



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



La valutazione simultanea



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

D.C.F.A.

(Discounted Cash Flows Actualization)

L'attualizzazione dei flussi di cassa si basa su:

- una **simulazione**¹ di incassi/esborsi futuri
- il principio di **riduzione del valore** di tali flussi futuri per la lontananza temporale da oggi.

- 1) La simulazione deve essere **DETTAGLIATA** e soprattutto **ATTENDIBILE**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

Perché i flussi futuri valgono meno di quelli odierni?

- 1) Perché il denaro che incasso non è subito disponibile, così come l'esborso non deve essere pagato ora
(EFFETTO MONETARIO)
- 2) Perché tali flussi futuri non sono certi, potrebbero anche non verificarsi
(EFFETTO RISCHIO)



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

Come stabilire il saggio di attualizzazione?

Nei segmenti di mercato in cui è rilevabile il **tasso di capitalizzazione**, conviene partire da questo.

Se tale tasso è **netto**, la differenza fra i due consiste nel fatto che la capitalizzazione diretta presume redditi costanti, mentre i flussi della DCFA sono inflazionati.

Pertanto, a grandi linee, si ipotizza:

$$\textit{discount rate} = \textit{cap rate} + \textit{inflazione}$$



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA

Come stabilire il saggio di attualizzazione?

Se tale tasso è **lordo**, la capitalizzazione diretta assume ricavi lordi, mentre i flussi della DCFA sono al netto dei costi.

Pertanto, a grandi linee, si ipotizza:

$$\textit{discount rate} = \textit{cap rate} \times (1 - \textit{costi/ricavi}) + \textit{inflazione}$$

Ad esempio, se

cap rate = 6% costi = 15% ricavi inflazione = 2%

$$\textbf{Discount rate} = 6\% \times 85\% + 2\% = 7,1\%$$



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Come stabilire il saggio di attualizzazione?

E se invece non è possibile individuare il **tasso di capitalizzazione?**

Un valido approccio potrebbe isolare e sommare

- un tasso che compensi l'**effetto monetario**
- un tasso per compensare il **rischio**.

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLO

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

Come stabilire il saggio di attualizzazione?

Il **W.A.C.C.** («*weighted average capital cost*») considera:

- il rapporto mezzi propri / finanziamenti
- il costo dei finanziamenti (**EFFETTO MONETARIO**)
- la remunerazione dei mezzi propri
(**EFFETTO MONETARIO + RISCHIO**)



ESEMPIO

Simulazione decennale; flussi netti attesi:

100

105

110

115

120

125

130

135

140

145

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo

FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



W.A.C.C.

- Mezzi propri = 30% / remunerazione = 15%
- Finanziamenti = 70% / costo = 4%

$$w.a.c.c. = 30\% \times 15\% + 70\% \times 4\% = 7,30\%$$

ATTUALIZZAZIONE: V.A.N. = 828,62

PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

ATTUALIZZAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

<i>flusso netto</i>	<i>coefficiente di sconto</i>	<i>valore attuale</i>
100	0,932	93,20
105	0,869	91,20
110	0,809	89,04
115	0,754	86,76
120	0,703	84,37
125	0,655	81,91
130	0,611	79,39
135	0,569	76,83
140	0,530	74,26
145	0,494	71,68

La somma dei valori attuali è **828,62**.

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

SERVIZIO del DEBITO

Se valore attuale = 828,62

- finanziamento = $828,62 \times 70\% = 580$

Se mutuo decennale a rate costanti,

rata(tasso;periodi;val.attuale)

rata(4%;10;580) = **-71,51**

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo

FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



FLUSSI dei MEZZI PROPRI

<i>flusso netto</i>	<i>rata di mutuo</i>	<i>flusso dei mezzi propri</i>
100	-71,51	28,49
105	-71,51	33,49
110	-71,51	38,49
115	-71,51	43,49
120	-71,51	48,49
125	-71,51	53,49
130	-71,51	58,49
135	-71,51	63,49
140	-71,51	68,49
145	-71,51	73,49

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo

FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

I flussi dei mezzi propri vanno attualizzati al **15%**.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

ATTUALIZZAZIONE dei MEZZI PROPRI

	<i>flusso mezzi propri</i>	<i>coefficiente di sconto</i>	<i>valore attuale</i>
	28,49	0,870	24,77
	33,49	0,756	25,32
Webinar 14.11.2024	38,49	0,658	25,31
<i>Valutazioni</i> <i>finanziarie</i> <i>a tassi costanti</i>	43,49	0,572	24,86
	48,49	0,497	24,11
	53,49	0,432	23,12
	58,49	0,376	21,99
	63,49	0,327	20,75
	68,49	0,284	19,47
<i>Carlo</i> FRITTOLI	73,49	0,247	18,16

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA

La somma dei valori attuali è **227,87**.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA

COME PUO' ESSERE?

