

Fondazione
dei Dottori
Commercialisti e degli
Esperti Contabili di Firenze



ORDINE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
DI FIRENZE

La valutazione immobiliare

Corso di Valutazione d'Azienda

Dott. Guido Pallanti

Email: guidopallanti@asteradvisers.it

Premessa

Argomenti

Il settore immobiliare

Rassegna principali metodi

Case studies

Classificazione economica degli immobili

Residenziale

(es. casa unifamiliare,
appartamento, villa)

Commerciale

Non fungibili (es. Industria
pesante)

Fungibili (es. direzionale,
logistica, capannoni)

Attività (es. hotel, centri
commerciali)

Suoli

Aree edificabili

Aree non edificabili

Brownfield

Elementi di rischio dell'investimento immobiliare

Mercato dei capitali

Associato alla variazione del risk free e del risk premium

Liquidità

Liquidità del mercato immobiliare è inferiore rispetto a quello mobiliare

Rischio finanziario

Legato al ricorso all'indebitamento (capitale e variazione interessi)

Rischio normativo

Legato alla variazione delle norme e dell'incertezza degli iter autorizzativi

Localizzazione

Legato alla mancanza di domanda di uso di spazio in un determinato mercato

Destinazione d'uso

Legato alla mancanza di domanda di uso di spazio per una determinata destinazione d'uso

Fattori di rischio (operazioni di sviluppo)

Rischio amministrativo

Incertezza sulla tempistica e sulle caratteristiche del bene realizzabile

Rischio ambientale

Incertezza associato ai costi e alle tempistiche connessi alle eventuali bonifiche

Rischio tecnico-costruttivo

Incertezza sui costi e sulla tempistica per la realizzazione dell'immobile

Rischio mercato

Non trovare utilizzatore/investitore o non ottenere livelli di canone/prezzi attesi nei tempi stimati

Fattori di rischio (immobile esistente)

Caratteristiche fisiche e tecniche

Rischio associato alla qualità dell'asset

Gestione e mercato

Rischio vacancy

Situazione locativa e contrattuale

Rischio associato alla certezza dei redditi

Rischio ambientale

Incertezza connessa alle eventuali bonifiche

La valutazione immobiliare

Il processo estimativo, visto che la valutazione si fonda su previsione di eventi futuri più o meno incerti, deve avere le seguenti caratteristiche:

Generalità

Deve prescindere dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalle forze contrattuali che esse esprimono.

Razionalità

Deve pervenire al valore attraverso uno schema di analisi logico, chiaro e condivisibile.

