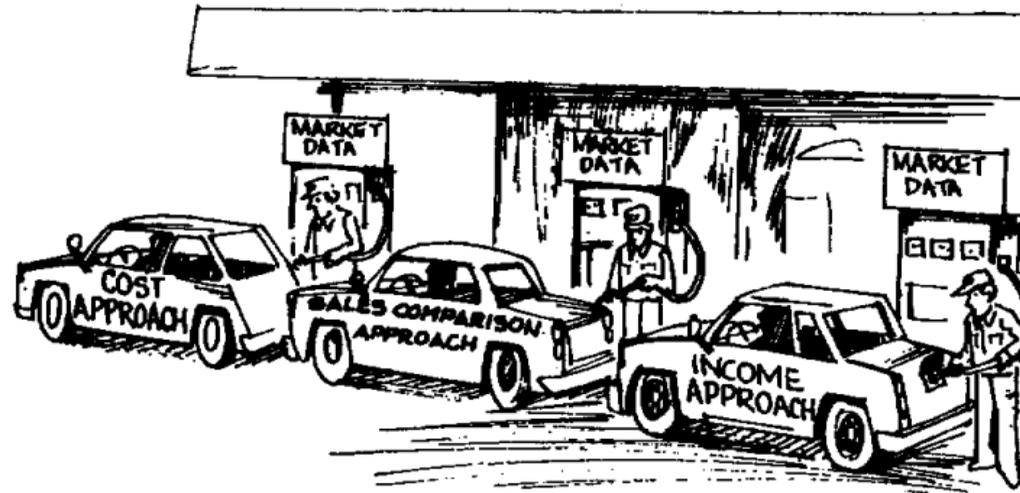


FIGURE 8.3
Market Data Is Key
to All Approaches.

La Valutazione dei beni immobili a reddito

Il **Metodo Reddituale** prende in considerazione due diversi approcci metodologici:

I. Capitalizzazione Diretta:

si basa sulla capitalizzazione, ad un tasso dedotto dal mercato immobiliare, dei redditi netti futuri generati dalla proprietà.

II. Metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (DCF, Discounted Cash-Flow), basato:

- a) sulla determinazione, per un periodo di n anni, dei redditi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà;
- b) sulla determinazione del Valore di Mercato della proprietà mediante la capitalizzazione in perpetuità, alla fine di tale periodo, del reddito netto;
- c) sull'attualizzazione alla data della Valutazione dei redditi netti (flussi di cassa).

La Valutazione dei beni immobili a reddito

ELEMENTI DA CONSIDERARE AI FINI VALUTATIVI

- RICERCHE DI MERCATO (Individuazione del mercato immobiliare di riferimento, analisi delle transazioni di immobili comparabili)
- ANALISI DEI CONTRATTI DI LOCAZIONE (Canone, scadenza, indicizzazione, presenza di clausole particolari)
- SPESE A CARICO DELLA PROPRIETA' (Amministrazione, manutenzione, assicurazione, spese condominiali, oneri fiscali –IMU-)
- COSTI DI ADEGUAMENTO/CAPEX (Ristrutturazioni, adeguamenti normativi, amministrativi)
- TASSI DI SCONTO (Tasso di capitalizzazione, tasso di attualizzazione, cap-in, cap-out)

La Valutazione dei beni immobili a reddito

CAPITALIZZAZIONE DIRETTA

Valore di Mercato = Canone/saggio di capitalizzazione (Capitalization Rate)

Tipologia di Entrata	Tipologia di Tasso di capitalizzazione
Entrate Lorde da Contratto	Initial Yield Lordo
Entrate Nette da Contratto	Initial Yield Netto
Affitto di mercato	Yield lordo di mercato
Affitto di mercato al netto dei costi	Yield Netto di mercato

Fonte: Linee Guida per la Valutazione Immobiliare,

La Valutazione dei beni immobili a reddito

DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Il valore corrente del flusso di cassa futuro previsto viene stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa (sia positivi che negativi), secondo la stessa metodologia utilizzata nell'analisi degli investimenti:

$$VM = \sum_{t=1}^n \frac{(R-CE-CM-T-CC)_t}{(1+r)^t} + \frac{VRC_n}{(1+r)^n}$$

VM = Valore di Mercato

R = Redditi da Locazione

CE = Costi di esercizio (es property, assicurazione)

CM = Costi di manutenzione (sia ordinari sia straordinari e di ammortamento)

T = IMU

CC = Cap Ex e Tenant improvement

VRC = Valore residuale di cessione (exit value)

