



Valutare oggi. Metodi di stima di immobili extra-ordinari

DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

Prof. Ing. Francesco Tajani

14 Febbraio 2020

Indice degli argomenti:

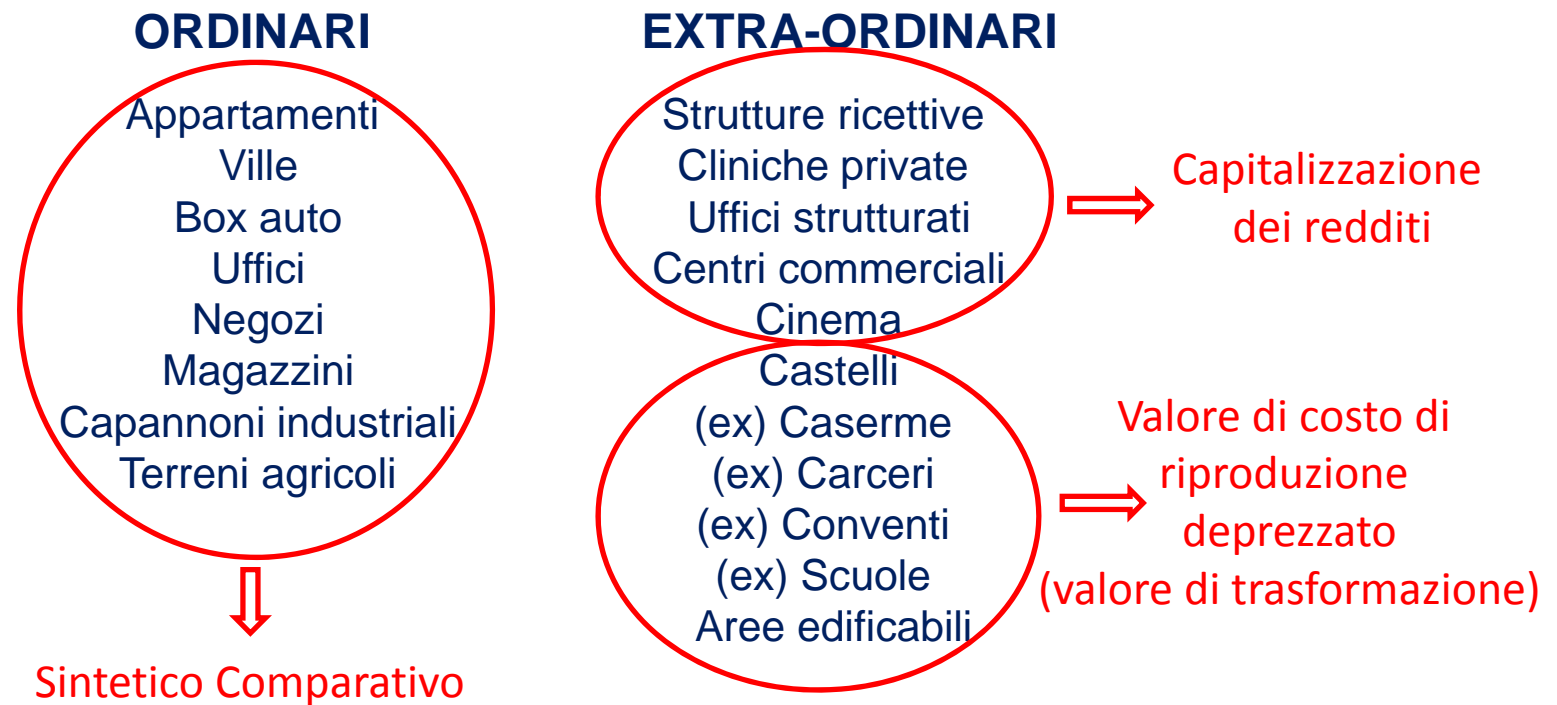
- Connotazione degli immobili ordinari ed extra-ordinari
- L'impiego della Discounted Cash Flow Analysis (DCFA)
- Principali procedimenti di stima dei saggi in una DCFA
 - Saggio di sconto
 - Saggio di capitalizzazione
 - Stima del saggio di attualizzazione
- Le fonti dei dati



IMMOBILI ORDINARI ED EXTRA-ORDINARI

Immobile Ordinario: presenza di un mercato di beni analoghi (comparabili) portatori di prezzo noto, pertanto sussiste la condizione di applicabilità del procedimento diretto (market approach).