Dimostrabilità

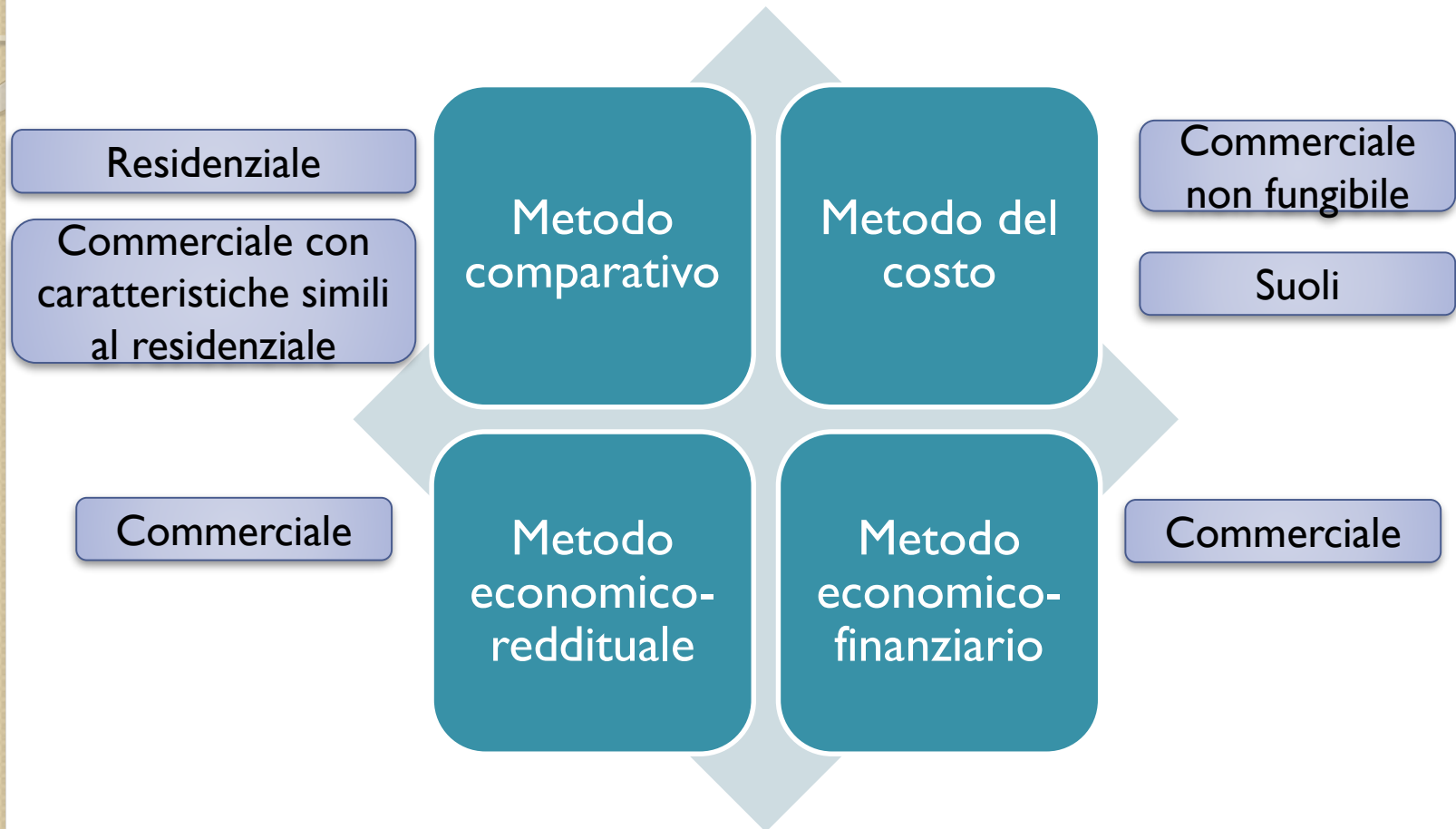
Deve essere credibile e obiettivo nei dati utilizzati

Il valore si differenzia dal prezzo in quanto il primo è un dato stimato ex ante, sulla base di previsioni future, e quindi per definizione incerto, mentre il secondo è un dato constatabile ex post e pertanto certo

Le fasi del processo estimativo

- **Fase preliminare**
 - Definizione del quesito estimativo ossia della natura del bene e degli obiettivi della valutazione
 - Analisi e raccolta della documentazione e delle informazioni necessarie
- **Fase operativa**
 - Visite sopralluogo degli immobili (ove non sia una valutazione desktop)
 - **Individuazione della metodologia e dei criteri applicabili**
 - Raccolta dei parametri di mercato
 - **Calcolo del valore utilizzando la metodologia scelta**
 - Redazione del Rapporto di Valutazione
- **Fase conclusiva: verifica dei risultati**

I principali criteri di valutazione dei beni immobiliari



La scelta della metodologia valutativa

- La scelta della metodologia valutativa è un **elemento fondamentale** per la corretta stima del Valore di Mercato.
- In alcuni casi è possibile applicare contemporaneamente più **criteri**, uno dei quali indicato quale **principale** e gli altri a fini di **controllo**, in altre situazioni alcuni criteri potrebbero non funzionare adeguatamente e contribuire a discostarsi dal corretto valore.
- Da un punto di vista applicativo è necessario mantenere una certa flessibilità nella **combinazione degli stessi** (ovvero l'utilizzo di un criterio all'interno di un altro).

Metodo comparativo

Tale metodo stima il valore di un asset immobiliare sulla base di **prezzi negoziati per quantità fisiche di beni immobiliari comparabili**.

La finalità del criterio è la determinazione dei valori unitari fondati sugli effettivi prezzi di quantità di beni comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore di mercato con le caratteristiche fisiche, economiche e giuridiche dell'immobile.

I valori così determinati vengono moltiplicati per la quantità fisica del bene immobiliare oggetto di valutazione per stimare il valore ricercato.

Algoritmo di calcolo:

$$V=P*Q$$

V=valore dell'immobile

P=prezzo unitario

Q=quantità

Metodo comparativo – case study

Descrizione:

Appartamento residenziale di 120 mq a Firenze, zona B7, stato conservativo normale

Per la banca dati OMI, il valore al mq del residenziale, nella zona B7, oscilla tra 3.100 € e 4.800 €.

