

Valutazione Immobiliare

Giacomo Morri & Paolo Benedetto

EGEA, 2017

www.valutazione-immobiliare.it



Stima del Valore di Mercato di un Immobile a destinazione alberghiera

Capitolo 12

Descrizione dell'Hotel

- Albergo 4 stelle gestito da un primario operatore internazionale attraverso un contratto di locazione immobiliare
- L'albergo è ubicato lungo una delle principali arterie di una grande città del Centro Italia e garantisce l'accesso diretto a un primario aeroporto internazionale, a circa 20 km dall'Immobile, mentre la stazione ferroviaria dista circa 15 km
- L'albergo ha oltre 30 anni di vita, ma è stato interamente rinnovato nel corso degli ultimi anni al fine di renderlo competitivo
- L'Edificio è costruito prevalentemente in calcestruzzo e ha una forma regolare con due ali principali

Piano	Aree e Funzioni
Interrato	Impianti fissi, area per la manutenzione, generatori elettrici
Piano Terra	Ingresso principale, ricevimento e <i>lobby</i> , 1 centro conferenze, 5 sale <i>meeting</i> , 2 sale <i>banqueting</i> , 2 ristoranti, 2 bar, magazzini, cucine, area personale. Area esterna: piscina, bar piscina, spogliatoi, area attrezzata con patio, parcheggio
Piani 1 a 6	50 camere/suite ospiti (25 per ciascuna ala) per ogni piano
Piano 7	Lastrico solare



Descrizione dell'Hotel

Tipo	Numero	Superficie media (mq)
Camere Standard	120	19
Camere Superior	130	24
Camere Deluxe	40	38
Suite	10	65
Totale	300	

Ristoranti	Coperti stile banchetto	Coperti stile buffet	Superficie (mq)
Ristorante "Uno"	70	60	110
Ristorante "Due"	280	240	340
Sala "Tre"	95	85	180
Sala "Quattro"	70	50	90



Tipologie contrattuali alberghiere

	Locazione / Affitto d'Azienda	Management Contract
Modello Economico del Contratto	Pagamento di Canone di Locazione da parte del Locatario (<i>Tenant</i>) verso il Locatore (<i>Owner</i>)	Pagamento di Compenso (<i>Fee</i>) da parte del Proprietario (<i>Owner</i>) verso l'Operatore (<i>Manager</i>)
Canone/Compenso Tipico	Canone garantito fisso generalmente compreso tra il 18% e il 25% del fatturato	Compenso Base (<i>Base Fee</i>) generalmente compreso tra il 2% e il 4% dei Ricavi Totali
	<i>oppure</i> Canone minimo garantito associato a canone variabile espresso in % del fatturato	Compenso Incentivo (<i>Incentive Fee</i>) generalmente compreso tra l'8% e il 10% del Margine Operativo Netto, o altro Margine Costi aggiuntivi per sistema di prenotazione e altri servizi di marketing, tipicamente del 2%
Durata	Tipicamente 9 anni con possibilità di rinnovo per ulteriori 9 anni (possibile libera definizione per i contratti superiori a €250.000 annui come da decreto legislativo "Sblocca Italia")	15, 20, 30 anni e periodi più lunghi
Manutenzione	Condivisa tra Locatore e Locatario	Condivisa tra Proprietario e Operatore
Rischio di Impresa	Prevalente sul Locatario	Prevalente sul Proprietario



Contratto di locazione

Voce	Descrizione
Locatore	Fondo di investimento immobiliare
Conduttore	Primario operatore alberghiero internazionale
Durata	Novembre anni con possibilità di estensione di ulteriori nove anni, salvo disdetta da una delle parti con preavviso scritto di almeno 18 mesi prima della scadenza. Attualmente il contratto è nel terzo anno del secondo novennio
Canone di Locazione	Canone Fisso, minimo garantito: Anno 1 - €1.350.000, Anno 2 - €1.400.000, Anno 3 - €1.450.000, Anno 4 - €1.500.000, anni successivi canone Anno precedente + indicizzazione annuale Canone Variabile: 21% dei ricavi totali, inclusi ristorazione e altri ricavi, calcolati al netto dell'IVA – Si applica nel caso in cui il valore derivante dal calcolo superi il canone minimo garantito su base annuale Indicizzazione: pari al 75% indice incremento dei prezzi Istat calcolato sul canone minimo garantito
Modalità di pagamento	Canone fisso minimo garantito: Trimestrale anticipato Canone variabile: parte variabile, se dovuta, pagabile al termine del primo trimestre dell'anno successivo, relativa all'anno solare di competenza
Manutenzione	Responsabilità del Locatore: Struttura immobiliare, tetto e copertura, di natura straordinaria Responsabilità del Conduttore: Manutenzione ordinaria dell'immobile, sostituzione degli arredi e delle attrezzature fisse e mobili Impianti: Manutenzione straordinaria e sostituzione impianti fissi a carico del Locatore; manutenzione ordinaria degli impianti a carico del Conduttore secondo un piano di intervento periodico
Diritto di Prelazione	In caso di vendita, il Conduttore vanta un diritto di prelazione esercitabile nel termine di 60 giorni
Imposte sull'Immobile	Responsabilità del Locatore