Immobile extra-ordinario: l'assenza di un mercato di beni analoghi impone l'impiego di procedimenti indiretti (income/cost approach).



L'IMPIEGO DELLA DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

Nel Provvedimento del 19 gennaio 2015, la Banca d'Italia ha rimarcato l'opportunità che le Società di Gestione dei Fondi Immobiliari si dotino di politiche, procedure, strumenti informativi e risorse tecniche e professionali capaci di assicurare costantemente la rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del Fondo gestito (*Banca d'Italia, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, 2015*).

Sono altresì richiamati i criteri estimativi che fungono da “binario” per il valutatore per la determinazione del valore di mercato nel rispetto degli Standard Internazionali di Valutazione, ed è evidenziata la necessità di prevedere l'andamento “attuale e prospettico del mercato immobiliare nel luogo di ubicazione di ciascun immobile” che compone il Fondo d'investimento.

Per gli “immobili dati in locazione con facoltà di acquisto” il citato Provvedimento segnala la preferibilità dell'approccio reddituale nella stima del valore di mercato, da implementare atualizzando i canoni di locazione e il valore di riscatto dei cespiti.



DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

FLUSSI MONETARI

Rappresentano, in ogni periodo temporale, la **differenza** tra i **ricavi** (affitti o vendite) ed i **costi** di realizzazione e di gestione (nel caso dell'affitto); possono essere considerati al netto e/o al lordo sia degli oneri finanziari sia delle tasse.

INDICATORI DI REDDITIVITA'

Evidenziano la bontà dell'investimento; la stima della **redditività** si basa sul **criterio dell'attualizzazione**, cioè sulla determinazione di un valore attuale dato dalla sommatoria dei flussi generati dall'investimento e scontati al tempo iniziale.



DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

Dato un capitale C_n disponibile tra n anni e volendo conoscere il valore ad oggi di questo capitale, si può applicare la formula:

$$C_0 = C_n \frac{1}{(1+i)^n}$$

dove: C_0 = capitale iniziale (capitale al tempo 0)
 C_n = capitale al tempo n
 i = saggio di interesse (saggio di sconto)

Nel caso di più flussi di capitale, (F_1, F_2, \dots, F_n) il valore iniziale è rappresentato da:

$$V_0 = \frac{F_1}{(1+i)^1} + \frac{F_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n F_t \cdot (1+i)^{-t}$$

dove: V_0 = valore iniziale
 F_t = flussi di capitale al tempo t (con t variabile da 1 a n)
 i = saggio di interesse