Viene considerato un valore medio di 3.950 €.

Il valore dell'immobile può quindi essere ritenuto in un intorno di 474.000 €.

-Il **calcolo** è il seguente:

$$V = 120 \text{ mq} * 3.950 \text{ €/mq} = 474.000 \text{ €}$$



Banca dati delle quotazioni immobiliari - Risultato

Risultato interrogazione: Anno 2014 - Semestre 1

Provincia: FIRENZE

Comune: FIRENZE

Fascia/zona: Centrale/CENTRO STORICO (VIALI - LUNGARNO VESPUCCI - LUNGARNO DELLA ZECCA VECCHIA)

Codice zona: B7

Microzona: 0

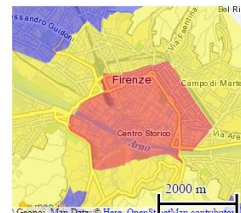
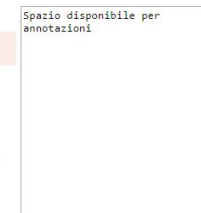
Tipologia prevalente: Abitazioni civili

Destinazione: Residenziale

Tipologia	Stato conservativo	Valore Mercato (€/mq)		Superficie (L/N)	Valori Locazione (€/mq x mese)		Superficie (L/N)
		Min	Max		Min	Max	
Abitazioni civili	Normale	3100	4800	L	9,3	14,5	N
Abitazioni di tipo economico	Normale	2800	4000	L	8,7	12,4	N
Box	Normale	2800	4500	L	11,2	18	N

Stampa

Legenda



Metodo del costo

La metodologia di valutazione al costo presuppone che il valore di un bene immobiliare **sia pari alla sommatoria del valore dell'area e del costo di realizzazione del fabbricato sull'area stessa.**

Tale metodologia si basa sulla rilevazione di tre componenti:

- Valore dell'area,
- Costi di costruzione dell'edificio,
- Fattori di aggiustamento per tener conto dell'eventuale deprezzamento.

L'obiettivo di tale metodologia è finalizzato alla determinazione del valore al metro quadro di superficie non edificata, ma con destinazione d'uso già definita e approvata.

Tale metodologia permette di giungere alla determinazione di un valore congruo per l'area partendo dal valore unitario di mercato del prodotto finito e scorrendo successivamente dallo stesso tutto le voci di costo unitario che lo compongono.

Metodo del costo

Criterio di estrazione:

+	Valore del prodotto finito
-	Profitto dell'imprenditore
-	Costi di costruzione
-	Costi di general management
-	Costi di progettazione e direzione lavori
-	Costi di demolizione
-	Oneri di urbanizzazione
-	Contributo sul costo di costruzione
-	Costi di bonifica
=	Valore dell'area

Metodo del costo – case study

Descrizione:

Nuova costruzione di immobile residenziale di 3.500 mq vendibile a 2.800 €/mq finito

Calcolo del valore dell'immobile:

	9.800.000 € (valore del prodotto finito)
-	840.000 € (20%*4.200.000 €) (profitto dell'imp.)
-	4.200.000 € (1.200€/mq*3.500 €) (costi di costr.)
-	150.000 € (Costi di general management)
-	150.000 € (costi di progettazione)
-	0 € (costi demolizione)
-	500.000 € (oneri di urbanizzazione)
-	210.000€ (contributo costo costruzione) (5% costi costr.)
-	0 € (Costi di bonifica)
=	3.750.000 € (Valore dell'area)

Metodo economico reddituale

Questa metodologia presuppone che il valore di un bene immobile sia dato dalla **capacità di generare benefici economici** futuri attesi considerati costanti, illimitati e pari ai redditi lordi generati dall'asset stesso.

Il valore dell'immobile è dato dal rapporto tra il canone di locazione e il tasso di capitalizzazione.

