

# Il valutatore è un costo o un'opportunità?

La spasmodica esigenza del cost cutting rischia di impattare seriamente sulla qualità di un lavoro chiave nell'industria dei centri commerciali

di Antonio Biggi

I valutatori sono strapazzati non poco in questo periodo. I clienti li vedono come un costo puro e quindi, dato il momento di mercato non proprio esaltante, sono comunque considerati sempre troppo onerosi. Questo anche se, a nostro avviso le valutazioni non sono solo un costo ma anche un importante strumento di asset management. Nelle attuali circostanze non è infrequente che i valori forniti ai clienti urtino la loro sensibilità. In tali casi la linea di confine tra flessibilità e mancanza di professionalità è pericolosamente sottile. L'esperienza, il saper fare, sono sicuramente fondamentali in un'attività che lascia molto spazio alle ipotesi (mi viene in mente il titolo di un convegno Aici-Associazione italiana consulenti, gestori e valutatori immobiliari: "Valutazioni immobiliari: scienza o saper fare?"). Anche la definizione delle ipotesi non può prescindere da uno studio

MEGA Shopping centre - 43125 PARMA Valutazione del Valore di Mercato al 31/12/12

ASSUNZIONI		TASSO DI CRESCITA		CANONE VARIABILE 30/09/12		
Indicizzazione automatica dei contratti	1 gennaio	Applicare la crescita sul CF?	VERO	% Canone Totale	Anno 1	0,00%
Tempi di rinegoziazione (in mesi) contratti scaduti	12	Indicizzazione CMG (p.a. anno)	2,00%	Anno 2	0,25%	
(a partire dalla data di analisi)		Indicizzazione del CF per gli anni 2 e 16	2,00%	Anno 3	0,50%	
Se C di Merc = Canone attuale, n. mesi per rinegoziazione	12	Indicizzare (oppure calcolati)	2,00%	Anno 4	0,75%	
		Canone di Mercato p.a.	2,50%	Anno 5	0,25%	
1) NEGOZIAZIONE alla fine del contratto		Calcolo della Crescita CDM	mensile	Anno 6	0,50%	
contratti di 5 anni	6	Se data dello stato locativo = data d'analisi		Anno 7	0,75%	
contratti di 7 anni	6	Indicizzazione (anno 1)	VERO	Anno 8	1,00%	
contratti di 6 anni + 6 anni	6			Anno 9	1,25%	
Altri tipi di contratto	6			Anno 10	1,50%	
2) PERIODI DI SFITTO (n. i contratti)	Mezi di Sfitto	SPESI DI ACQUISIZIONE	4,00%	Anno 11	1,75%	
Locatario lascia	3,0			Anno 12	2,00%	
Locatario rimane	0,0			Anno 13	2,00%	
Media	1,5			Anno 14	2,00%	
3) Probabilità di ottenere il CDM	100%			Anno 15	2,00%	
				Anno 16	2,00%	

  

RIASSUNTO CANONE - POTENZIALE NETTO, TASSO DI TRASFORMAZIONE, SPESE COMUNI AL M2						
E.g.a. di anno di PV.L. (p.a. di anno)	Reddito Lordo € al m2	Accantonamenti, ag.Sfitti	Reddito Operativo Netto € al m2	Redd. Op. Net. L. % Netto Totale	Accantonamento per Sfitto	0,50%
Unità Occupate - CMG	2.361.421	0,50%	2.349.614	2.114.280	2,50%	aliquazione spese
Unità Occupate - CV	0	0,50%	0	0	0,50%	crediti insoluiti
Altri Redditi	0	---	0	---	0,00%	comodi sulle sale
Altri Redditi (VA)	155.584	302	154.800	148.324	0,00%	redditi occupati
Unità Sfitto (VA)	---	---	---	---	---	-164.846
TOTAL	2.517.005	280	2.504.420	2.262.604	89,9%	Spese Comune € /m2 p.a. 67,82