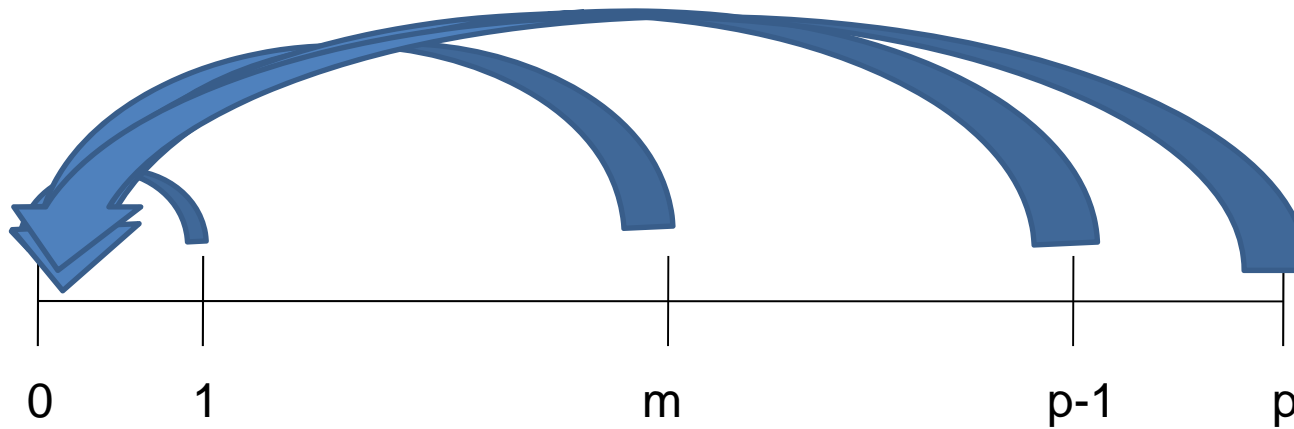


DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

	a_1	a_2	a_3	a_p
C_1	C_{11}	C_{12}	C_{13}	$C_{1..}$	$C_{1..}$	$C_{1..}$	$C_{1..}$	C_{1p}
...
C_n	C_{n1}	C_{n2}	C_{n3}	$C_{n..}$	$C_{n..}$	$C_{n..}$	$C_{n..}$	C_{np}
TOT C	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ
R_1	R_{11}	R_{12}	R_{13}	$R_{1..}$	$R_{1..}$	$R_{1..}$	$R_{1..}$	R_{1p}
...
R_m	R_{m1}	R_{m2}	R_{m3}	R_{m4}	$R_{m..}$	$R_{m..}$	$R_{m..}$	R_{mp}
TOT R	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ	Σ
	-	-	-	-	-	-	-	V_{res}
$R - C$	$(R-C)_1$	$(R-C)_2$	$(R-C)_3$	$(R-C)_{..}$	$(R-C)_{..}$	$(R-C)_{..}$	$(R-C)_{..}$	$(R-C)_p + V_{res}$
Σ Flussi attualiz	$\text{Valore di mercato dell'immobile all'anno } p = \frac{(R - C)_p}{r'}$							



DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS



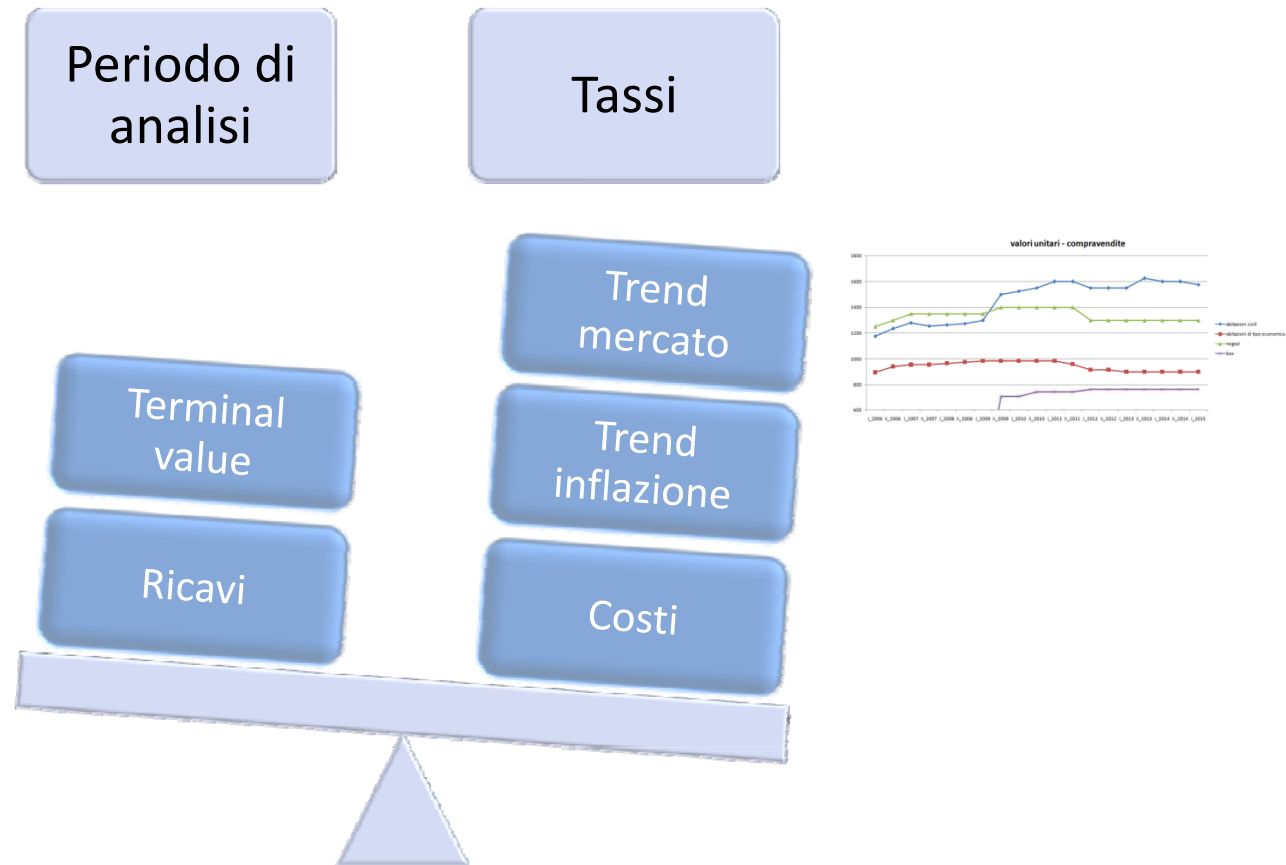
$$\sum \text{Flussi attualiz} = \frac{(R - C)_1}{(1+k)^1} + \frac{(R - C)_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(R - C)_m}{(1+k)^m} + \dots + \frac{(R - C)_p + V_{res}}{(1+k)^p}$$