L'algoritmo è:

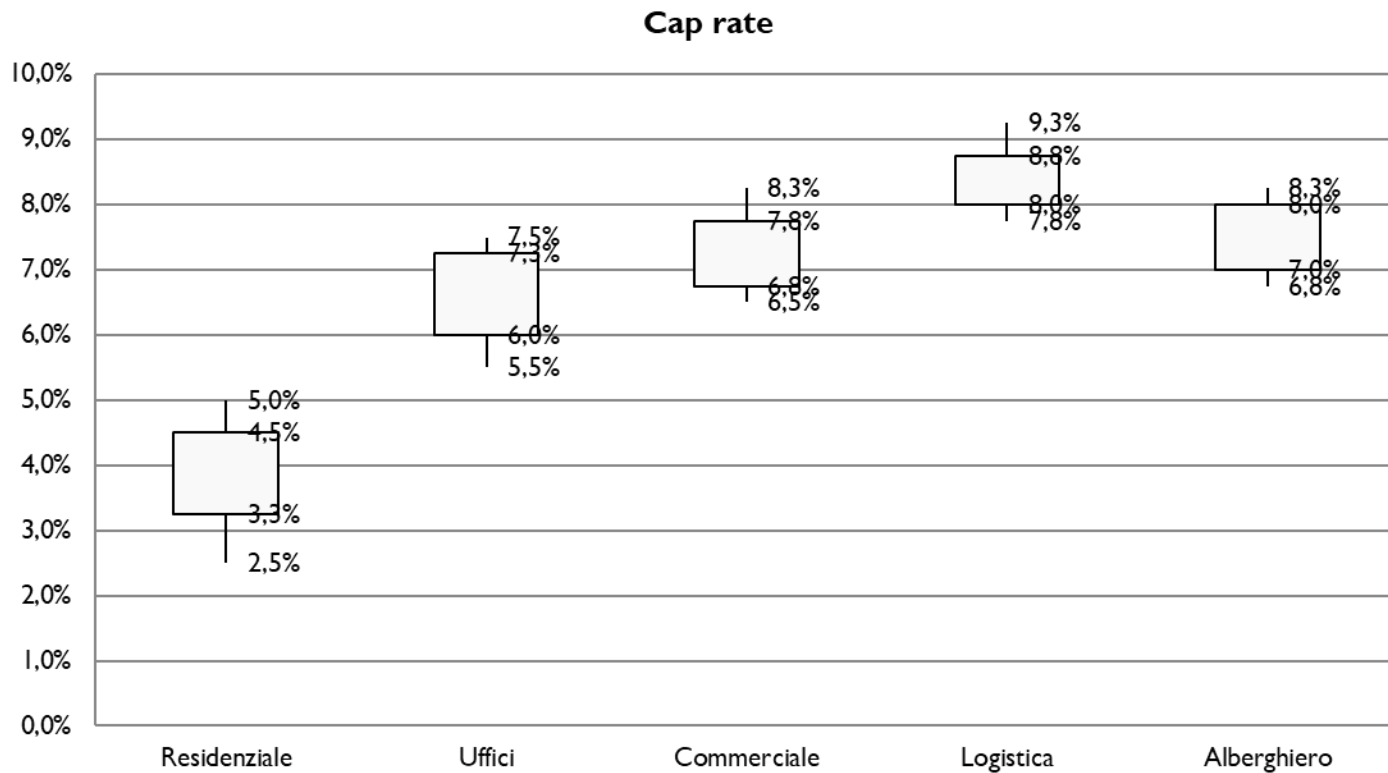
$$W=C/r$$

W= il valore dell'immobile

C= il valore del canone di locazione

r= il tasso di capitalizzazione o cap rate

Metodo economico reddituale – cap rate



Metodo economico reddituale – case study

Descrizione:

Edificio logistico di 30.000 mq affittato a una primaria società nelle vicinanze di uno svincolo dell'AI nel centro Italia.

Affitto: 50 €/mq

Cap rate della logistica: 8%

Calcolo del valore dell'immobile:

-Canone annuo= $50\text{€/mq} \times 30.000 \text{ mq} = 2.250.000\text{€}$

-Valore dell'immobile (W)= $2.250.000\text{€} / 8\% = 28.125.000 \text{ €}$

-Multiplo: $100/8 = 12,5$

Metodo economico finanziario

Questa metodologia presuppone che il valore di un bene immobiliare sia dato dalla **capacità di generare benefici economici** futuri attesi in termini di flussi di cassa riferiti a un determinato orizzonte temporale funzionale alle caratteristiche dell'asset oggetto di valutazione.

Il valore dell'immobile è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa attivi e passivi generati e generabili nel tempo scontati a un opportuno tasso di attualizzazione.

Algoritmo:

$$W = \sum (F_t / (1+k)^t)$$

W=valore immobile

F_t=flusso di cassa

n= periodo di piano

t=esercizio di riferimento

k=tasso di attualizzazione

Il criterio finanziario è utilizzato sia per determinare il valore dell'asset immobiliare esistente sia per esprimere giudizi di convenienza economico-finanziari di un investimento.