  

VALUTAZIONE PER CAPITALIZZAZIONE DIRETTA			
Reddito Operativo Netto Stimato	2.262.604	TASSO DI CAPITALIZZAZIONE	
Capitalizzati €	33.770.207	Considerando l'evoluzione del mercato e caratteristiche del bene oggetto di questa valutazione, abbiamo applicato un tasso di capitalizzazione:	CMG Variabile
Spese Comuni, Teti, Sconti sui Canoni	-279.218		6,70% 6,70%
Capital Items	-164.240	Valore capitalizzazione diretta e altri redditi per avere ripartizione dettagliata nell'aggregato netto di capitalizzazione diretta sugli altri redditi	
Altri Rendite	0		
Valore di Mercato netto (incl. costi di acquisizione) €	33.326.750	CATEGORIA DI INVESTIMENTO:	CORE-
OSSIA €	33.300.000	Equivalent Cap Rate needed to result in a Gross capital value:	6,43%
€ al m2	3.710	TASSO INIZIALE NETTO	6,61%
Valore di Mercato Lordo (incl. Costi di acquisizione) €	4,00%	Reddito Operativo Netto Effett	30.090,12
Regime - Costi di acquisizione		Anno 1 CF	2.265.947
		TASSO DI RENDIMENTO INTERNO (IRR)	9,33%
		Considerando l'insieme delle assunzioni, l'IRR è pari a:	

  

VALUTAZIONE PER DCF				
Tasso di Attualizzazione:	8,50%	TASSO INIZIALE NETTO	Anno 1 CF	6,61%
Valore di Mercato netto (incl. costi di acquisizione) €	34.337.227	TASSO DI RENDIMENTO INTERNO (IRR)	8,52%	
€ al m2	34.300.000	La nostra valutazione per DCF si basa sulle stesse assunzioni (sopra riportate) usate per quella per capitalizzazione diretta.		
Valore di Mercato Lordo (incl. Costi di acquisizione) €	4,00%			
Regime - Costi di acquisizione				

  

CONCLUSIONI								
Metodo	Tasso	Tasso di Attualizzazione	Valore Netto	TIN (Valore Netto)	Valore Lordo	TIN (Valore Lordo attualizzato)	IRR	VALORE DI MERCATO
Cap	6,70%	8,70%	33.300.000	6,35%	34.632.000	6,10%	9,33%	Netto € (100%)
DCF	---	6,70%	34.300.000	6,61%	35.672.000	6,35%	8,52%	33.300.000
								TIN (Valore Netto)
								3.710 m2
								3.859 m2

  

COMMENTI	
Valore Netto €	33.300.000 €
Valore Netto € n. 1	30/06/12
Variazione	-2,4%

In considerazione delle caratteristiche del centro commerciale Omega appena descritte e dello stato del mercato degli investimenti in Italia al 31/12/2012, il valore di mercato stimato è pari a € 33.300.000.

I metodi di valutazione sono sostanzialmente due:  
**Per capitalizzazione diretta:** si ottiene dividendo il reddito per il tasso di capitalizzazione paragonabile a quello rilevato in altre transazioni immobiliari assimilabili.  
**DCF (Discounted Cash Flow):** il più utilizzato, evidenzia l'evoluzione ipotetica dei redditi e dei costi. Ha un limite: pretende di ipotizzare un corretto tasso di capitalizzazione in un arco temporale troppo ampio.

minuire la tutela degli investitori e degli altri stakeholders dei fondi, con buona pace degli organismi di controllo. Dopo questa premessa necessaria, farò una sintesi degli aspetti metodologici più rilevanti nella valutazione di un immobile particolare, il centro commerciale, definibile come bene strumentale per la produzione di reddito, i cui spazi sono affittati per la vendita di beni e servizi. C'è una correlazione elevata tra i ricavi che si possono generare con la vendita di tali beni e servizi e i canoni di locazione. Solo come esempio, in comparazione, la stessa correlazione è molto più bassa nel caso di un ufficio e diventa nulla nel caso di una casa di abitazione.