n = periodo di analisi

t = variabile temporale

r = tasso di sconto

La Valutazione dei beni immobili a reddito

VALUTAZIONE SETTEMBRE 2013		TEMPI														
Periodo		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15				
RICAVI		3.344.000	3.394.160	3.445.072	3.496.748	3.549.200	3.602.438	3.656.474	3.711.321	3.766.991	3.823.496	4.199.524	4.262.517	56.023.114		
Ricavi Potenziali	1%		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%			
Stato di Inesigibilità		33.440	33.942	34.451	34.967	35.492	36.024	36.565	37.113	37.670	38.235	83.835	85.092	52.223.784		
Ricavi Lordi Entrata		3.310.560	3.360.218	3.410.622	3.461.781	3.513.708	3.566.413	3.619.910	3.674.208	3.729.321	3.785.261	4.115.689	4.177.425			
COSTI A CARICO DELLA PROPRIETA'																
Lease Commission		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	126.000	-	-		
Capex		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0		
Amministrativi	1,0%	33.106	33.602	34.106	34.618	35.137	35.664	36.199	36.742	37.293	37.853	41.157	41.774	522.238		
Reserve per Manutenzioni Straordinarie	1,0%					313.905	320.183	326.587	333.119	339.781	346.577	382.649	390.302	3.819.825		
Assicurazione	0,10%	29.000	29.580	30.172	30.775	31.391	32.018	32.659	33.312	33.978	34.658	38.265	39.030	501.509		
Tasse (IMU)		280.000	280.000	280.000	280.000	285.600	291.312	297.138	303.081	309.143	315.325	348.145	355.108	4.595.385		
TOTALE COSTI		342.106	343.182	344.278	345.393	666.033	679.178	692.583	706.254	720.195	734.413	936.215	826.214	9.647.957		
RICAVI NETTI		2.968.454	3.017.036	3.066.344	3.116.388	2.847.675	2.887.235	2.927.326	2.967.954	3.009.126	3.050.848	3.179.474	3.351.211	42.575.828		
Tempi		0,2	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	14,5	15,0			
Fattore di Attualizzazione		0,9076	0,9060	0,8483	0,7943	0,7438	0,6964	0,6521	0,6105	0,5717	0,5353	0,3852	0,3728			
Ricavi Netti Attualizzati		2.872.399	2.733.529	2.601.314	2.475.439	2.117.970	2.010.668	1.908.789	1.812.061	1.720.223	1.633.028	1.224.820		27.529.238		
Risk-out	0,25%															
Tasso di Capitalizzazione	4,97%															
Valore Lordo di Uscita													67.460.724			
Spese di Commercializzazione	2,0%												1.349.214			
Valore Netto di Uscita													66.111.509			
Valore Netto di Uscita Attualizzato													24.643.834	24.643.834		
Flussi di Cassa Attualizzati		2.872.399	2.733.529	2.601.314	2.475.439	2.117.970	2.010.668	1.908.789	1.812.061	1.720.223	1.633.028	1.224.820	24.643.834	52.173.073		
Somma Ricavi Netti Attualizzati		27.530.000														
Valore Finale Immobile Attualizzato		24.640.000														
VALORE DI MERCATO		52.200.000														

La Valutazione dei beni immobili a reddito

La **STRUTTURA FINANZIARIA** normalmente ipotizzata per un investitore “ordinario” è costituita per un 40% da capitale proprio e per un 60% da capitale di terzi.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (DISCOUNTED RATE):

WACC (weighted average cost of capital) consiste nella media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito

BUILD UP APPROACH

Calcolo tassi		moneta corrente		
Mezzi propri	equity	6,65%	40,00%	2,66%
Mezzi terzi	banche	4,02%	60,00%	2,41%
Tasso per investimento				5,07%
Arrotondato a:				5,10%

ESTRAZIONE DAL MERCATO

- Comparazione di rendimenti riscontrati sul mercato per asset comparabili
- Verificare netto lordo e aggiustamenti
- Passare da rendimento a tasso di attualizzazione



*Il costo del **capitale di rischio**:
Quale risk free?
Quanto pesa il risk free?*

Dati economici di riferimento	
Inflazione programmata	2,00%
Eurirs 10 anni	0,92%
BTP 10 anni	2,02%
Calcolo ritorno mezzi propri	
BTP 10 anni	2,02%
Inflazione programmata	2,00%
Titoli Stato e Obbl. senza inflazione	0,02%
Illiquidità	1,50%
Rischio specifico investimento*	3,00%
Totale corrente	6,65%
Calcolo ritorno mezzi di terzi	
Eurirs 10 anni	0,92%
Inflazione programmata	2,00%
Euribor 6 mesi senza inflazione	-1,06%
Illiquidità	1,05%
Spread rischio investimento	2,00%
Totale corrente	4,02%

* localizzazione, stato manutentivo, destinazione d'uso, rischio di mercato, rischio urbanistico, dimensione, stato locativo.

La Valutazione dei beni immobili a reddito

II TASSO DI CAPITALIZZAZIONE:

- Analisi di transazioni registrate nel mercato di riferimento
- Analisi dei rischi dello specifico investimento (location, tipologia, caratteristiche dell'immobile...)
- Analisi dei fattori che influenzano la situazione reddituale dell'immobile (costi di gestione, condizioni contrattuali);
- Analisi dei trend di mercato (trend macroeconomici e immobiliari)
- Mood: fondamentali vs percepito e mode

VALORE DI USCITA

Il valore in uscita nel modello valutativo è ottenuto dalla capitalizzazione del reddito netto dell'ultimo periodo ad un tasso di capitalizzazione pari al tasso di attualizzazione deflazionato e incrementato di un fattore di rischio

La Valutazione dei beni immobili a reddito

COMPOSIZIONE DEL TASSO DI RENDIMENTO INFLUENZA DEL FATTORE LOCALIZZATIVO

Edificio in Centro



	Terreno	Fabbricato	Impianti	
Sub-Total	3,38%	8,24%	11,38%	
Terreno	50%	1,69 %		6,13 %
Fabbricato	40%		3,3 %	
Impianti	10%		1,14%	

