

Valutazione Immobiliare

Giacomo Morri & Paolo Benedetto

EGEA, 2017

www.valutazione-immobiliare.it



Stima del Valore di Mercato di un Immobile a destinazione terziaria

Capitolo 11

Descrizione del bene oggetto di valutazione

- **Immobile cielo-terra a destinazione d'uso terziaria ubicato nel semicentro di uno dei primari capoluoghi di provincia del Nord Italia, la cui realizzazione è stata completata 10 anni prima della data di valutazione**
- L'immobile fa parte di un'area ex industriale che è stata interamente riqualificata con la creazione di immobili ad uso terziario, alcune palazzine residenziali ed un parco commerciale
- Disponibilità di trasporti pubblici e privati ottima
- Edificio realizzato in cemento armato e con facciate a vetrate continue. È caratterizzato da un piano interrato e da 5 piani fuori terra di tipo open space



Descrizione del bene oggetto di valutazione

- Ogni piano rappresenta un'unità immobiliare autonoma, locata a diversi conduttori, con contratti di locazione parzialmente differenti nella tempistica e negli importi
- Alla data della valutazione **il secondo e il quinto piano risultano sfitti**
- Dei 5 contratti in essere, tre si trovano nel secondo sessennio e si ipotizza che vengano portati a scadenza; per i restanti due, il conduttore del quarto piano non ha comunicato alcuna disdetta e si è assunto che questo non verrà interrotto
- Essendo il contratto del conduttore C con un canone più elevato, se questo risulta superiore anche al Canone di Mercato, la probabilità di disdetta sarà elevata



Descrizione del bene oggetto di valutazione

Riepilogo delle superfici lorde e calcolo della superficie commerciale

Conduttore / Destinazione d'uso	Uffici (mq)	Magazzini / Archivi (mq)	Posti auto scoperti (mq)	Posti auto coperti (mq)	Superficie Commerciale (mq)
<i>Fattore di ponderazione</i>	<i>100%</i>	<i>50%</i>	<i>15%</i>	<i>25%</i>	
Conduttore "A"	2.300	250	200	300	2.530
Conduttore "B"	1.250	150	150	150	1.385
Conduttore "C"	1.250	50	200	100	1.330
Conduttore "D"	2.500	150	250	200	2.663
Conduttore "E"	2.500	350	250	250	2.775
<i>Sfitto</i>	5.000	200	300	250	5.208
Totale Sup. Lorda (mq)	14.800	1.150	1.350	1.250	18.550
Totale Sup. Commerciale (mq)	14.800	575	203	313	15.890



Descrizione del bene oggetto di valutazione

Rent roll

Conduttore	Piano	Sup. Commerciale (mq)	Passing rent (€)	Passing rent (€/mq)	Indicizzazione	Durata complessiva	Durata residua
<i>sfitto</i>	<i>S1</i>	<i>208</i>					
Conduttore "A"	T / S1	2.530	€ 472.836	€ 186,9	75% Istat	6 anni + 6 anni	3,5 anni (2° sessennio)
Conduttore "B"	1 / S1	1.385	€ 249.549	€ 180,2	75% Istat	6 anni + 6 anni	5,5 anni (2° sessennio)
Conduttore "C"	1 / S1	1.330	€ 261.503	€ 196,6	75% Istat	6 anni + 6 anni	1,5 anni + 6 anni
<i>sfitto</i>	<i>2</i>	<i>2.500</i>					
Conduttore "D"	3 / S1	2.663	€ 441.443	€ 165,8	75% Istat	6 anni + 6 anni	4 anni (2° sessennio)
Conduttore "E"	4 / S1	2.775	€ 498.945	€ 179,8	75% Istat	6 anni + 6 anni	0,5 anni + 6 anni
<i>sfitto</i>	<i>5</i>	<i>2.500</i>					
Totale		15.890	€ 1.924.276				



Analisi di mercato

- **Lato investitori:** nonostante le prime location per immobili di classe A continuano ad essere privilegiate, in assenza di offerta di prodotto con tali caratteristiche, gli investitori stanno investendo anche in ubicazioni secondarie caratterizzate da buoni collegamenti e da conduttori con una buona affidabilità creditizia
- **Lato conduttori:** buona richiesta di spazi in locazione, purché immobili con elevate prestazioni energetiche che permettano di contenere le spese di gestione



Analisi di mercato

- Analisi di transazioni relative a nuove locazioni per unità immobiliari con caratteristiche simili nella zona di riferimento

Determinazione del canone ERV per comparazione

Immobile Comparabile	Superficie Commerciale (mq)	Passing rent (€/anno)	Passing rent (€/mq/anno)
1	2.750	€ 459.000	€ 167
2	3.464	€ 634.000	€ 183
3	1.956	€ 329.000	€ 168
4	4.254	€ 732.000	€ 172
5	3.550	€ 671.000	€ 189
6	2.640	€ 502.000	€ 190
7	3.060	€ 551.000	€ 180
8	2.690	€ 495.000	€ 184