Metodo economico finanziario – case study

Descrizione:

- L'immobile è un fabbricato a destinazione uffici totalmente locato (3 conduttori).
- L'obiettivo è la determinazione del valore di mercato del fabbricato, nell'attuale situazione locativa, presupponendo una sua cessione in blocco.
- I flussi di cassa sono attualizzati a un unico tasso di attualizzazione ritenuto congruo in riferimento alla tipologia del fabbricato, alla sua redditività e al mercato di riferimento della zona.
- Non si prevedono CapEx in quanto le condizioni fisiche e manutentive del fabbricato sono ottime, quindi si ritiene che l'accantonamento previsto per le spese di manutenzione straordinaria siano sufficienti a coprire eventuali costi di ripristino (modesti) al momento della scadenza dei contratti di locazione in essere.
- Per quanto riguarda gli altri costi a carico della proprietà, essi sono stati determinati come segue:
 - amministrazione: pari allo 0,70% sul canone;
 - riserve per manutenzione straordinaria: pari all'1% del costo di ricostruzione a nuovo (CRN);
 - assicurazione: dato fornito dalla proprietà;
 - IMU: fornita dalla proprietà;
 - imposta di registro: pari allo 0,50% del canone.
- La costruzione del DCF è stata svolta secondo le seguenti considerazioni principali:
 - i canoni in essere risultano tutti sopra mercato, pertanto si ritiene opportuno che alla prima scadenza contrattuale il canone si allinei al mercato;
 - si ritiene che, in riferimento all'ottimo appeal del fabbricato, si possa rilocare gli spazi sfitti senza periodi di vacant.

Metodo economico finanziario – case study

Valutazione data: 31/12/2017

Indicizzazione ISTAT	75,00%
Inflazione	1,00%
Indicizzazione canoni	1,73%
Tasso di attualizzazione	7,50%

Anno	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	Totale			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027				
	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5				
Conduttori	Scadenza contratto	Rent	New Rent											
Bianchi srl	2020	850.000	702.000	864.663	879.578	894.751	768.847	782.109	795.600	809.325	823.285	837.487	851.934	8.307.578
Rossi spa	2025	3.000.000	2.835.700	3.051.750	3.104.393	3.157.943	3.212.418	3.267.832	3.324.202	3.381.545	3.439.876	3.479.693	3.559.726	32.979.380
Verdi srl	2018	900.000	851.005	915.525	870.578	885.596	900.872	916.412	932.220	948.301	964.659	981.300	998.227	9.313.690
Totale		4.750.000	4.388.705											
RICAVI LORDI CANONI				4.831.938	4.854.549	4.938.290	4.882.137	4.966.353	5.052.023	5.139.170	5.227.821	5.298.480	5.409.887	50.600.648
Costi a carico della proprietà														
Amministrazione	0,70%			33.824	33.982	34.568	34.175	34.764	35.364	35.974	36.595	37.089	37.869	354.205
Riserve per manutenzione straordinaria	1,00%	29.404.000 mq		294.040	300.803	307.721	314.799	322.039	329.446	337.024	344.775	352.705	360.817	3.264.169
Assicurazione		33.182		33.182	33.945	34.726	35.525	36.342	37.178	38.033	38.907	39.802	40.718	368.357
IMU		250.432		250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	250.432	2.504.320
Tassa di Registro	0,50%			24.160	24.273	24.691	24.411	24.832	25.260	25.696	26.139	26.492	27.049	253.003
COSTI TOTALI				635.637	643.435	652.139	659.341	668.409	677.680	687.158	696.848	706.521	716.885	6.744.054
RICAVI NETTI				4.196.300	4.211.114	4.286.151	4.222.795	4.297.944	4.374.343	4.452.012	4.530.973	4.591.959	4.693.002	43.856.594
REDDITI NETTI ATTUALIZZATI				4.047.271	3.778.194	3.577.225	3.278.464	3.104.007	2.938.775	2.782.283	2.634.074	2.483.282	2.360.860	30.984.437
Valore finale		6,00%												78.216.696
Spese di commercializzazione		1,50%												1.173.250
Valore finale netto														77.043.446
Valore finale attualizzato														38.757.458
DISCOUNTED CASH FLOWS				4.047.271	3.778.194	3.577.225	3.278.464	3.104.007	2.938.775	2.782.283	2.634.074	2.483.282	41.118.319	69.741.895
Totale flussi di cassa netti attualizzati			28.623.576											
Valore finale attualizzato			41.118.319											
Valore di mercato al 31/12/2017			69.741.895											
VALORE DI MERCATO (arrotondato)			70.000.000 euro											