Edificio in Periferia



Terreno	30%	1,02 %		7,25 %
Fabbricato	55%		4,53 %	
Impianti	15%		1,7 %	

La media pesata sul valore delle componenti esprime il ritorno globale sull'immobile.
Dove il terreno pesa di più prevale la componente a basso ritorno (edifici centrali hanno yield bassi)

La Valutazione dei beni immobili a reddito

Elementi da considerare in un DCF

RICAVI

- Canone corrente;
 - Tipologia contratti
 - clausole rescissorie/Step up o free rent
 - Passing rent vs ERV
 - Standing dei Tenant
 - Costi di esercizio (Green) – maggior canone
- Canone di mercato;
- Vacancy attuale e prospettica
- Exit Value (Capitalizzazione rendimento netto ultimo periodo a un tasso di capitalizzazione definito come Discount rate – crescita (inflazione) + rischio)

COSTI

- Property Management;
- Assicurazione
- Manutenzioni ordinarie / straordinarie /sinking Fund
- IMU/Tasi
 - No altre tassazioni (correlate al tipo di proprietario)
- Agency fee (rilocazioni/vendita finale)
- CapEx – Tenant Improvement

RISCHIO/RENDIMENTO

- Uso del bene (rischio settore)
- Mercato di riferimento nazionale e locale
- Location
- Illiquidità
- Fungibilità e qualità del bene
 - Grado di flessibilità
 - Stato fisico / vita utile
 - Appeal
 - Destinazione urbanistica
 - Efficienza funzionale
 - Rispondenza alle richieste della domanda
 - Green Building/Classe Energetica
 - Staticità / antisismica
 - Well-being

TEMPI

- Durata compatibile con tipo asset e sufficiente a riportare a mercato i contratti
- I DCF normalmente sono a moneta corrente e le componenti di ricavi e costi sono indicizzate all'inflazione prevista

La Valutazione dei beni immobili a reddito

FOCUS RICAVI/COSTI PER DESTINAZIONE:

Terziario	Canone/Mq (analisi costi di esercizio per il tenant)
Residenziale	Canone/Mq – Mercato in fase di evoluzione (Rent to buy, Abitazioni short stay, studentati, senior home, ecc.)
Commerciale	Canone/Mq / Variabile sul fatturato (shopping center) / indennità avviamento / licenza commerciale / «effort rate» per categoria merceologica
Hotel	Canone/camera / Canone sostenibile (% su fatturato) / ADR/RevPar / Stagionalità / Incidenza costi in base alla categoria alberghiera
RSA	Canone a posto letto
Industriale/Logistica	Canone/Mq
Social Housing	Canone calmierato (predefinito può essere anche il prezzo di vendita)
Infrastrutture	Canone legato al business (concetto di project financing)
Energie rinnovabili	Canone legato a producibilità, rischio volatilità mercato energia, tema diritto di superficie/piena proprietà, smaltimento, approvvigionamento per biomasse

Sezione n° 3

Focus

La valutazione di “asset speciali”

L'importanza di conoscere il settore specifico

Cosa sono gli Standard

- La formalizzazione di principi e di concetti generali riconosciuti e condivisi
- Codifica delle best practices di mercato
- Un glossario di definizioni accettate e soprattutto corredate da una sorta di «interpretazione autentica» che consente di evitare applicazioni errate o comunque improprie.

Perché utilizzare Standard di Valutazione Internazionali

- Perché la globalizzazione dei business e dei mercati richiede **REGOLE COMUNI**
- Perché l'analisi delle performance di imprese ed investimenti deve basarsi su **MISURAZIONI ATTENDIBILI e OMOGENEE**
- Perché gli operatori economici necessitano di **DATI TRASPARENTI, COERENTI e AFFIDABILI**

L'importanza di conoscere il settore specifico

Estratto Linee Guida ABI, gennaio 2018

APPENDICI

Appendice 1 – La valutazione di “Asset Speciali”

La distinzione tra “immobili ordinari” e “immobili speciali” non è semplice; tuttavia una immediata, ancorché semplicistica, classificazione potrebbe includere tra gli “immobili ordinari” quelli aventi funzioni tradizionali: la residenza, gli uffici, i negozi di vicinato, gli immobili produttivi e logistici in genere nonché le pertinenze di questi.

Gli “asset speciali” richiedono peraltro conoscenze approfondite dei relativi mercati di riferimento con particolare riguardo ad aspetti tecnici, economici, reddituali e di mercato in genere, ma anche, normativi e gestionali.

Nella presente appendice, pur non rappresentando lo stesso in alcun modo un manuale di estimo, si è ritenuto utile fornire taluni elementi che il valutatore dovrebbe considerare nel valutare alcuni “asset speciali” e che possono impattare significativamente sul loro Valore di Mercato. Di seguito verranno trattati i seguenti “asset speciali” di maggior interesse:

- Strutture commerciali destinate alla GDO - grande distribuzione organizzata
- Hotel e strutture ricettive in genere
- Sviluppi Immobiliari
- Aziende agricole.