## Metodologie di valutazione

La forte correlazione tra ricavi e canoni fa sì che il centro commerciale si presti meglio di altri immobili a una valutazione di tipo

scientifico e approfondito del settore di riferimento, dalla redazione periodica di rapporti di mercato sull'andamento dei tassi di rendimento, e da una costante attività di raccolta e di analisi di dati sull'andamento dei redditi da locazione, sui tassi di sfritto, solo per citarne alcuni dei più importanti. In Italia la nascita, tutto sommato recente, delle Sgr ha contribuito ad aumentare il livello di professionalità e scientificità richiesto nelle va-

lutazioni, per meglio tutelare gli investitori nei fondi immobiliari. Ma se è vero che "if you pay peanuts, you get monkeys", come dicono gli inglesi, purtroppo la spasmodica ricerca del massimo risparmio come criterio per l'assegnazione dei mandati di valutazione anche da parte di molte Sgr, rischia di avere un impatto sulla serietà del processo di valutazione, di svilire la professione di valutatore, e di conseguenza di di-

reddituale. I metodi utilizzati sono sostanzialmente due:

- 1) Capitalizzazione diretta
- 2) "Discounted Cash Flow" (DCF)

Con la capitalizzazione diretta il valore dell'immobile si trova capitalizzando il reddito normale di mercato prodotto, o producibile, da un immobile a un tasso di capitalizzazione paragonabile a quello rilevato in altre transazioni per immobili simili. Si assume che il bene possa produrre 'sempre' quel reddito, con il vantaggio di poter applicare una formula finanziaria molto semplice per determinare il valore, dividendo il reddito per il tasso di capitalizzazione sopra definito. Nel metodo DCF si calcola il valore del bene come somma tra valore attuale dei redditi previsti per un periodo ritenuto adeguato, e valore attuale del bene alla fine del periodo ipotizzato. Il valore attuale dei flussi futuri in entrata e in uscita si trova applicando a essi un appropriato tasso di sconto (vedi infra). Questi metodi sono concettualmente simili, simili le assunzioni, il calcolo del reddito costante viene capitalizzato in base al metodo della capitalizzazione diretta, tiene in considerazione gli stessi elementi che, in maniera più evidente, vengono considerati nel metodo DCF.

In Italia il DCF è più utilizzato nella valutazione dei centri, per abitudine o preferenza del regolatore. È ritenuto più preciso e trasparente, perché mostra con chiarezza nei numeri del cash flow l'evoluzione ipotizzata per redditi e costi di gestione del bene.

Il DCF ha un rovescio della medaglia: richiede di poter ipotizzare il corretto tasso di capitalizzazione applicabile all'immobile fra 10 o più anni e di poter pronosticare l'andamento dei canoni di locazione durante tutto il periodo.

## Software

Scelto il metodo di valutazione, è necessario avere un sof-

## Caratteristiche del centro commerciale

La valutazione comincia con l'analisi approfondita delle caratteristiche del centro, della sua localizzazione e struttura interna, per poi passare all'imputazione e all'analisi dei numeri e degli indici.

### Bacino d'utenza e struttura

La localizzazione del bene ha rilevanza in quanto ad essa è associato un certo bacino d'utenza che viene analizzato sotto tre aspetti:

- 1) dal punto di vista demografico, calcolando il numero dei potenziali clienti nell'area;
- 2) rilevandone il profilo socio economico (in primis la capacità di spesa dei potenziali clienti e la congruenza tra offerta del centro e caratteristiche del bacino in cui è situato),
- 3) dal punto di vista della concorrenza. Viene poi analizzata la struttura del centro per capirne la logica: su quanti livelli si sviluppi? Quanti negozi e quante medie superfici compongono il suo retail mix? Quante e quali sono le ancore? La dinamica nei flussi di clienti è razionale?

