

HOTEL INVESTMENT & VALUATION

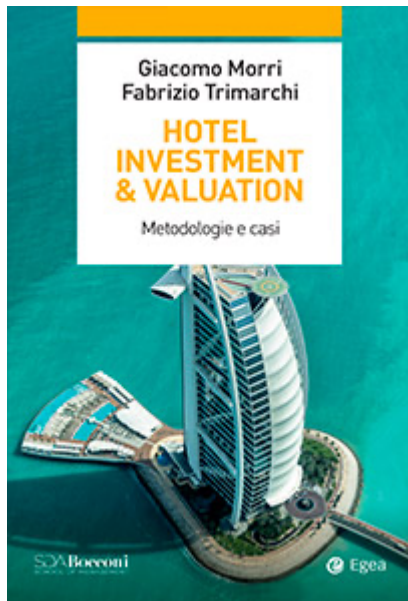
VALUTAZIONE DELL'IMMOBILE ALBERGHIERO Capitolo 6

Giacomo Morri

Associate Professor of Practice & Faculty Deputy Managing Corporate Finance & Real Estate
SDA Bocconi

Fabrizio Trimarchi

Managing Partner
Hotel Seeker



- L'attività valutativa avente oggetto gli immobili alberghieri è caratterizzata da un livello di complessità maggiore rispetto alle altre categorie, rispecchiando di fatto la complessa natura dell'immobile e dell'attività d'impresa esercitata
- L'attività di valutazione riguardante gli alberghi deve tenere conto di alcune coordinate fondamentali:
 - **Oggetto e «perimetro» della valutazione:** è necessario definire in modo univoco se l'oggetto della valutazione sia l'immobile, l'azienda alberghiera, o entrambi
 - **Presenza del soggetto imprenditoriale:** qualsiasi attività valutativa presuppone l'identificazione di un soggetto imprenditoriale, definibile «operatore», il quale esercita l'attività d'impresa alberghiera. È molto importante definire in modo univoco l'identità del soggetto, in relazione alle proprie condizioni di ragionevole efficienza e alla titolarità dei diritti in forza dei quali l'entità operativa «albergo» possa essere condotta per la produzione