Valore di mercato dell'immobile al momento della valutazione



DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS

Parametri determinanti per l'implementazione di una DCFA



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Saggio di sconto

Saggio di sconto come “costo opportunità”: rendimento al quale si rinuncia investendo i capitali nel progetto piuttosto che in impieghi alternativi.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Profitto atteso dall'istituto bancario che eroga il credito
(tasso di interesse bancario)



Profitto atteso dall'investitore per il rischio sostenuto

$$\text{Saggio di sconto} = (\text{Costo denaro} \cdot \%_{\text{indebitamento}} + \text{Premio equity} \cdot \%_{\text{equity}})$$

		UFFICIO	RICETTIVO	IPERMERCATO	GALL COMM	COMM ISOLATO	LEISURE	PRODUTTIVO
RAPPORTO EQUITY/DEBITO	equity				50%			
	debito				50%			
RISK PREMIUM SU EQUITY	min	7,96%	8,16%	8,40%	10,06%	9,56%	9,70%	11,20%
	max	13,56%	15,56%	13,06%	16,06%	15,56%	16,06%	17,06%

RAPPORTO EQUITY/DEBITO	equity	60%
	debito	40%
RISK PREMIUM SU EQUITY	min	14,90%
	max	22,49%



Operazioni di sviluppo



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Saggio di capitalizzazione

Il saggio di capitalizzazione corrisponde al rapporto che esiste, sul mercato, tra il rendimento locativo ed il valore dell'immobile. Il saggio tiene conto delle componenti di rischio (r) che caratterizzano l'immobile:

- ***rischio locatario*** – numero di inquilini e contratti, appetibilità dell'immobile sul mercato e rischio sfritto;
- ***rischio contesto*** – localizzazione e trend di mercato;
- ***rischio property*** – taglio dimensionale, fungibilità, frazionabilità dell'immobile, qualità e stato di manutenzione.



Il procedimento indiretto di stima del saggio di capitalizzazione si applica generalmente quando il mercato non fornisce indicazioni dirette che consentano di costruire le “scale dei saggi noti”.

Il saggio di capitalizzazione è stimato apportando opportuni adeguamenti al saggio di rendimento ritraibile da investimenti analoghi a quello immobiliare.