▶ Tra gli “asset speciali” si segnala anche **l'INDUSTRIAL**



L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Immobilie a destinazione terziaria / direzionale**

La valutazione di un **immobile adibito ad uffici** è legata:

- allo stato occupazionale (locato/sfitto)
- ai contratti in essere (canone/indicizzazione/durata/scadenze/rinnovi/clausole)
- allo stato manutentivo dell'immobile (vetustà della struttura, classificazione energetica)
- costi a carico della proprietà (amministrazione/manutenzione/assicurazione/oneri fiscali)
- all'andamento del mercato immobiliare di riferimento (ricerca di comparativi).

CONTRATTI DI AFFITTO								
Conduttore	Superficie commerciale	Canone Contratto annuo	Canone medio contrattuale Euro/Mq/Anno	Canone Mercato annuo	Canone medio mercato Euro/Mq/Anno	Inizio contratto d'affitto	1^ Scadenza	2^ Scadenza
Tenant 1	773	255.374	330	381.195	493	01/09/2009	31/08/2018	31/08/2027
Tenant 2	258	160.000	619	138.345	536	01/10/2012	30/09/2021	30/09/2027
Tenant 3	18.700	5.000.000	267	6.906.169	369	01/01/2008	31/12/2013	31/12/2019
Tenant 4	91	15.445	170	50.730	558	01/11/1998	31/10/2010	31/10/2016
Tenant 5	106	1.946	18	15.945	150	01/02/1993	31/01/2015	31/01/2021
Tenant 6	346	170.000	491	172.035	497	01/10/2012	30/09/2021	30/09/2030
VACANT MAGAZZINI	214			68.415	320			
VACANT RETAIL	183			109.680	600			
VACANT UFFICI	53			7.965	150			
	20.725	5.602.765		7.850.479				

SVILUPPO CANONI		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
TOTALI	Dal (data compresa)	30/6/15	30/6/16	30/6/17	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/21	30/6/22	30/6/23	30/6/24
	Al (data esclusa)	30/6/16	30/6/17	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/21	30/6/22	30/6/23	30/6/24	30/6/25
	Canone annuo atteso	5.692.878	5.891.745	6.049.588	6.168.609	7.221.744	8.295.737	8.461.885	8.623.083	8.804.915	8.955.764
	Sfitto annuo atteso	2,93%	1,28%	1,15%	1,02%	43,17%	39,45%	3,52%	3,05%	2,84%	2,84%
	Delta annuo atteso	-2.167.633	-2.045.894	-1.911.352	-1.925.439	-1.044.571	-114.136	-126.740	-136.388	-140.129	-143.756
	Delta attualizzato	-2.098.474	-1.856.250	-1.625.285	-1.534.456	-780.186	-79.895	-83.147	-83.858	-80.748	-77.636
	Canone rilocato	186.060	33.496	17.234		3.624.392	3.711.535	124.039	38.918		

L'importanza di conoscere il settore specifico

Variabili Originarie	30/6/15	30/6/16	30/6/17	30/6/18	30/6/19	30/6/29	30/6/30	30-giu-31	
	30/6/16	30/6/17	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/30	30/6/31		
	1	2	3	4	5	15	16	17	
RICAVI LORDI POTENZIALI									
Locazioni	5.692.878	5.891.745	6.049.588	6.168.609	7.221.744	10.038.469	10.246.612	132.387.796	
% Sfitto/inesigibilita'	2,93%	1,28%	1,15%	1,02%	43,17%	3,06%	3,77%		
Ricavi lordi effettivi	5.526.174	5.816.414	5.979.967	6.105.883	4.103.981	9.731.242	9.860.783	122.393.612	
Altri ricavi	-	-	-	-	-	-	-	-	
TOTALE RICAVI	5.526.174	5.816.414	5.979.967	6.105.883	4.103.981	9.731.242	9.860.783	122.393.612	
COSTI A CARICO DELLA PROPRIETA'									
Amministrazione	1,50%	82.893	87.246	89.700	91.588	61.560	145.969	147.912	1.835.904
Spese per la rilocalazione	10,00%	18.606	3.350	1.723	-	362.439	2.186	16.916	866.995
Capex	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Manutenzione straordinaria	1,25%	323.538	326.773	332.982	339.641	346.434	422.301	430.747	5.969.337
Assicurazione		18.596	18.968	19.347	19.734	20.129	24.537	25.028	346.616
Imposte (IMU + TASI 2015)	809.082	809.082	809.082	825.264	841.769	1.026.112	1.046.634		14.542.399
TOTALE COSTI	1.252.715	1.245.419	1.252.834	1.276.228	1.632.331	1.621.105	1.667.237	23.561.251	
TOTALE RICAVI NETTI	4.273.459	4.570.995	4.727.133	4.829.655	2.471.649	8.110.138	8.193.546	98.832.361	
Tempi		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	14,50	15,50	16,00
Fattore di attualizzazione	6,70%	0,9681	0,9073	0,8503	0,7969	0,7469	0,3905	0,3660	0,3543
RICAVI NETTI ATTUALIZZATI	4.137.113	4.147.288	4.019.637	3.848.936	1.846.065	3.166.971	2.998.634	57.132.276	
Risk out	0,25%								
Valore finale lordo									174.181.056
Spese di commercializzazione per la vendita	2,00%								3.483.621
Valore finale netto									170.697.434
VALORE FINALE NETTO ATTUALIZZATO									60.477.842
Somma ricavi netti attualizzati		57.132.276							
Valore Finale Netto Attualizzato		60.477.842							
VALORE DI MERCATO LORDO	117.610.117								
VALORE DCF	117.600.000								
GROSS CAP IN	4,84%								6,01% GROSS CAP OUT
NET CAP IN	3,63%								4,86% NET CAP OUT