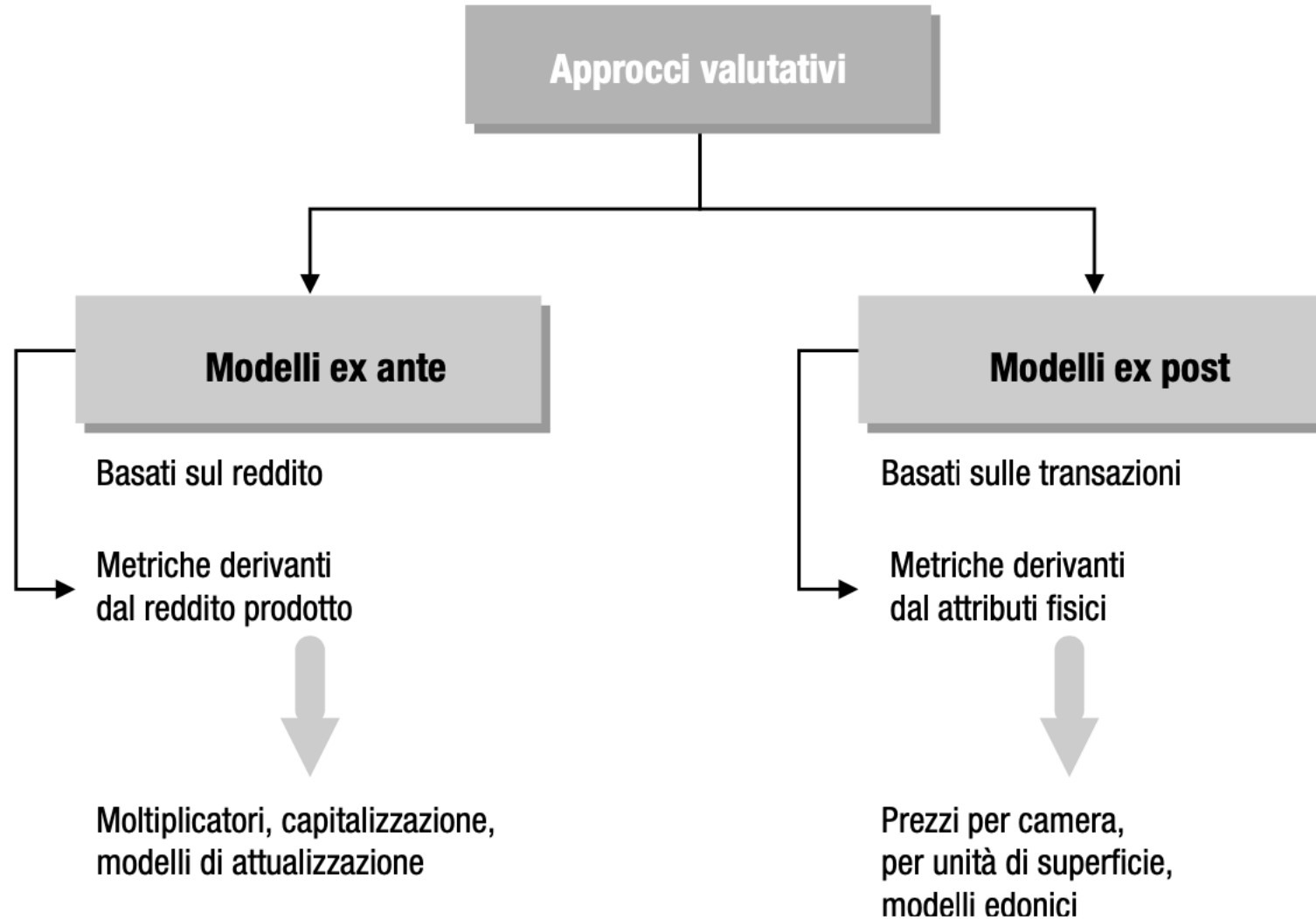


- **Condizioni di normalità e sostenibilità operativa:** la capacità di produrre un profitto dall'attività alberghiera va riferita a condizioni di operatività stabilizzate, nelle quali il business alberghiero possa essere rappresentato considerando le fluttuazioni tipiche del mercato, in un orizzonte temporale appropriato alla valutazione
- **Base di valore:** le tecniche valutative identificano sempre la base di valore sulla quale la valutazione viene effettuata
- **Definizione di reddito:** la definizione di reddito dipenderà dalle ipotesi sulla modalità di gestione. Si possono assumere due casistiche opposte: la gestione diretta dell'immobile alberghiero da parte del proprietario e la separazione tra il proprietario e l'utilizzatore. Nel primo caso, la definizione di reddito considererà tutte le componenti positive (i ricavi da vendita delle camere e da altri servizi) e tutte le componenti negative, sia per la componente di gestione alberghiera (i costi del personale, delle materie prime e dell'energia), sia per la componente di gestione immobiliare (semplificando, i costi di manutenzione, le imposte immobiliari e l'assicurazione). Nel secondo caso, la definizione di reddito sarà limitata alle componenti di natura immobiliare

Le quattro fasi ideali del **processo di valutazione**

1. **Determinazione del volume d'affari sostenibile (FMT):** Il primo passaggio prevede l'identificazione da parte del valutatore di un livello di volume d'affari che sia considerabile sostenibile, nel rispetto delle peculiarità del business esercitato
2. **Identificazione di un livello di utile lordo potenziale:** stima di un livello di utile lordo potenziale compatibile con il FMT e nel rispetto della tipologia di prodotto alberghiero, del suo posizionamento e delle caratteristiche delle operation
3. **Determinazione dell'utile operativo sostenibile (FMOP):** stima di un livello di utile operativo che sia sostenibile, secondo il principio dell'«operatore efficiente», attraverso la stima dei costi che sarebbero adottati nell'esercizio dell'attività da parte di questo tipo di operatore
4. **Stima del Valore di Mercato e del Canone di Mercato:** il valutatore dovrà capitalizzare l'utile operativo sostenibile (FMOP) a un tasso di capitalizzazione che rifletta il rischio e il rendimento atteso dell'immobile alberghiero, considerando anche il suo potenziale commerciale. Nella stima del Valore di Mercato, il valutatore potrà considerare, in ragione dell'applicazione del principio di «operatore efficiente» un livello di volume d'affari che sia il frutto di azioni migliorative da parte dell'operatore

Approcci valutativi per gli immobili alberghieri



Approcci valutativi per gli immobili alberghieri



In generale, esiste un consenso generalizzato nella letteratura sulle principali metodologie valutative per gli immobili alberghieri:

- **Metodologia del Costo di Ricostruzione** (o di sostituzione, cosiddetto Cost Approach o Replacement Cost)
- **Metodologia della Comparazione Fisica** (o delle vendite, cosiddetto Sales Comparison Approach)
- **Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria** (cosiddetto Income Approach)

Metodologia del Costo di Ricostruzione



- **La Metodologia del Costo di Ricostruzione si basa sul principio di possibile sostituzione del bene immobiliare alberghiero**, partendo dall'assunto di fondo che l'immobile possa essere valutabile sulla base del valore del costo del bene immobiliare ricostruito, avente caratteristiche fisiche omogenee rispetto all'immobile oggetto di analisi, tenendo conto di un appropriato livello di deprezzamento dovuto alla vetustà e al deperimento funzionale dell'immobile
- **In tale metodologia non vi è alcun riferimento alle condizioni di mercato nelle quali il bene potrebbe essere scambiato, né si considera la capacità di produrre redditi futuri**
- In generale, **la Metodologia del Costo di Ricostruzione mal si presta per la stima del Valore di Mercato** e presenta dei limiti dal momento che raramente vi è una relazione tra costo e valore

Metodologia della Comparazione Fisica



- **La Metodologia della Comparazione Fisica si basa sull'evidenza storica dei dati di mercato, ove possano essersi formate transazioni di immobili alberghieri sufficienti da costituire un benchmark comparativo per de-terminare prezzi di beni simili, sulla base di un'unità di misura fisica.**
- **Problematiche:**
 - la popolazione dei dati delle transazioni comparabili sia limitata
 - l'eterogeneità delle caratteristiche degli immobili alberghieri
- La più comune consiste nel determinare un valore per camera in funzione del prezzo di vendita e del numero delle camere della struttura

Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria



- **La Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria si basa sulla capacità di generazione di benefici economici futuri da parte dell'albergo, cui si associa il concetto di valore del bene**
- Il metodo è quindi composto da tre elementi principali:
 - la stima dei redditi futuri generabili
 - la determinazione dei fattori finanziari in grado di trasformare tali redditi futuri nel valore presente in funzione del relativo rischio
 - il criterio di attualizzazione e/o capitalizzazione più appropriato da utilizzare

Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria



- **La Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria è tendenzialmente quella attualmente più utilizzata nella prassi valutativa internazionale**
- Esistono differenti criteri valutativi applicabili agli immobili alberghieri, tutti basati sulla Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria:
 - Criterio Reddittuale basato sulla capitalizzazione diretta di un singolo reddito (noto anche come Single Capitalisation Rate o Direct Capitalisation Approach)
 - Criterio Finanziario basato sui flussi di cassa attualizzati (DCF, Discounted Cash Flow Approach)
 - Procedimento di Trasformazione
 - Tecnica della formula di valutazione simultanea (SVF, Simultaneous Valuation Formula)

Criterio Reddituale



- Il Criterio Reddituale si basa sull'utilizzo di un unico tasso di capitalizzazione applicato al reddito netto prodotto dall'albergo in un periodo, tipicamente un anno

$$V = \frac{R}{i}$$

dove:

- V = Valore
- R = Reddito
- i = Tasso di capitalizzazione

- **Nel caso di un immobile alberghiero direttamente gestito dal proprietario, non esistendo un canone di locazione, il reddito sarà rappresentato da un valore di Reddito Operativo che consideri tutti gli elementi di costo dell'attività gestionale alberghiera.** In questo secondo caso, il tasso di capitalizzazione da utilizzare dovrà essere estratto da immobili alberghieri comparabili gestiti direttamente in assenza di contratti di locazione
- **Si dovrà utilizzare un Reddito Operativo Netto ante imposte stabilizzato**

- **I Criterio Finanziario si basa sulla relazione esistente tra i redditi futuri attesi generati da un immobile e il suo valore** ma, diversamente dal Criterio Reddittuale, considera in maniera esplicita l'evoluzione dei ricavi, dei costi operativi e di eventuali investimenti utilizzando i flussi di cassa
- Passaggi operativi:
 1. la scelta dell'orizzonte temporale
 2. la stima dei flussi di cassa
 3. la determinazione del valore finale
 4. l'attualizzazione dei flussi di cassa e il calcolo del valore del bene

1. Scelta dell'orizzonte temporale

- Nella prassi si utilizza un orizzonte simile alla durata dei contratti di locazione in essere, oppure un periodo fisso di 10 o 15 anni
- Si ritiene che l'orizzonte temporale dovrebbe essere il più breve possibile per limitare la discrezionalità, fino al momento in cui i flussi si stabilizzano
- Non vi è alcuna relazione tra la scelta dell'orizzonte temporale e l'orizzonte temporale di investimento del soggetto proprietario del bene

Stima dei flussi di cassa

- Entrate: si considerano tutti i ricavi previsti, che possono provenire dall'eventuale contratto di locazione, oppure tutti i redditi derivanti dalla gestione diretta dell'immobile alberghiero
- Uscite:
 - nel caso di un contratto di locazione, occorre considerare tutti i costi operativi immobiliari, che rappresentano spese di natura corrente a carico del proprietario
 - nell'ipotesi di una gestione diretta da parte del proprietario, in questo caso i flussi di cassa in uscita saranno rappresentati da tutte le uscite, incluse quelle relative all'attività gestionale alberghiera
- Mentre nel criterio reddituale, è necessario accantonare un importo medio per far fronte agli eventi straordinari, nel criterio finanziario si dovrebbe considerare l'uscita nel periodo in cui si prevede l'effettivo pagamento

Determinazione del valore finale

- Il Valore finale ha impatto sull'accuratezza della valutazione in quanto può rappresentare la maggior parte del valore del bene
- Per determinarlo si ricorre al Criterio Reddittuale: viene applicato considerando il valore di reddito atteso al termine dell'orizzonte temporale e il relativo tasso di capitalizzazione in uscita (cosiddetto GOCR, Going-Out Cap Rate)

$$V_T = \frac{R_{n+1}}{GOCR}$$

Attualizzazione dei flussi di cassa e calcolo del valore del bene

- Il Criterio Finanziario si fonda sulla formula del Valore Attuale (VA), definito quale somma di tutti i flussi di cassa, ognuno attualizzato a un adeguato tasso di attualizzazione

$$VA = \frac{F_1}{(1+k)^1} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

dove:

- VA = Valore attuale
- Ft = Flusso di cassa al tempo t
- k = Tasso di attualizzazione
- n = Ultimo periodo dell'orizzonte temporale