Scelta della metodologia valutativa

- **Caratteristiche fisiche dell'Immobile rigide** e difficilmente modificabili ai fini di una eventuale conversione d'uso, accoppiate a una obsolescenza prospettica elevata nelle differenti componenti dell'Edificio
- **Necessità di *know how* specialistico** per la gestione commerciale dell'Immobile
- **Fluttuazioni periodiche nelle *performance*** della gestione operativa degli Immobili, che si riflette nelle proiezioni di conti economici e, conseguentemente, sui Flussi di Cassa oggetto di valorizzazione



Analisi di mercato: domanda e offerta alberghiera

Domanda alberghiera

	Anno (-10)	Anno (-9)	Anno (-8)	Anno (-7)	Anno (-6)	Anno (-5)	Anno (-4)	Anno (-3)	Anno (-2)	Anno (-1)	CAGR
Arrivi ('000)											
Domestici	3.134	2.999	2.942	3.211	3.444	3.609	3.745	3.920	4.048	4.085	2,7%
Internazionali	5.182	4.901	4.795	5.302	5.801	6.111	6.487	6.893	7.250	7.451	3,7%
Arrivi Totali	8.315	7.900	7.737	8.512	9.245	9.720	10.232	10.813	11.298	11.536	3,3%
<i>Crescita annuale</i>		-5,0%	-2,1%	10,0%	8,6%	5,1%	5,3%	5,7%	4,5%	2,1%	
Presenza ('000)											
Domestici	6.149	5.781	5.637	6.114	6.506	6.743	6.966	7.220	7.409	7.452	1,9%
Internazionali	14.095	13.346	12.994	14.282	15.516	16.219	17.194	18.157	19.011	19.483	3,3%
Pernottamenti Totali	20.245	19.127	18.631	20.395	22.022	22.962	24.160	25.377	26.420	26.935	2,9%
<i>Crescita annuale</i>		-5,5%	-2,6%	9,5%	8,0%	4,3%	5,2%	5,0%	4,1%	1,9%	

Offerta alberghiera

Categoria	Alberghi	Camere	% del Totale
5 stelle	33	4.103	8,3%
4 stelle	272	26.417	53,7%
3 stelle	374	14.056	28,6%
Altri*	290	4.637	9,4%
Totale	969	49.213	100,0%

*Include alberghi 1 e 2 stelle



Analisi di mercato: Performance alberghiera negli ultimi anni

	Anno (-7)	Anno (-6)	Anno (-5)	Anno (-4)	Anno (-3)	Anno (-2)	Anno (-1)
<i>Occupancy Rate %</i>	66,0%	67,0%	66,0%	67,0%	69,0%	68,0%	68,0%
<i>% Crescita</i>		1,52%	-1,49%	1,52%	2,99%	-1,45%	0,00%
<i>ADR - Average Daily Rate (€)</i>	€139	€140	€142	€142	€142	€149	€156
<i>% Crescita</i>		0,72%	1,43%	0,00%	0,00%	4,93%	4,70%
<i>RevPAR - Revenue Per Available Room (€)</i>	€92	€94	€94	€95	€98	€101	€106
<i>% Crescita</i>		2,29%	-0,11%	1,49%	3,05%	3,37%	4,74%

* *Occupancy Rate* – Tasso di Occupazione delle Camere, ovvero il numero di camere vendute in un certo intervallo temporale; si calcola dividendo il numero di camere vendute in tale intervallo di tempo per il numero di camere complessivamente disponibili. *ADR, Average Daily Rate* – Ricavo Medio per Camera Venduta, ovvero la tariffa media giornaliera totale; è calcolato dividendo il ricavo complessivo delle camere in un certo intervallo temporale per il numero di camere occupate in tale intervallo. *RevPAR, Revenue per Available Room* – Ricavo Medio per Camera Disponibile; misura i ricavi conseguiti per camera disponibile da parte di una struttura in un certo intervallo temporale; è calcolato moltiplicando l'ADR per l'*Occupancy Rate*.