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Hotel e strutture ricettive in genere**

Il valore di un hotel è infatti fortemente correlato sulle potenzialità produttive dell'attività alberghiera che si svolge all'interno dell'immobile stesso. Un potenziale acquirente comprerà l'albergo sulla base dei futuri profitti che un operatore ragionevolmente efficiente dovrebbe conseguire dall'utilizzo della proprietà. Per tale ragione la valutazione deve considerare, oltre agli aspetti intrinseci dell'immobile, anche gli aspetti propri della gestione alberghiera e del mercato di riferimento.

Nella valutazione degli hotel ci si riferisce ad un'unità operativa, immobile, generalmente tale unità risulta "attrezzata" (comprensiva di impianti specifici, attrezzature e mobilio) e comprensiva di autorizzazioni e licenze necessarie per lo svolgimento dell'attività alberghiera. Il valutatore deve esplicitare in modo chiaro quali componenti considera nella propria valutazione, se le sole mura o l'insieme di tutti gli asset costituenti l'unità operativa.

Il Metodo generalmente utilizzato per la determinazione del valore di mercato di un Albergo è quello della capitalizzazione finanziaria ovvero dei flussi di cassa attualizzati (DCF analysis).

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Hotel e strutture ricettive in genere**

Analisi di Mercato: l'analisi, a differenza delle altre tipologie, risulta maggiormente specifica in relazione agli aspetti tipici gestionali e statistici del settore con l'obiettivo di studiare l'evoluzione storica della domanda e dell'offerta e quindi delle performance ottenibili nel medio lungo termine, quali: (i) trend della domanda alberghiera (arrivi, presenze e segmentazione per categoria, stagionalità e origine); (ii) individuazione e performance del competitive set (tassi di occupazione camere, ricavi medi a camera o ADR, ricavi per camera disponibile o RevPar); (iii) trend dell'offerta alberghiera (numero camere, strutture, segmentazione per categoria e eventuali nuove aperture). Viene inoltre effettuata anche un'analisi e verifica della presenza di operazioni comparabili al fine di trarre, ove possibile, dal mercato delle compravendite i valori a camera e i rendimenti, tenendo in debita considerazione che nella valutazione di un albergo come parametro unitario di riferimento non è la superficie ma il valore unitario a camera.

La valutazione: occorre identificare in primis, come prima specificato lo stato occupazionale e la situazione contrattuale dell'albergo, in relazione alla quale può variare l'approccio valutativo: libero e disponibile o *vacant possession* (nel caso di gestione diretta); (i) locazione immobiliare o affitto di ramo d'azienda; (ii) *management contract* (albergo gestito da terze parti).

In ogni caso è necessario acquisire ed analizzare i dati gestionali storici e valutare le performances prospettiche della gestione alberghiera oggetto di valutazione.

L'importanza di conoscere il settore specifico

- Il valore di un hotel è basato sulle **potenzialità produttive dell'attività alberghiera** che si svolge all'interno dell'immobile stesso.
- La valutazione deve pertanto considerare, oltre agli **aspetti intrinseci dell'immobile**, anche gli aspetti propri della **gestione alberghiera** e del **mercato di riferimento**.
- Nel processo valutativo è importante **valutare la coerenza dell'immobile** oggetto di valutazione rispetto alla specifica tipologia, al segmento alberghiero di appartenenza e al mercato / contesto competitivo di riferimento. Tale valutazione deve essere svolta:
 - (i) sia con riferimento alle specifiche tecniche dell'hotel (dimensione, standard qualitativi e servizi offerti);
 - (ii) sia con riferimento al posizionamento commerciale e di mercato della struttura (pricing, market mix, canali di vendita).
- **Stato occupazionale**. In ambito ricettivo si riscontrano i seguenti stati occupazionali che danno origine a situazioni contrattuali diverse:
 - immobile gestito da conduttore attraverso un contratto di locazione/affitto d'azienda
 - immobile gestito da un operatore professionale attraverso un contratto di management
 - immobile gestito dal proprietario/gestore (c.d. gestione diretta, vacant possessione)

L'importanza di conoscere il settore specifico

È prassi costruire i prospetti economici riclassificati secondo lo: “Uniform System of Accounts for the Lodging Industry” (U.S.A.L.I.)



KPI

Camere
% Occupazione
ADR (Euro)
RevPAR (Euro)

Ricavi camere
Ricavi Food & Beverage
Ricavi reparti minori

RICAVI

Ricavi camere
Costi camere
Risultato reparto camere
Ricavi Food & Beverage
Costi Food & Beverage
Risultato reparto F&B
Ricavi reparti minori
Costi reparti minori
Risultato reparti minori

MARGINE DI CONTRIBUZIONE

Amministrazione e generali
Sales & Marketing
Utenze

Manutenzione

TOTALE COSTI INDIRECTI

RISULTATO OPERATIVO LORDO

Management fees
Assicurazioni e tasse

EBITDA

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Strutture commerciali destinate alla GDO – Grande Distribuzione Organizzata (supermercati, retail park, centri commerciali, ecc.)**

Il centro commerciale è un prodotto immobiliare estremamente complesso, in cui intervengono molte variabili che ne possono condizionare le performance economiche. I fattori che determinano in maniera sostanziale le performance sono: la location (visibilità, accessibilità, dominanza rispetto al proprio bacino d'utenza), la geografia dei competitor, il merchandising mix, la localizzazione delle ancore, l'attrattività commerciale dei conduttori, lo standing progettuale, oltre ad aspetti che attengono alla gestione ed al marketing.