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Saggio di capitalizzazione

Il saggio di rendimento dell'investimento analogo deve essere adeguato in ragione:

- della trasposizione dal settore finanziario (BOT, CCT, ecc.) al settore immobiliare;
- della variazione che adegua il saggio di fruttuosità dell'investimento immobiliare nazionale alle condizioni locali (es. città) in cui è sito l'immobile oggetto di stima;
- dell'aggiustamento che tiene conto delle caratteristiche estrinseche della zona omogenea in cui è collocato l'immobile oggetto di stima.

Gli adeguamenti descritti consentono di passare da un saggio di rendimento di un investimento finanziario ad un saggio di capitalizzazione medio di zona. Il saggio di capitalizzazione del bene da stimare è ottenuto considerando gli specifici comodi e/o scomodi.



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Stima del Saggio di Attualizzazione

Tasso di rendimento privo di rischio	3%
Tasso di inflazione atteso	2%
Premio di rischio contesto	2%
Premio di rischio property	1%
Premio di rischio locatario	0,5%
Premio di rischio assicurabile	0,2%
Premio di rischio finanziario	1%
Premio di rischio sistema	1,2%
Premio di rischio costruzione	3%
Premio di rischio collaudo	1,5%
Premio di rischio gestione	0,2%
Premio di rischio paese, politico e cambio	0,1%
<i>Tasso di sconto globale</i>	<i>15,7 %</i>

Esempio di un Build-up Approach

Fonte: Cacciamani C. (2003): *Il rischio immobiliare. Una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, EGEA



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Stima del Saggio di Attualizzazione

Grado di rischio dei singoli fattori	Rischio	Ponderazione
Ciclicità settore	7,20	30%
Merceologia	8,80	10%
Solvibilità	7,80	20%
Numero conduttori	6,60	40%
<i>Rischio locatario</i>	<i>7,24</i>	
Rango città	3,10	30%
Posizione immobile	8,00	20%
Mercato immobiliare	1,50	50%
<i>Rischio contesto</i>	<i>3,28</i>	
Dimensione	5,80	30%
Tipologia / qualità	3,70	10%
Fungibilità	8,30	30%
Fattori esterni	5,95	30%
<i>Rischio property</i>	<i>6,38</i>	
Grado di rischio complessivo	5,64	

Esempio di un modello RER (Real Estate Risk)

Fonte: Cacciamani C. (2003): *Il rischio immobiliare. Una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, EGEA



PRINCIPALI PROCEDIMENTI DI STIMA DEI SAGGI IN UNA DCFA

Stima del Saggio di Attualizzazione

Grado di rischio delle singole classi	Rischio	Ponderazione
Rischio inflattivo	5,00	10%
Rischio contesto	4,50	15%
Rischio property	3,50	5%
Rischio locatario	2,00	5%
Rischio assicurabile	2,00	5%
Rischio finanziario	4,00	10%
Rischio sistema	1,50	5%
Rischio costruzione	8,50	20%
Rischio collaudo	5,50	10%
Rischio gestione	3,50	10%
Rischio cambio, politico, paese	1,50	5%
Grado di rischio complessivo	11,33	100%