Analisi di mercato: analisi della concorrenza

Albergo	Descrizione
Albergo 1	Rappresenta uno dei principali <i>competitor</i> dell'albergo in oggetto. Gestito da un gruppo internazionale e soggetto a un contratto di <i>franchising</i> con un primario operatore, offre 235 camere, rinnovate negli ultimi 10 anni. L'hotel è dotato di 15 ampie sale per meeting e convegni, per una capienza complessiva di 350 delegati. In passato questo albergo ha raggiunto <i>performance</i> gestionali simili all'albergo in oggetto
Albergo 2	L'Albergo 2 offre 320 camere rinnovate, un centro conferenze con 20 sale riunioni e oltre 1.500 mq di spazi congressuali e un'ampia area <i>wellness</i> . L'albergo gode di un'ottima ubicazione e, anche se è posizionato con un marchio superiore rispetto all'albergo oggetto di valutazione, compete direttamente con quest'ultimo. Nel contesto del mercato dell'area di riferimento, questo albergo riesce a ottenere <i>performance</i> superiori, risultando il leader del <i>set</i> competitivo identificato
Albergo 3	Sebbene questo albergo sia ubicato in posizione più centrale rispetto al centro città, compete con l'albergo oggetto di valutazione per un posizionamento simile e dimensioni complessive assimilabili. Offre 200 camere, un centro convegni con capacità di 10 sale per circa 300 persone e servizi di ristorazione per una prevalente clientela <i>business</i>
Albergo 4	L'albergo 4 offre 270 camere, 15 sale <i>meeting</i> con una capacità di circa 700 delegati su una superficie per congressi di circa 1.800 mq. L'albergo risulta datato e necessita di un rinnovo. La composizione della domanda è bilanciata tra una componente <i>leisure</i> stagionale e la parte <i>corporate</i> annuale. In passato questo albergo ha raggiunto <i>performance</i> gestionali simili all'albergo in oggetto



Performance e proiezioni gestionali dell'hotel

	Anno (-5)	Anno (-4)	Anno (-3)	Anno (-2)	Anno (-1)
Numero di Camere	300	300	300	300	300
Occupancy Rate %	65,2%	65,7%	66,0%	66,4%	67,0%
ADR (€)	€ 71,1	€ 72,7	€ 75,6	€ 77,2	€ 79,8
Crescita ADR		2,2%	4,0%	2,2%	3,3%
RevPAR (€)	€ 46,4	€ 47,8	€ 49,9	€ 51,3	€ 53,5
Crescita RevPAR		3,0%	4,4%	2,8%	4,3%
Ricavi Totali	7.623.470	7.847.883	8.246.132	8.430.879	8.759.277
Reparto Camere (Rooms)					
Ricavi Camere	€ 5.079.653	€ 5.231.363	€ 5.463.612	€ 5.615.379	€ 5.854.527
Costi Camere	€ 1.785.355	€ 1.837.920	€ 1.878.660	€ 1.933.103	€ 1.943.025
Profitto Reparto Camere	€ 3.294.297	€ 3.393.443	€ 3.584.952	€ 3.682.277	€ 3.911.502
Reparto Ristorazione (Food & Beverage)					
Ricavi Ristorazione	€ 2.368.785	€ 2.436.520	€ 2.587.520	€ 2.610.500	€ 2.694.750
Costi Ristorazione	€ 1.926.240	€ 1.985.200	€ 2.090.400	€ 2.101.500	€ 2.150.980
Profitto Reparto Ristorazione	€ 442.545	€ 451.320	€ 497.120	€ 509.000	€ 543.770
Reparti Operativi Minori (Other departments)					
Ricavi Reparti Minori	€ 175.032	€ 180.000	€ 195.000	€ 205.000	€ 210.000
Costi Reparti Minori	€ 94.575	€ 97.500	€ 105.800	€ 106.700	€ 108.900
Profitto Reparti Minori	€ 80.457	€ 82.500	€ 89.200	€ 98.300	€ 101.100
Reddito Operativo Lordo (Total Departmental Profit)	€ 3.817.300	€ 3.927.263	€ 4.171.272	€ 4.289.577	€ 4.556.372
(%)	50,1%	50,0%	50,6%	50,9%	52,0%
Costi Comuni Totali (Undistributed Operating Expenses)	€ 1.930.500	€ 1.987.922	€ 2.104.577	€ 2.165.812	€ 2.242.204
Margine Operativo Lordo (Gross Operating Profit)	€ 1.886.800	€ 1.939.340	€ 2.066.695	€ 2.123.764	€ 2.314.168
(%)	24,7%	24,7%	25,1%	25,2%	26,4%
Costi Fissi Totali* (Total Non-Operating Income and Expenses)	€ 347.963	€ 325.739	€ 368.214	€ 360.199	€ 382.423
Margine Operativo Netto (Net Operating Profit)**	€ 1.538.837	€ 1.613.601	€ 1.698.481	€ 1.763.565	€ 1.931.745
(%)	20,2%	20,6%	20,6%	20,9%	22,1%