E' prassi consolidata nel mercato immobiliare di settore in Italia, utilizzare il Metodo Reddituale-Finanziario, ritenuto un approccio valutativo ottimale per la determinazione del Valore di mercato di un Centro Commerciale.

Il Valore di Mercato generalmente viene pertanto determinato con il metodo della capitalizzazione finanziaria ovvero dei flussi di cassa attualizzati (DCF analysis)²³; metodo che prevede di attualizzare alla data di valutazione, attraverso un opportuno tasso di sconto che rappresenti il rischio/rendimento dell'investimento immobiliare, i futuri flussi di cassa netti generati dall'immobile ed attesi in un determinato periodo temporale. Di norma alla fine del periodo, si assume che la proprietà venga ceduta ad un valore ottenuto dalla capitalizzazione del reddito ad un tasso di mercato opportunamente ponderato, ritenuto appropriato anche sulla base di investimenti simili a quello in questione.

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Strutture commerciali destinate alla GDO – Grande Distribuzione Organizzata (supermercati, retail prak, centri commerciali, ecc.)**

Tassi di attualizzazione e tassi di capitalizzazione devono essere coerenti con il grado di certezza insito nei flussi di canone. In particolare, per ciò che attiene alle locazioni temporanee e alle componenti di canone variabile sul fatturato eventualmente presenti.

La valutazione di un centro commerciale si basa normalmente sulla situazione dell'immobile in termini di contratti di locazione in essere, lay-out distributivo, merchandising mix, ecc., riferita alla data di valutazione.

E' raccomandata l'analisi dei principali indicatori prestazionali del centro commerciale quali ad esempio il volume d'affari, il rendimento al mq, l'incidenza Canone Minimo Garantito (incrementato delle spese comuni) sul volume d'affari annuale e/o altri indicatori ritenuti opportuni al fine di poterli rapportare a benchmark di mercato di riferimento e valutarne la coerenza rispetto le ipotesi e le stime poste alla base della analisi di valutazione.

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Ubicazione e area di attrazione**

Gli aspetti da considerare nel valutare l'adeguatezza dell'ubicazione di un centro commerciale possono essere così riassunti:

Contesto: area urbana, periferica, extraurbana; destinazione prevalente dell'area di riferimento (residenziale, industriale, rurale, turistica)

Accessibilità: rete stradale locale e collegamento con le principali strade ad alto scorrimento (autostrade, tangenziali); mezzi di trasporto pubblico. Da analizzare anche eventuali sviluppi futuri e breve e medio termine

Profilo demografico dell'area: numero di abitanti, densità della popolazione, età media, numero di stranieri residenti

Economia locale: reddito pro-capite, consumi pro-capite, tasso di disoccupazione

L'importanza di conoscere il settore specifico

- **Analisi della concorrenza presente e futura**

Identificare le principali strutture commerciali che per ubicazione, dimensioni e offerta merceologica, potrebbero esercitare la propria capacità attrattiva sulla medesima zona in cui è ubicato l'immobile in esame o su parte della stessa.

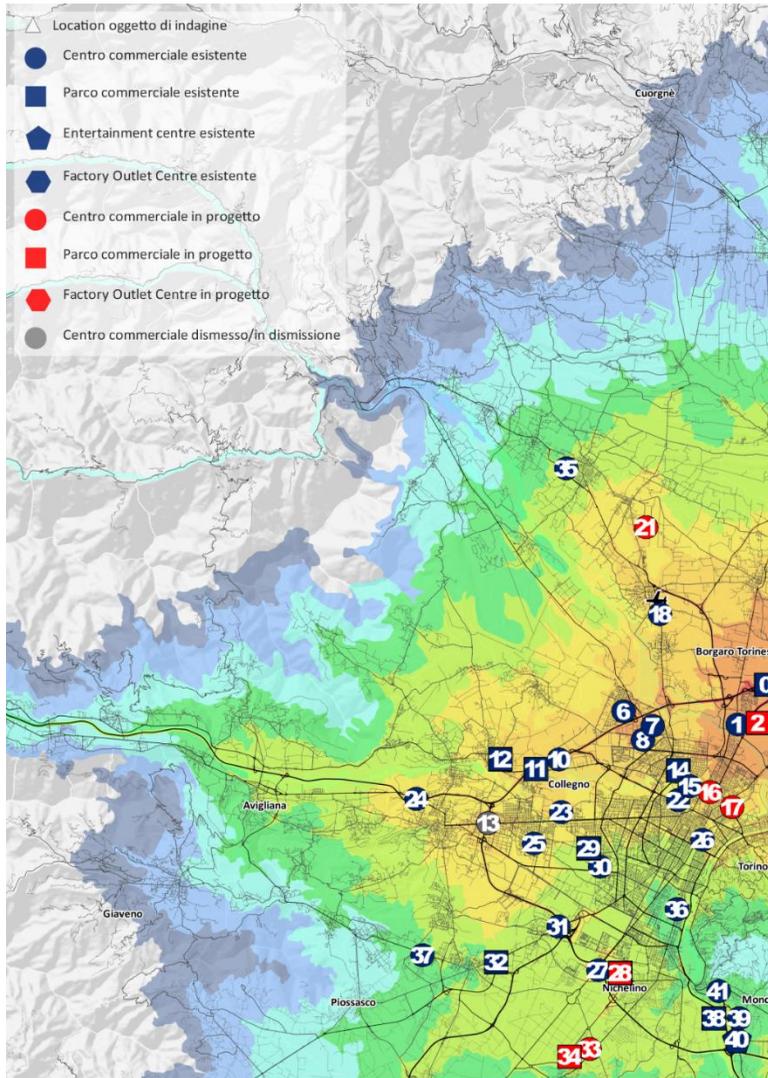
L'analisi dovrebbe essere circoscritta a strutture commerciali equiparabili, per dimensione e format, al centro in esame.