Procedimento di Trasformazione



- **Tale procedimento si utilizza per beni che nello stato attuale non possono generare utilità e che hanno valore solo in funzione degli edifici su di loro realizzabili**
- Tale tecnica si basa sull'assunto che, a seguito di un intervento di ri-strutturazione o di sviluppo, nel caso di un suolo, si possa realizzare un immobile che produrrà redditi in funzione delle sue caratteristiche
- Si considerano due diverse modalità di applicazione del Procedimento basate sulla Metodologia Economico-Finanziaria:
 1. Procedimento di Trasformazione Mono-Periodale
 2. Procedimento di Trasformazione Pluri-Periodale

Procedimento di Trasformazione Mono-Periodale

- In questo caso i valori di vendita del bene realizzabile e i suoi costi di realizzazione sono assunti su un unico periodo, quindi il procedimento si basa sulla differenza tra il prezzo ottenibile dalla vendita del bene realizzabile e il totale dei costi di realizzazione dello stesso
- Il prezzo ottenibile dalla vendita viene stimato, come futuro Valore di Mercato, con diverse metodologie applicabili per i beni alberghieri esistenti, facendo riferimento alla data futura della possibile vendita
- I costi di realizzazione si possono dividere in:
 - Costi di Costruzione: tutti i costi afferenti alla realizzazione dell'edificio
 - Costi Finanziari: costo degli oneri finanziari per gli istituti di credito, stimati considerando un tasso di interesse applicato ad un capitale mediamente finanziabile in funzione della durata dell'intervento, e il margine del promotore, quantificato in percentuale dei costi di realizzazione

Procedimento di Trasformazione



Procedimento di Trasformazione Pluri-Periodale

- Tale metodologia considera la remunerazione del capitale investito utilizzando il valore finanziario del tempo; si ricorre a una stima dei Flussi di Cassa e alla loro distribuzione nel tempo con il Criterio Finanziario
- Vantaggio: quantificazione più corretta e oggettiva del margine ed i costi finanziari sono inclusi nel Tasso di Attualizzazione ➔ WACC
- Svantaggio: necessaria la stima dei valori di vendita del bene realizzabile e dei costi di realizzo, limitatamente ai costi di costruzione

- Nel Criterio Reddituale la formula richiede l'utilizzo di un tasso di capitalizzazione (*cap rate*), cioè di una grandezza che idealmente proietta nel futuro il reddito corrente, determinando il valore del bene
- Nel Criterio Finanziario, dove la grandezza economica di riferimento è rappresentata dal flusso di cassa, la formula richiede l'utilizzo di un tasso di attualizzazione (*discount rate*)

Tasso di Capitalizzazione

- Il Tasso di Capitalizzazione è una grandezza che lega il valore di un asset al flusso reddituale generato in un periodo
- Nel mercato immobiliare, secondo l'Appraisal Institute (2002):

« il Tasso di Capitalizzazione è un tasso di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore totale della proprietà; viene utilizzato per convertire il reddito operativo in un'indicazione di valore totale della proprietà »

Tasso di Capitalizzazione

In funzione del momento di stima si possono considerare due definizioni de Tasso di Capitalizzazione:

- **Going-In Cap Rate:** il rapporto, alla data della valutazione, tra il Reddito Iniziale e il valore dell'immobile
- **Going-Out Cap Rate:** tasso utilizzato per convertire un Reddito finale nel valore dell'immobile atteso al termine dell'orizzonte temporale di valutazione

Tasso di Attualizzazione

- Il Tasso di Attualizzazione si utilizza nella formula del Valore Attuale per rendere compatibili tra loro, al tempo presente, Flussi di Cassa disponibili a date future
- Viene chiamato anche Discount Rate e rappresenta il **rendimento complessivo atteso dell'investimento (IRR)**

Tasso di Attualizzazione

- Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve essere utilizzato un tasso rappresentativo del rendimento atteso (o anche costo del capitale) di tutte le risorse finanziarie utilizzate. Tale tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale, noto come **Weighted Average Cost of Capital (WACC)**

$$WACC = k_d * D\% + k_e * E\%$$

dove:

K_d = Costo del debito $D\%$ = Quota relativa del debito K_e = Costo dell'equity $E\%$ = Quota relativa dell'equity

- La struttura finanziari (rapporto tra debito ed equity) è stimata a valori di mercato sulla base dell'obiettivo di lungo termine
- Nella stima del Valore di Mercato di un bene si utilizzano valori di rendimento richiesto per equity, debito e la struttura finanziaria ricorrendo a valori correntemente richiesti dal mercato per lo specifico bene

Modalità di determinazione dei tassi

- Nel mercato immobiliare è difficile estrarre o stimare il rendimento complessivo di un bene, non esistendo serie storiche con tutte le caratteristiche dell'investimento
- **Il rendimento immediato (yield) è l'unico facilmente riscontrabile, dunque è possibile estrarre direttamente dal mercato solo i Tassi di Capitalizzazione**

Modalità di determinazione dei tassi

Nel settore immobiliare vengono individuate diverse metodologie per ricavare i tassi immobiliari:

- Estrazione dal mercato
- Derivazione del Tasso di Attualizzazione dal Tasso di Capitalizzazione
- Buld-Up Approach
- Analisi delle opinioni di rendimento degli operatori
- Band of Investment Technique: consiste nel ricavare il tasso partendo dalle componenti base, individuabili secondo il criterio finanziario o secondo il criterio immobiliare
- Formule di Ellwood, di Akerson e altra «archeologia finanziaria»: in letteratura si trovano diverse formule per la stima del tasso sviluppate in epoche in cui il calcolo stesso rappresentava un limite