* Comprensivi di Accantonamenti per Arredi, Attrezzature ed Equipaggiamenti e al netto delle Imposte e Assicurazioni sull'Immobile

** Anche noto come EBITDAR - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent costs



Proiezioni di conto economico gestionale

	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5					
Numero Camere	300	300	300	300	300					
Camere Disponibili - <i>Rooms Available</i>	109.500	109.500	109.500	109.500	109.500					
Camere Vendute - <i>Rooms Sold</i>	71.175	74.460	76.650	76.650	76.650					
Occupancy Rate %	65,0%	68,0%	70,0%	70,0%	70,0%					
ADR (€)	€ 85,0	€ 86,7	€ 87,6	€ 88,4	€ 89,3					
Crescita Ricavo Medio Camera		2,0%	1,0%	1,0%	1,0%					
RevPAR (€)	€ 55,3	€ 59,0	€ 61,3	€ 61,9	€ 62,5					
Crescita RevPAR		6,7%	4,0%	1,0%	1,0%					
Ricavi Totali	€ 9.256.309	€ 9.844.915	€ 10.202.256	€ 10.304.279	€ 10.407.321					
Reparto Camere (Rooms)										
Ricavi Camere	€ 6.049.875	65,4%	€ 6.455.682	65,6%	€ 6.712.011	65,8%	€ 6.779.131	65,8%	€ 6.846.922	65,8%
Costi Camere	€ 1.754.464	29,0%	€ 1.839.869	28,5%	€ 1.879.363	28,0%	€ 1.898.157	28,0%	€ 1.917.138	28,0%
Profitto Reparto Camere	€ 4.295.411	71,0%	€ 4.615.813	71,5%	€ 4.832.648	72,0%	€ 4.880.974	72,0%	€ 4.929.784	72,0%
Reparto Ristorazione (Food & Beverage)										
Ricavi Ristorazione	€ 2.964.439	32,0%	€ 3.131.006	31,8%	€ 3.221.765	31,6%	€ 3.253.983	31,6%	€ 3.286.523	31,6%
Costi Ristorazione	€ 2.371.551	80,0%	€ 2.473.495	79,0%	€ 2.512.977	78,0%	€ 2.538.107	78,0%	€ 2.563.488	78,0%
Profitto Reparto Ristorazione	€ 592.888	20,0%	€ 657.511	21,0%	€ 708.788	22,0%	€ 715.876	22,0%	€ 723.035	22,0%
Reparti Operativi Minori (Other departments)										
Ricavi Reparti Minori	€ 241.995	2,6%	€ 258.227	2,6%	€ 268.480	2,6%	€ 271.165	2,6%	€ 273.877	2,6%
Costi Reparti Minori	€ 125.837	52,0%	€ 131.696	51,0%	€ 135.583	50,5%	€ 136.938	50,5%	€ 138.308	50,5%
Profitto Reparti Minori	€ 116.158	48,0%	€ 126.531	49,0%	€ 132.898	49,5%	€ 134.227	49,5%	€ 135.569	49,5%
Reddito Operativo Lordo (Total Departmental Profit)	€ 5.004.457	54,1%	€ 5.399.855	54,8%	€ 5.674.334	55,6%	€ 5.731.077	55,6%	€ 5.788.388	55,6%
Costi Comuni Totali (Undistributed Operating Expenses)										
Spese Amministrative & General (Administrative and General)	€ 833.068	9,0%	€ 856.508	8,7%	€ 877.394	8,6%	€ 886.168	8,6%	€ 895.030	8,6%
Costi di sistema (Information and Telecommunications Systems)	€ 111.076	1,2%	€ 118.139	1,2%	€ 122.427	1,2%	€ 123.651	1,2%	€ 124.888	1,2%
Vendite e Marketing (Sales and Marketing)	€ 462.815	5,0%	€ 492.246	5,0%	€ 510.113	5,0%	€ 515.214	5,0%	€ 520.366	5,0%
Riscaldamento, Luce e Energia (Utilities)	€ 462.815	5,0%	€ 482.401	4,9%	€ 489.708	4,8%	€ 494.605	4,8%	€ 499.551	4,8%
Riparazioni e Manutenzione (Property Operation and Maintenance)	€ 370.252	4,0%	€ 393.797	4,0%	€ 408.090	4,0%	€ 412.171	4,0%	€ 416.293	4,0%
Costi Comuni Totali (Total Undistributed Operating Expenses)	€ 2.240.027	24,2%	€ 2.343.090	23,8%	€ 2.407.732	23,6%	€ 2.431.810	23,6%	€ 2.456.128	23,6%
Margine Operativo Lordo (Gross Operating Profit)	€ 2.764.430	29,9%	€ 3.056.765	31,0%	€ 3.266.601	32,0%	€ 3.299.267	32,0%	€ 3.332.260	32,0%
Costi Fissi Totali (Non-Operating Income and Expenses)										
FF&E Reserves	€ 370.252	4,0%	€ 393.797	4,0%	€ 408.090	4,0%	€ 412.171	4,0%	€ 416.293	4,0%
Costi Fissi Totali (Total Non-Operating Income and Expenses)	€ 370.252	4,0%	€ 393.797	4,0%	€ 408.090	4,0%	€ 412.171	4,0%	€ 416.293	4,0%
Margine Operativo Netto (Net Operating Profit)	€ 2.394.178	25,9%	€ 2.662.969	27,0%	€ 2.858.511	28,0%	€ 2.887.096	28,0%	€ 2.915.967	28,0%