Per ciascuna struttura, gli elementi da considerare sono:

- Dimensione del centro e offerta merceologica
- Qualità del merchandising mix
- Capacità attrattiva dell'ancora alimentare (se presente)
- Ubicazione della struttura concorrente e distanza dal cc in esame
- Struttura viaria esistente e futura

Per i centri commerciali urbani va analizzata anche l'offerta del centro storico, che potrebbe rappresentare un potenziale concorrente

L'importanza di conoscere il settore specifico

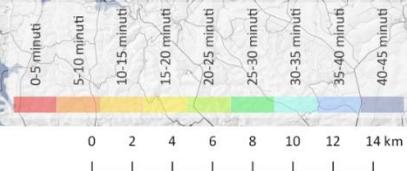


Bacino d'utenza veicolare per l'intervallo di accessibilità 0-45 minuti (popolazione residente): suddivisione per intervalli di accessibilità di 5 minuti (dato totale e parziale)

FASCIA ISOCRONA	Popolazione totale 0-X minuti	Popolazione nell'intervallo di accessibilità considerato
0-5 minuti	3.097	3.097
5-10 minuti	126.333	123.236
10-15 minuti	497.029	370.696
15-20 minuti	974.834	477.805
20-25 minuti	1.483.550	508.716
25-30 minuti	1.802.095	318.545
30-35 minuti	2.024.394	222.298
35-40 minuti	2.210.713	186.320
40-45 minuti	2.343.753	133.040

Localizzazione delle principali polarità commerciali esistenti ed in progetto (dettaglio 0-20 minuti)

Fonte Geodata: Geoportale Nazionale (rete stradale) e ESA Progetto Copernicus (DTM)



L'importanza di conoscere il settore specifico

- “Rent-to-sale” analysis

Cost-to-Sales ratio		PRIME SHOPPING MALL		
		AFFORDABLE	SUFFERING	HIGH DEFAULT RISK
Size				
Supermarket (food store)	MSU (1)	< 4%	4 - 5%	> 5%
Food & Beverage (chain)	MSU	< 8%	8 - 10%	> 10%
Food & Beverage (independent)	Store (2)	< 12%	12 - 16%	> 16%
Apparel & Accessories	MSU	< 12%	12 - 16%	> 16%
Apparel & Accessories	Store	< 19%	19 - 25%	> 25%
Health & Beauty	Store	< 10%	10 - 13%	> 13%
Cigar & Magazine (kiosk)	Store	< 16%	16 - 21%	> 21%
Books store	MSU	< 8%	8 - 10%	> 10%
Books store	Store	< 11%	11 - 14%	> 14%
Electronics	MSU / Anchor (3)	< 6%	6 - 8%	> 8%
Electronics	Store	< 14%	14 - 18%	> 18%