La localizzazione del bene ha rilevanza in quanto ad essa è associato un certo bacino d'utenza che viene analizzato sotto tre aspetti:

- 1) dal punto di vista demografico, calcolando il numero dei potenziali clienti nell'area;
- 2) rilevandone il profilo socio economico (in primis la capacità di spesa dei potenziali clienti e la congruenza tra offerta del centro e caratteristiche del bacino in cui è situato),
- 3) dal punto di vista della concorrenza. Viene poi analizzata la struttura del centro per capirne la logica: su quanti livelli si sviluppi? Quanti negozi e quante medie superfici compongono il suo retail mix? Quante e quali sono le ancore? La dinamica nei flussi di clienti è razionale?

### Analisi SWOT

Una volta imputati i dati e analizzati gli indici, siamo pronti per l'analisi SWOT: punti di forza, di debolezza, opportunità e minacce. È la sintesi di come il centro è oggi e potrebbe essere domani.

Dall'analisi Swot il cliente vede facilmente se il valutatore ha capito il bene oggetto di valutazione e ha trovato anche indicazioni prospettiche alle quali non aveva pensato. L'analisi Swot sintetizza le risposte alle seguenti domande:

- Layout del centro commerciale (il centro commerciale e i suoi negozi sono accessibili? I parcheggi e la segnalazione sono adeguati? Come si presenta il centro? È attraente? Il secondo piano, se c'è, è una tomba o è ben studiato?)
- Retail mix (Le ancore sono attrattive? Le insegne ritenute più appealing sono presenti anche nei centri direttamente concorrenti?)
- Analisi dei contratti in essere e delle loro scadenze: a cosa imputare lo sfitto, a elementi strutturali del centro o transitori? Ci sono concentrazioni pericolose delle scadenze? Il livello dei canoni è basso rispetto allo standard di mercato? Sono ipotizzabili aumenti o i tassi di sforzo attuali non lo consentono?

### Tasso di capitalizzazione e tasso di sconto

Dopo aver analizzato quanto sopra e tenendo presenti i risultati dell'analisi SWOT, il centro può essere catalogato in uno dei quattro livelli da noi utilizzati:

core, core +, valore aggiunto e opportunistici. Alla categoria selezionata abbiamo stabilito di associare un certo tasso di capitalizzazione, sulla base della nostra analisi del mercato dei centri commerciali realizzata in maniera approfondita ogni semestre. Da tale tasso si parte per estrapolare il tasso di capitalizzazione da usare nel DCF per valutare il valore di mercato del centro alla fine del periodo di cashflow.

Il tasso di sconto è invece usato nel DCF per calcolare il valore attuale dei flussi (fonte: ABI) di entrate e di uscite. Tale tasso "deve riflettere il costo alternativo del capitale, vale a dire il saggio di rendimento che il capitale investito può ottenere se investito in altri usi che presentano un rischio simile" (ABI).

ware specializzato dove inserire i numeri per calcolare il valore dell'immobile. Nel nostro caso abbiamo deciso di costruire un elaborato software ad hoc che si basa su Windows Excel. A nostro avviso il vantaggio di questo sistema, rispetto all'utilizzo di software di valutazione standard disponibili sul mercato, è la sua fless-

sibilità nell'adattarsi non solo alle molteplici esigenze dei clienti e alla varietà degli immobili, ma anche ai miglioramenti che con l'esperienza possono essere apportati. È un cantiere aperto. Come risultato il cliente ottiene, oltre al valore di mercato (fonte di questi tempi di qualche dispiacere) anche una serie di indici com-

parati sia con le serie storiche rilevabili per il bene in oggetto, sia con i benchmark di mercato, desunti dal database interno. Gli indici sono strumenti di gestione preziosissimi per l'asset manager. Sono talmente importanti e utili da far diventare il valore di mercato quasi un loro sottoprodotto e non viceversa. ■