Principali fattispecie valutative degli immobili alberghieri



Le fattispecie gestionali che possono presentarsi – in virtù dell’assenza o presenza di contratti di gestione e in base alla tipologia contrattuale – possono riassumersi in:

1. assenza di contratto di gestione (cd. *vacant possession*)
2. presenza di contratto di management (HMA)
3. presenza di contratto di locazione di immobile o di affitto d’azienda

Principali fattispecie valutative degli immobili alberghieri



1) Assenza di contratto di gestione (cd. *vacant possession*)

Prevede tipicamente l'identità tra il soggetto proprietario dell'immobile e il titolare dell'azienda alberghiera condotta in esso:

- il Conto Economico gestionale dell'albergo è riconducibile a un unico soggetto che riunisce in sé la figura del proprietario e dell'operatore
- Il procedimento dovrà tenere conto dell'assenza di contratti gestionali a favore di terzi
- È tale la situazione di una grande porzione degli immobili alberghieri presenti in Italia
- l'analisi del reddito prodotto considera il Reddito Operativo Netto, opportunamente rettificato con la sottrazione di un appropriato livello di accantonamento destinato all'FF&E (Furniture, Fixtures & Equipment). Nella prassi si prevede, inoltre, l'inserimento di una specifica Notional Management Fee
- Ricade anche l'eventuale caso associabile alla presenza di forme contrattuali di franchising, ove il proprietario/operatore beneficia di servizi di marketing e prenotazioni derivanti dall'affiliazione a un marchio alberghiero

Principali fattispecie valutative degli immobili alberghieri



2) Presenza di contratto di management (HMA):

- prevede presenza di un operatore alberghiero che eroghi servizi di management
- si riflette principalmente nel Conto Economico gestionale dell'albergo attraverso la presenza di costi o fee di management
- recenti forme di contratto HMA sono spesso inserite clausole che prevedano impegni relativi a forme di investimento sull'immobile da parte del proprietario. Anche la struttura delle fee del contratto può prevedere un'associazione con l'esecuzione di piani di investimento in Capex

Principali fattispecie valutative degli immobili alberghieri



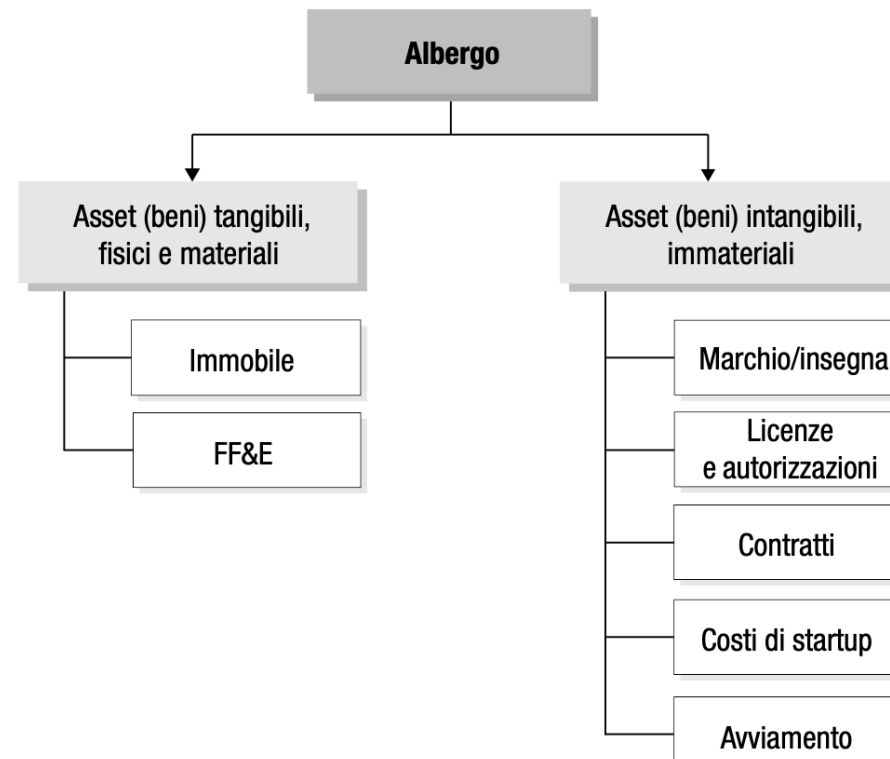
3) Presenza di contratto di locazione di immobile o di affitto d'azienda:

- La valutazione dell'immobile alberghiero in presenza di un contratto di locazione o di affitto presuppone la coesistenza di due conti economici associati all'immobile alberghiero:
 - da un lato, la presenza di un operatore alberghiero che esercita l'attività d'impresa sostenendone il rischio si traduce in un Conto Economico operativo riflesso nel modello USALI. Il canone di locazione o di affitto pagato rappresenta un ulteriore costo – se non il più rilevante – nell'erogazione del servizio d'impresa alberghiera
 - Dall'altro, il proprietario dell'immobile avrà un proprio Conto Economico che riflette i soli risultati economici dell'asset immobiliare, cioè basato sui ricavi da locazione e sui costi immobiliari
- Un aspetto rilevante riguarda l'effettiva sostenibilità del canone e la sua possibile relazione con il mercato.