Notes: (1) < 250 sqm, (2) 250 - 1,500 sqm, (3) > 1,500 sqm

L'importanza di conoscere il settore specifico

AQR Phase 2 Manual

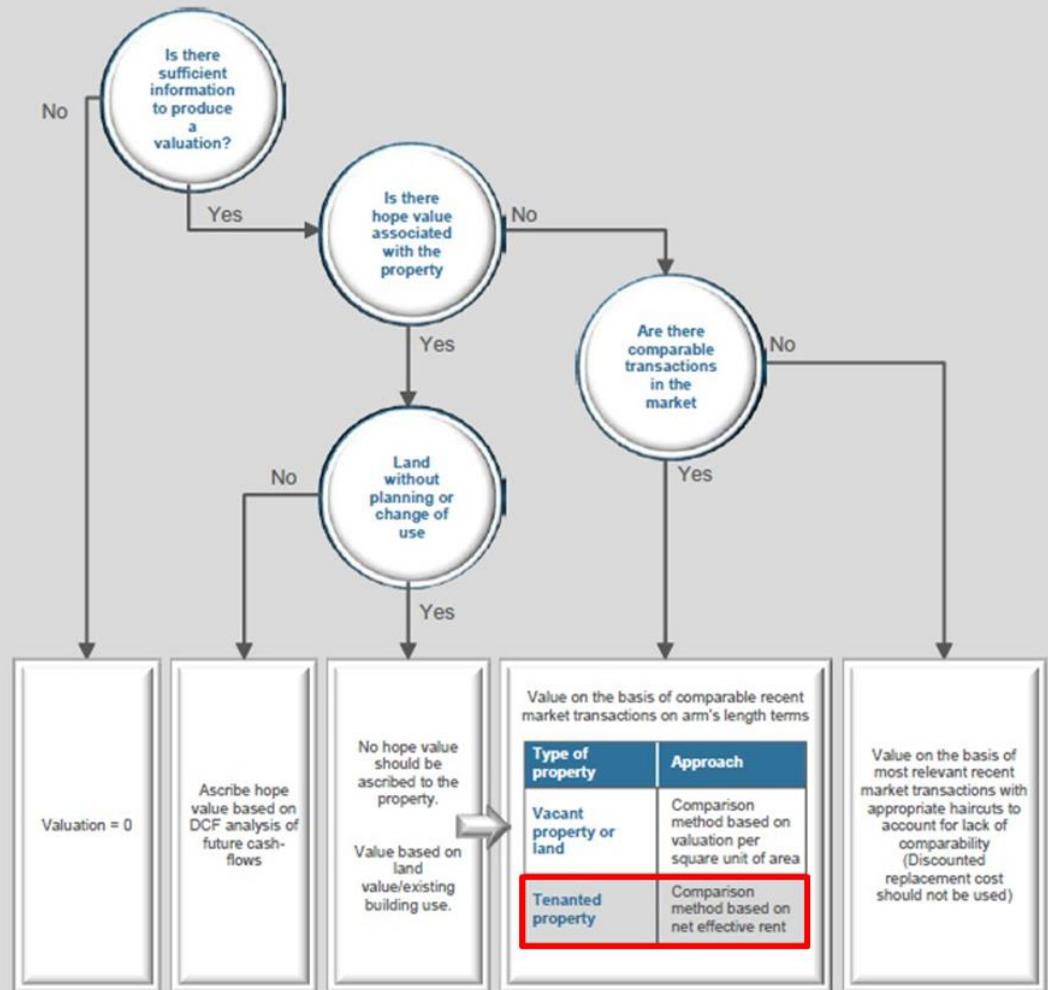
Chapter 5

COLLATERAL AND REAL ESTATE

Table 42 Template for feeding back yield benchmarks (in %)

	Region 1 urban		Region 1 rural		Region 2 urban	
	Primary	Secondary	Primary	Secondary	Primary	Secondary
Single dwelling residential house						
Single dwelling residential apartment						
Multi-family home						
Social housing						
Industrial						
Office						
Retail						
Agriculture						
Other land (no planning permission)						
Other land (with planning permission for development)						

Figure 21 Decision tree for valuation purposes



Considerazioni conclusive

- Metodo Valutativo da applicare ad immobili che hanno valore in funzione della loro capacità di generare reddito;
- Metodo Valutativo che richiede un elevato grado di approfondimento ma è un metodo flessibile in grado di valutare una molteplicità di asset;
- Differenza tra tasso di capitalizzazione e tasso di attualizzazione e tra tasso lordo e netto;
- Metodo in grado di stimare analiticamente l'impatto di molti fattori rilevanti (es costi di gestione, IMU, sfritto, free rent o stato locativo attuale) e pesarne l'impatto sul VM,
 - Quale altro metodo può stimare l'impatto del variare dell'IMU sul valore del bene?
- L'applicazione del metodo presenta fattori di rischio e difficoltà di reperimento dati di benchmark.
 - Disponibilità e accuratezza dei dati di input (ricavi, costi di gestione immobiliare, ecc..);
 - Determinazione dei tassi di capitalizzazione e attualizzazione (benchmark attendibili e comparabili costo equity e debito);
 - Determinazione degli sfritti ed inesigibilità e service charge a carico della proprietà;
 - Stima della crescita inflazionistica e della crescita/decrecita del mercato immobiliare;
 - Difficoltà di definire un rischio Tenant;
 - Difficoltà di definire exit value e grado di vendibilità/fungibilità del bene dopo 10/15 anni

Considerazioni conclusive

Costante crescita dell'importanza dell'Income approach nel contesto macro economico (0 inflazione, 0 crescita, bassi rendimenti BTP ed elevata volatilità, aumento dei costi di gestione immobiliare)

Monitoraggio canoni sia lato owner sia lato lender (rischio di perdita del valore del collateral legato alla sua situazione locativa)

La trasparenza del mercato deve ulteriormente crescere, occorre poter comparare e avere tutte le informazioni necessarie per una corretta applicazione del metodo.

Non solo VM/Mq ma anche Canone/Mq, yield, net rent, costi operativi, IMU, dati su spread di finanziamenti immobiliari (base dati Banche)

Importanza dei temi tecnici/gestionali (non solo finanza) anche nell' «Income approach»; (contratti, licenze, urbanistica, costi tecnici di manutenzione e di esercizio impattano sul canone netto)

Trend in atto:

- Sempre più difficile avere capital gain (eccetto che per le Top Location)
- Sempre maggior attenzione al rendimento attuale
- Sempre maggiore attenzione a monitorare la situazione locativa e occupazionale

DUFF & PHELPS

Real Estate Advisory Group

GRAZIE PER L'ATTENZIONE