Performance per valutare un investimento immobiliare

- La redditività di un investimento immobiliare viene misurato attraverso l'utilizzo di indici, tra cui:
 - **IRR** (Internal Rate of Return) o Tir (Tasso Interno di Rendimento), indice di redditività finanziaria di un flusso di cassa
 - **Equity multiple**: indice dell'incremento dell'equity dell'investimento.
 - **VAN**: valore attuale netto, la somma algebrica di tutti i flussi di cassa attualizzati, generati dal progetto considerato.
 - **Payback period**: Il numero di periodi necessari per recuperare le somme investite nel progetto prima di iniziare a fare profitto.

Case study – immobile direzionale e capannone

Oggetto di valutazione è un complesso a destinazione produttiva. Il predetto complesso è composto da un capannone industriale e da una palazzina ad uso uffici e risulta occupato dall'attuale proprietario.

La valutazione è finalizzata all'cessione dell'asset.

Capannone	Piano	Superficie Lorda (mq)	Coeff. di pond. (%)	Superficie comm. (mq)
Capannone	T	5.000	100%	5.000
Magazzini	T	1.200	100%	1.200
Uffici/Spogliatoi	T	300	100%	300
Totale		6.500		6.500

Uffici	Piano	Superficie Lorda (mq)	Coeff. di pond. (%)	Superficie comm. (mq)
Archivi/depositi	SI	500	50%	250
Uffici	PT	500	100%	500
Uffici	I	500	100%	500
Totale		1.500		1.250

Case study – immobile direzionale e capannone

Valori vendita di capannoni industriali (€/mq): min 500 – max 950)

Valori vendita uffici (€/mq): min 1.000 – max 1.550)

Hp: vendita in blocco

Tipologia	Superficie comm. (mq)	Val. mercato stimato (€/mq)	Val. mercato stimato (€)
Capannone	6.500	500	3.250.000
Uffici	1.250	1.000	1.250.000
		Totale	4.500.000

Hp: vendita frazionata

Tipologia	Superficie comm. (mq)	Val. mercato stimato (€/mq)	Val. mercato stimato (€)
Capannone	6.500	725	4.712.500
Uffici	1.250	1.000	1.250.000
Frazionamento			-100.000
		Totale	5.862.500

Case study – immobile ricettivo

Oggetto di valutazione è un immobile ricettivo in primaria città turistica italiana.

Dati necessari per trovare il fatturato della società che gestisce l'attività:

- Numero stanze/posti letto
- % occupancy
- Prezzo medio camera dei competitors notte

Il canone di locazione dell'immobile sostenibile da una società che gestisce l'attività alberghiera è tra il 20% e 35% del fatturato.

Il valore dell'immobile sarà pari al canone di locazione diviso il cap rate del settore alberghiero (6%/8%).

Case study – immobile ricettivo (esempio)

Oggetto di valutazione è un immobile ricettivo (para-alberghiero) nel centro storico di Firenze.

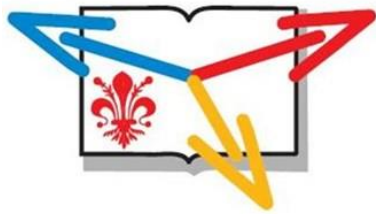
- Numero stanze: 12
- % occupancy: 80%
- Prezzo medio stanza notte dei competitors: 250 €/notte

Il canone di locazione dell'immobile sostenibile da una società che gestisce l'attività para-alberghiera può essere superiore al 25% del fatturato.

Fatturato della società di gestione ipotetico: 876.000 euro
($12 \times 80\% \times 250\text{€} \times 365$)

Canone locazione sostenibile: 219.000 euro ($876.000 \times 25\%$)

Valore dell'immobile: 3.650.000 euro ($219.000 / 6 \times 100$)



Fondazione
dei Dottori
Commercialisti e degli
Esperti Contabili di Firenze



ORDINE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
DI FIRENZE

Grazie per l'attenzione

Dott. Guido Pallanti

ASTER ADVISERS

Email: guidopallanti@asteradvisers.it