Determinazione del Cap Rate per comparazione

Immobile Comparabile	Superficie Commerciale (mq)	Canone Lordo (€/anno)	Prezzo di compravendita (€)	Gross Yield (%)
1	12.490	€ 2.510.000	€ 36.120.000	6,95%
2	17.670	€ 3.340.000	€ 48.410.000	6,90%
3	20.150	€ 3.365.000	€ 47.600.000	7,07%
4	18.345	€ 3.889.000	€ 56.530.000	6,88%
5	15.430	€ 2.700.000	€ 38.030.000	7,10%

- Valore del canone di locazione annuo di mercato di circa €180/mq**
- Valore dello Yield prossimo al 7%**



Valutazione

Scelta dell'orizzonte temporale

- **Orizzonte temporale di 5 anni**, considerando che
 - il *passing rent* dei conduttori B ed E risulta allineato con il Canone di Mercato
 - il canone del conduttore C sarà rinegoziato al termine del primo sessennio
- il tempo minimo per ottenere un Flusso di Cassa stabilizzato è pari alla durata residua del contratto di più lunga scadenza in essere, ovvero quello del conduttore D pari a 4 anni, considerato anche il tempo stimato di un anno per rilocare tale unità



Valutazione

STIMA DEI FLUSSI DI CASSA

Determinazione dei ricavi

- Per stimare i ricavi generati dall'immobile è necessario fare riferimento ai contratti di locazione in essere (valutando se vi siano clausole che consentano un recesso anticipato) e fare previsioni per le unità non locate in funzione del Canone di Mercato
- In alcuni casi possono esserci ricavi accessori derivanti da installazione di cartelloni pubblicitari o di antenne per le telecomunicazioni



Valutazione

STIMA DEI FLUSSI DI CASSA

Sfitto e perdita su credito

- È necessario inserire una voce di rettifica in cui ipotizzare per quanto tempo alcune unità potrebbero non produrre reddito o quale parte di questo non sarà incassato per insolvenza
- Per le unità attualmente locate si assume un tasso di sfitto inesistente
- **Per le due unità attualmente sfitte si è assunto che potranno essere locate entro 12 mesi**
- **Dalle analisi i conduttori presentano una buona posizione creditizia**



Valutazione

Determinazione delle spese operative

- Imposte sulla proprietà: valore attualmente corrisposto e opportunamente indicizzato al tasso di inflazione
- Assicurazione: valore attualmente corrisposto in quanto allineato ai premi assicurativi di mercato e indicizzato al tasso di inflazione
- Imposta di registro: stimata pari allo 0,50% dei canoni di locazione effettivi
- Manutenzione straordinaria: stimato un importo annuo pari allo 0,50% del Valore di Ricostruzione a Nuovo dell'immobile, stimato in €1.150/mq, indicizzato al tasso di inflazione
- Property & Facility Management: commissioni stimate pari all'1,50% dei canoni di locazione effettivi



Valutazione

Determinazione degli investimenti

- Ai fini degli adeguamenti richiesti per il rilascio del Certificato di Prevenzione Incendi, **sono previste capex per €375.000** da sostenersi nel primo semestre di piano
- **Investimenti per *tenant improvements*** per ripristino e personalizzazione dell'immobile a ogni cambio conduttore, **stimati pari a €100/mq**
- **Commissione di intermediazione stimata pari al 10%** del canone di locazione del primo anno ogni volta che un'unità viene locata



Valutazione

Determinazione del valore finale

- Il Valore Finale è stato determinato applicando direttamente il Criterio Reddituale al Reddito successivo all'ultimo periodo: è stata scelta la definizione di Reddito Lordo Effettivo, per il quale è più semplice stimare un Cap Rate di mercato
- **Il Tasso di Capitalizzazione (GOCR) è stato ottenuto aggiungendo uno spread (0,25%) al GICR, stimato al 7% come rilevato dall'analisi di mercato**
- Lo spread positivo considera una perdita di valore futura dell'immobile dovuta all'obsolescenza
- Da tale ammontare devono essere dedotti i costi di transazione ed intermediazione, stimati all'1% del prezzo di vendita



Valutazione

Determinazione del Tasso di Attualizzazione

È stata scelta come metodologia il Build-Up Approach:

- Struttura finanziaria:

Capitale di debito = 60%

Equity = 40%

- Costo del debito:

*Kd = tasso base + spread = media semestrale IRS 5 anni + spread medio sul mercato =
0,20% + 3,50% = 3,70%*

- Costo dell'equity:

- Risk free rate: rendimento totale dei BTP a 5 anni, in linea con il periodo di valutazione
- Risk Premium: sono stati identificati i seguenti fattori
 - Rischio del settore: 600 bps
 - Rischio localizzazione: 150 bps
 - Rischio destinazione d'uso e tipologia: 150 bps
 - Rischio fisico-tecnico: 100 bps
 - Rischio locativo-contrattuale: 200 bps



Valutazione

Determinazione del Tasso di Attualizzazione

- Costo dell'equity

$$K_e = \text{tasso base} + \text{Risk Premium} = \text{tasso BTP 5 anni} + \sum \text{fattori di rischio specifico} = 1,00\% + (6,00\% + 1,50\% + 1,50\% + 1,00\% + 2,00\%) = 13,00\%$$

- WACC

$$WACC = k_d * D\% + k_e * E\% = 3,70\% * 60\% + 13,00\% * 40\% = 7,42\%$$



Valutazione

			semestre	1	2	3	10	11
Canoni di locazione								
Conduttore "A"				€ 236.418	€ 236.418	€ 238.546	€ 243.098	€ 246.745
Conduttore "B"				€ 124.775	€ 124.775	€ 125.897	€ 131.065	€ 133.031
Conduttore "C"				€ 130.752	€ 130.752	€ 131.928	€ 127.270	€ 127.270
Conduttore "D"				€ 220.721	€ 220.721	€ 222.708	€ 258.375	€ 258.375
Conduttore "E"				€ 249.473	€ 249.473	€ 251.718	€ 262.049	€ 265.980
Porzione sfitta (1)				€ 234.338	€ 235.739	€ 235.739	€ 248.359	€ 248.359
Porzione sfitta (2)				€ 234.338	€ 235.739	€ 237.150	€ 246.883	€ 250.586
Reddito Lordo Potenziale (Potenzial Gross Income)				€ 1.430.813	€ 1.433.616	€ 1.443.686	€ 1.517.099	€ 1.530.345
Sfitto effettivo				€ 468.675	€ 235.739	€ 0	€ 0	€ 0
Reddito Lordo Effettivo (Effective Gross Income)				€ 962.138	€ 1.197.877	€ 1.443.686	€ 1.517.099	€ 1.530.345
Costi Operativi								
Imposte sulla proprietà (IMU/TASI)	253,645	€/anno		€ 126.823	€ 126.823	€ 129.240	€ 136.746	
Assicurazione	26,842	€/anno		€ 13.421	€ 13.421	€ 13.677	€ 14.471	
Imposta di registro	0,50%	% su canoni locazione		€ 4.811	€ 5.989	€ 7.218	€ 7.585	
Manutenzione straordinaria	0,50%	% su VRN		€ 45.684	€ 45.957	€ 46.232	€ 49.258	
Property & Facility Management	1,50%	% su canoni locazione		€ 14.432	€ 17.968	€ 21.655	€ 22.756	
Costi Operativi Totali				€ 205.170	€ 210.158	€ 218.022	€ 230.818	
Reddito Operativo Netto stabilizzato (stabilized Net Operating Income)				€ 756.968	€ 987.719	€ 1.225.664	€ 1.286.281	
Investimenti								
Capex				€ 375.000	€ 0	€ 0	€ 0	
Tenant Improvements				€ 260.375	€ 261.933	€ 0	€ 0	
Commissioni di intermediazione (Leasing fees)				€ 0	€ 47.148	€ 47.430	€ 51.675	
Totale Investimenti				€ 635.375	€ 309.080	€ 47.430	€ 51.675	
Flusso di Cassa Intermedio				€ 121.593	€ 678.639	€ 1.178.234	€ 1.234.606	
Terminal Value								
Valore lordo di cessione (exit su GOCR)	7,25%	GOCR		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 42.216.412
Costi di transazione e intermediazione (Brokerage fees)	0,50%	% Terminal Value		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 211.082
Flusso di Cassa Finale				€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 42.005.330
Flusso di Cassa Totale da Attualizzare				€ 121.593	€ 678.639	€ 1.178.234	€ 1.234.606	€ 42.005.330
Tempi				0,25	0,75	1,25	4,75	5
Fattore di Attualizzazione	7,42%			0,9823	0,9477	0,9144	0,7118	0,6992
Flusso di Cassa Totale Attualizzato				€ 119.436	€ 643.168	€ 1.077.395	€ 878.767	€ 29.368.290
Sommatoria attualizzata Flussi di Cassa Intermedi	21,2%			€ 7.916.533				
Flusso di Cassa Finale Attualizzato	78,8%			€ 29.368.290				
Valore di Mercato				€ 37.284.823				
Valore di Mercato (arr.to)				€ 37.280.000				