Sostenibilità del canone e valutazione

Anno	Ricavi Totali (€)	Canone Minimo Garantito (€)	Canone Effettivo Variabile (€)	Rent Coverage Ratio
1	€ 9.256.309	€ 1.638.969	€ 1.943.825	1,23
2	€ 9.844.915	€ 1.654.703	€ 2.067.432	1,29
3	€ 10.202.256	€ 1.675.800	€ 2.142.474	1,33
4	€ 10.304.279	€ 1.700.309	€ 2.163.899	1,33
5	€ 10.407.321	€ 1.725.941	€ 2.185.537	1,33

	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6
Canone Effettivo Variabile (Lordo)	€ 1.943.825	€ 2.067.432	€ 2.142.474	€ 2.163.899	€ 2.185.537	€ 2.207.393
Costi Operativi						
Imposta di registro	€ 9.719	€ 10.337	€ 10.712	€ 10.819	€ 10.928	
Imposte Immobiliari	€ 267.240	€ 272.585	€ 278.036	€ 283.597	€ 289.269	
Assicurazione	€ 17.340	€ 17.687	€ 18.041	€ 18.401	€ 18.769	
Costi Operativi Totali	€ 294.299	€ 300.609	€ 306.789	€ 312.818	€ 318.966	
Canone Effettivo Netto	€ 1.649.526	€ 1.766.823	€ 1.835.684	€ 1.851.080	€ 1.866.571	
Terminal Value @ 7,5% GOCR						€ 29.431.905
Agency fee vendita						€ 294.319
Flussi di Cassa	€ 1.649.526	€ 1.766.823	€ 1.835.684	€ 1.851.080	€ 1.866.571	€ 29.137.586
Flussi di Cassa attualizzati @ 7,875%	€ 1.529.108	€ 1.518.279	€ 1.462.297	€ 1.366.917	€ 1.277.734	€ 18.489.651
Vabre di Mercato albergo	€ 25.643.986					
Valore di Mercato albergo (arrotondato)	€ 25.600.000					