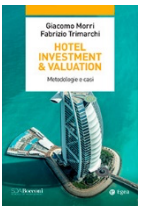
La valutazione dell'azienda alberghiera



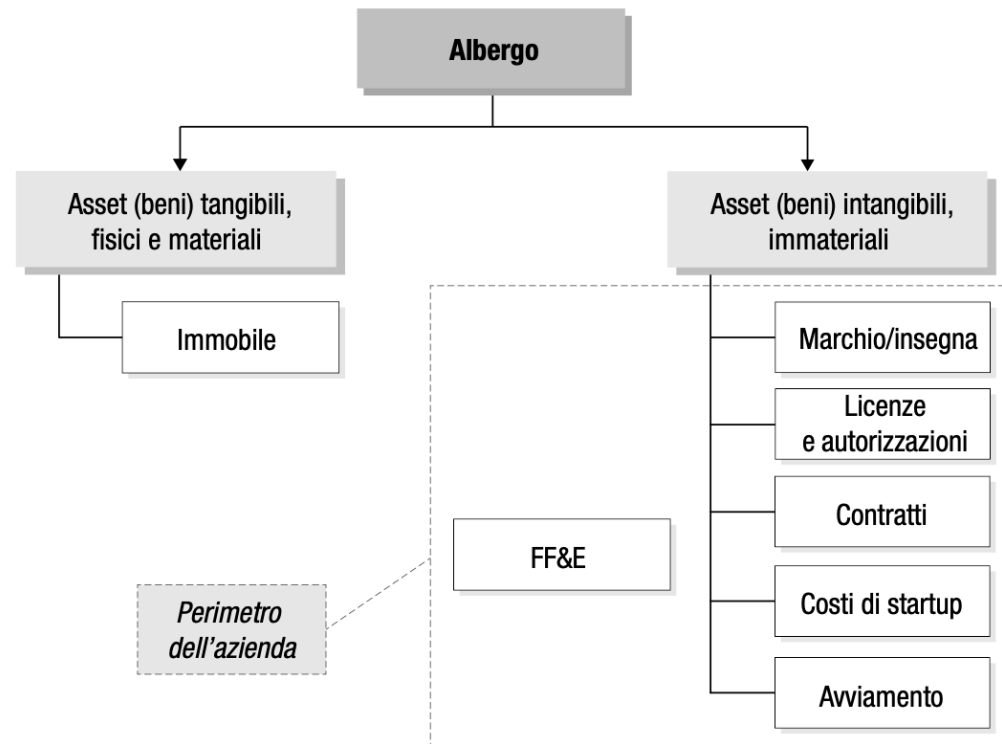
- Gli alberghi sono considerabili delle *operating property*: la combinazione di un bene immobiliare con altri beni, materiali e immateriali
- Tale condizione comporta che, in determinati casi, possa manifestarsi l'esigenza di valutare separatamente le componenti di tale *operating property*



La valutazione dell'azienda alberghiera



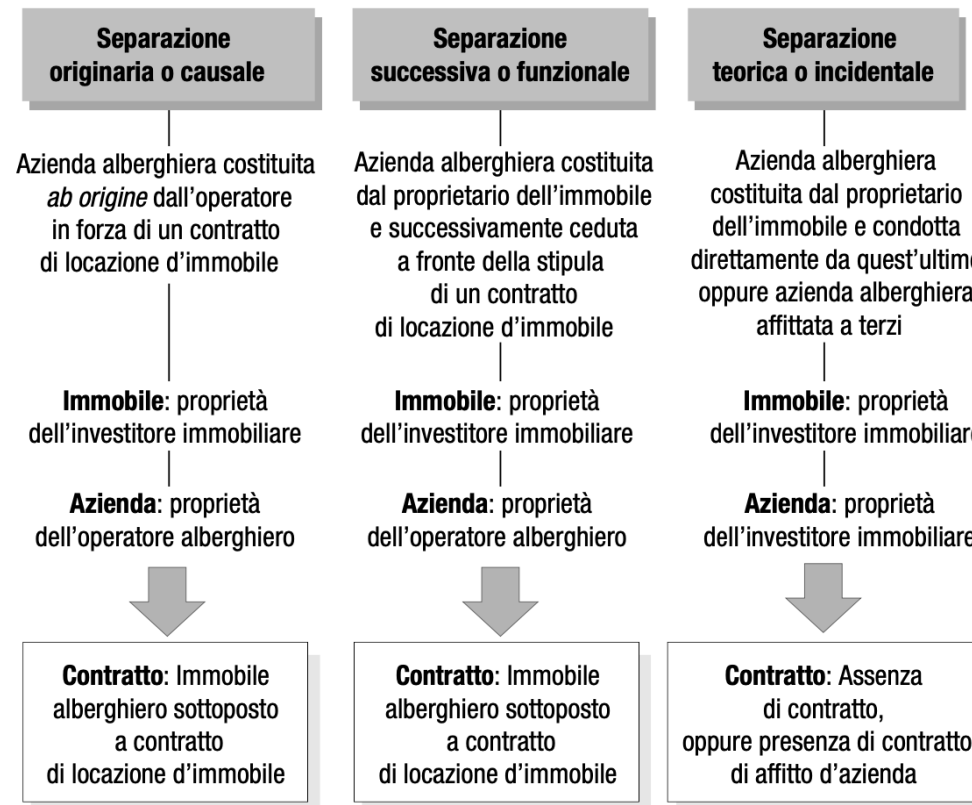
- Le pratiche valutative che si sono sviluppate nel tempo hanno teso a scindere il valore attribuibile al solo immobile, tenendo conto che l'ulteriore voce di bene materiale, il cosiddetto FF&E, può essere oggetto di valutazione separata poiché spesso apportato dall'operatore nell'ambito delle operazioni di investimento alberghiero