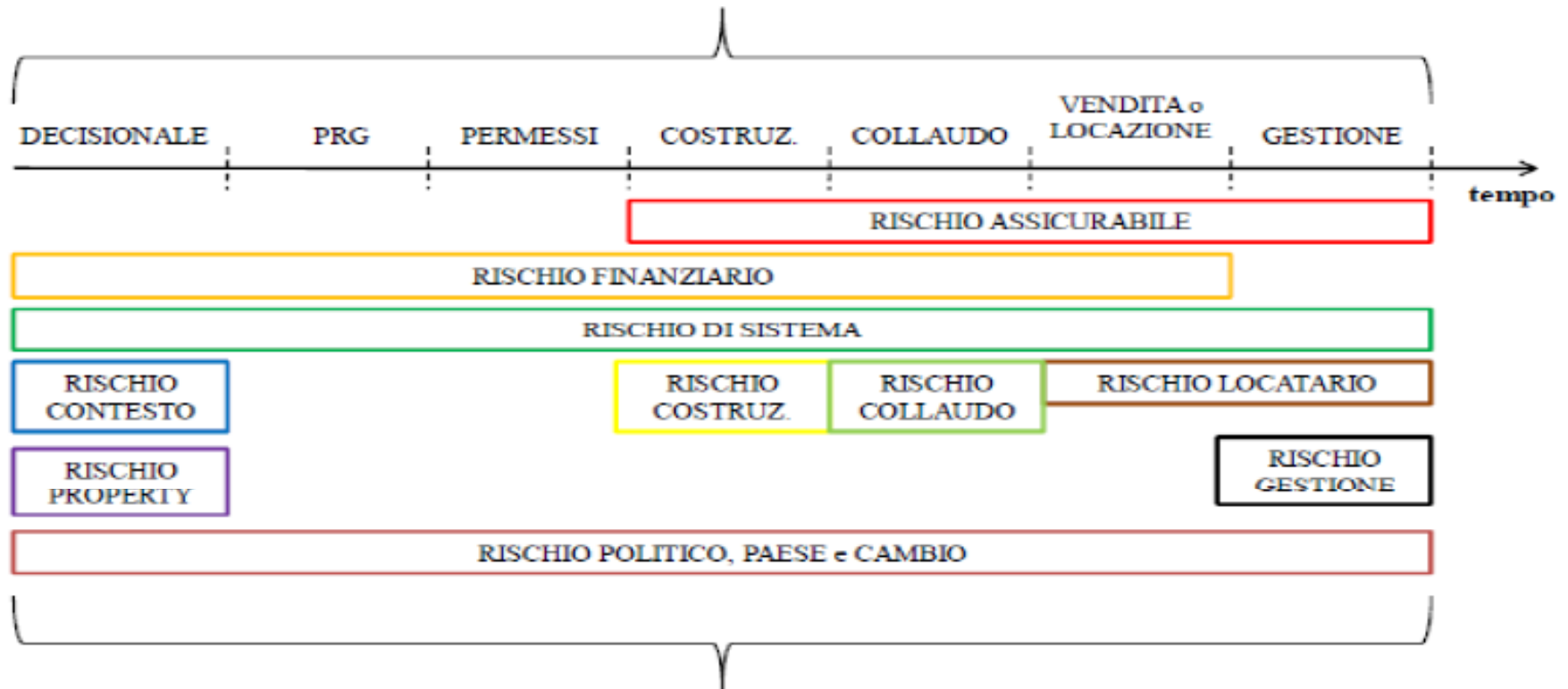
Esempio di un modello di ponderazione dei rischi

Fonte: Cacciamani C. (2003): *Il rischio immobiliare. Una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, EGEA



RISCHI CONNESSI AD UN PROGETTO DI TRASFORMAZIONE/GESTIONE IMMOBILIARE

FASI TEMPORALI DEL PROCESSO DI SVILUPPO IMMOBILIARE



RISCHI CONNESSI ALLE VARIE FASI DI SVILUPPO



FONTE DEI DATI

Destinazione	Parametro	Fonti		
Albergo	n. camere	COMPETITORS (tariffe, tasso di occupazione, stagionalità, costi di gestione, ...)	Camere di Commercio	Italian Hotel Monitor (IHM)
				Associazione Italiana Catene Alberghiere (AICA)
Clinica privata	n. posti letto		ISTAT	ISTAT - dati "Health for all" (HFA)
				Autogestione Servizi (AUSER)
				ASL
Ristorante	n. coperti		Federazione Italiana Pubblici Esercizi (FIPE)	
Uffici strutturati	m ²		Agenzia delle Entrate	
Cinema	n. posti a sedere		Associazione Nazionale Industria Cinematografica (ANICA)	

NON "COMPARABLES" !!!



FONTE DEI DATI

Possibili *range* di variazione dei saggi di capitalizzazione per la stima di immobili extra-ordinari

Destinazione	Range tasso di capitalizzazione
Uffici strutturati	5,00% - 8,00%
Ricettivo	5,00% - 9,00%
Ipermercato	5,50% - 8,00%
Galleria commerciale	6,50% - 9,50%
Leisure	6,00% - 9,50%
Produttivo	7,25% - 9,75%