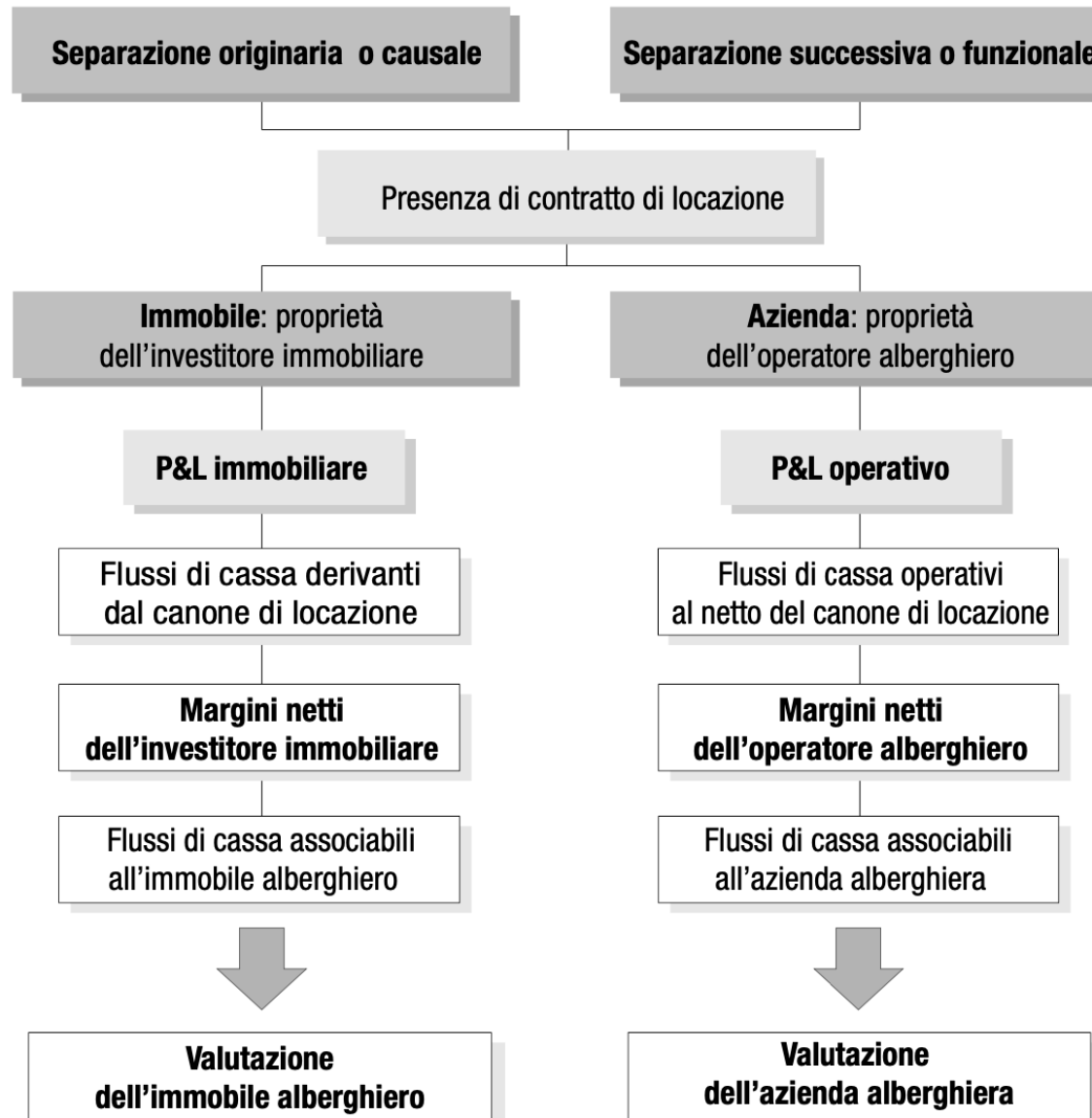
La valutazione dell'azienda alberghiera



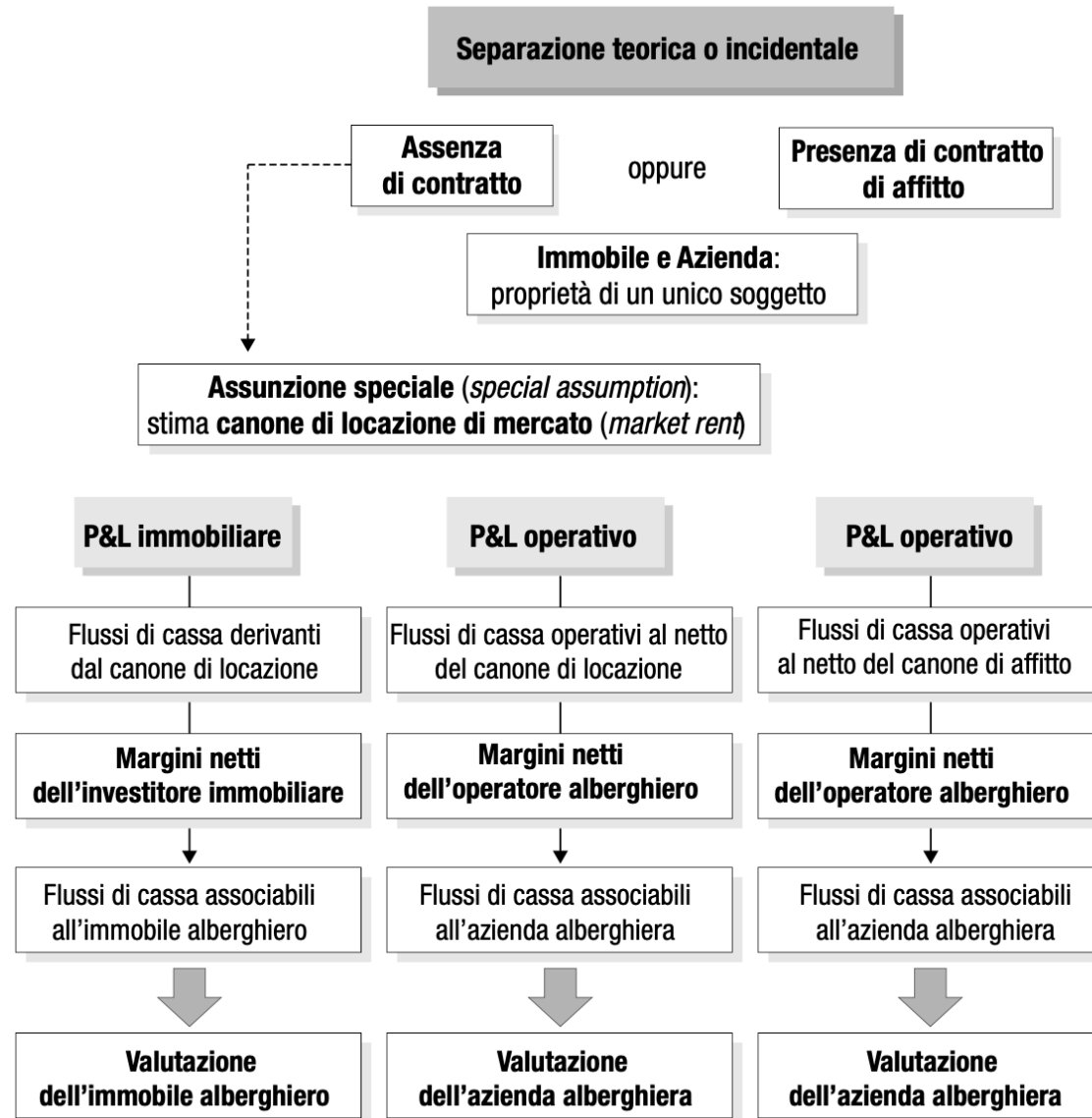
- Il presupposto per tale valutazione risiede nella separazione tra l'immobile in senso stretto, e i diritti di proprietà a esso associati, e il complesso di tutti gli altri beni che compongono l'azienda alberghiera, che sono in parte materiali e in parte immateriali



La valutazione dell'azienda alberghiera



La valutazione dell'azienda alberghiera





SDA Bocconi
School of Management

giacomo.morri@sdabocconi.it

**Giacomo Morri MRICS, Faculty Deputy for
Corporate Finance & Real Estate
SDA Bocconi School of Management**

*Faculty Deputy for Corporate Finance & Real Estate,
Associate Professor of Practice
SDA Bocconi School of Management
Professor of Real Estate Finance, Finance Department,
Bocconi University
Member and Registered Valuer, RICS Royal Institution
of Chartered Surveyors
Past President, European Real Estate Society
www.sdabocconi.it/realestate
www.propertyfinance.it
giacomo.morri@sdabocconi.it*



www.morri-trimarchi.it



**Hotel
Seeker**

**Fabrizio Trimarchi MRICS, Managing Partner
Hotel Seeker**

*Past Vice President, Jones Lang LaSalle Hotels, Milan
Italy
Postgraduate Certificate in Real Estate, Henley
Business School, University of Reading, UK
Advanced Certificate in Real Estate, Development &
Hotel Investment, Cornell School of Hotel
Administration, USA
Master SDA Bocconi, Milan, Italy
Member and Registered Valuer, RICS Royal Institution
of Chartered Surveyors
www.hotelseeker.it
fabrizio.trimarchi@hotelseeker.it*