L'attualizzazione tramite il w.a.c.c. ha determinato un valore attuale di **828,62**.

Il pagamento delle rate di mutuo (calcolate al 4%) ha permesso di restituire il prestito (**580**).

L'attualizzazione dei flussi dei mezzi propri al 15% determina un valore attuale di **227,87**.

Perciò la stima dell'immobile è pari al valore attuale dei flussi dei mezzi propri aumentato dell'importo del prestito (che copre quota dell'acquisto iniziale):

$$227,87 + 580 = 807,87$$

*Ma allora quest'immobile vale **828,62** o **807,87**?*

Perché le due stime divergono?



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

LA SPIEGAZIONE

*Quando si atualizzano i flussi tramite il w.a.c.c. si ipotizza un rapporto fra mezzi propri e mezzi di terzi e si presume che **tale rapporto resti invariato** per l'intera durata della simulazione. Al contrario, l'ammortamento del mutuo ne implica una **graduale restituzione** che riduce man mano il prestito residuo, ridefinendo il rapporto fra mezzi propri e di terzi.*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

LA SPIEGAZIONE

Poiché l'analisi dei flussi dei mezzi propri ha ribassato la stima, si innesca un processo iterativo e convergente in cui:

- *si riduce l'ammontare del mutuo, per cui*
- *cala la rata d'ammortamento, per cui*
- *cresce la stima, per cui*
- *aumenta l'ammontare del mutuo, per cui*
- *sale la rata d'ammortamento, per cui*
- *diminuisce la stima, e di nuovo*
- *si riduce l'ammontare del mutuo, e così via...*

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

LA SPIEGAZIONE

*E' comunque palese che l'attualizzazione tramite il w.a.c.c. determina una **sopravalutazione** del v.a.n.*

L'entità dell'errore dipende dal rapporto fra mezzi propri e di terzi e dal differenziale fra i tassi delle due forme di provvista finanziaria.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

LA VALUTAZIONE SIMULTANEA

La tecnica di calcolare le rate di mutuo e analizzare i flussi dei mezzi propri è una più fedele riproduzione simulativa, detta «VALUTAZIONE SIMULTANEA».

Il metodo fu teorizzato nel 1983 da Suzanne Mellen, con particolare riferimento agli immobili alberghieri.

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

LA VALUTAZIONE SIMULTANEA

Ipotizzando una simulazione e un mutuo di durata decennale, sorge l'equivalenza

$$V = \sum_{i=1}^{i=10} (fn - rata(V)) / (1 + r)$$

dove

V è il valore attuale del bene

fn è il flusso netto del periodo i

rata(V) è la rata del mutuo decennale,

da determinarsi in percentuale del valore V

r è il tasso di remunerazione dei mezzi propri



PREGIA
ASSOCIAZIONE

LA VALUTAZIONE SIMULTANEA

Il valore V del bene compare in entrambi i termini dell'equazione. Il modello presenta una risoluzione algebrica, ma è possibile attivare il calcolo iterativo tramite il risolutore del foglio elettronico, oppure, dopo aver impostato i calcoli della simulazione, procedere per tentativi.

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA

ESEMPIO AMPLIATO

L'esempio fin qui condotto non prevedeva un valore finale («di uscita») dell'immobile (poteva trattarsi d'una concessione il cui valore svanisce quando termina).

Ora lo si stima tramite capitalizzazione diretta del reddito netto dell'ultimo anno,² che ammontava a 145.

- 2) Ai fini della capitalizzazione diretta, la pratica estimativa utilizza il reddito dell'anno successivo a quello finale. A fini prudenziali, si preferisce adottare il reddito dell'anno in cui si simula la vendita. D'altronde, sembra piuttosto improbabile che un acquirente sia disposto a calcolare il prezzo sulla base di un reddito ipotetico, non ancora riscontrato nei fatti.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

ESEMPIO AMPLIATO

*Nel caso in esame, quale **cap rate netto** si potrebbe assumere? Poiché il *w.a.c.c.* era 7,3% il tasso di capitalizzazione (che non include gli aumenti causati dall'inflazione) potrebbe essere **5,5%** - diminuendo quindi il **discount rate** di 1,8% - percentuale simile all'inflazione.*



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

VALORE FINALE

Pertanto, il valore finale è

$$145 / 5,5\% = 2.636$$

Quest'importo viene aggiunto al flusso netto del decimo anno.

*Attualizzando i flussi al w.a.c.c.
(7,3%) si ottiene una stima di **2.132.***



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

*Ma il 70% di 2.132 implica
un finanziamento di 1.492,
determinando una rata annua
d'ammortamento pari a **184***



PREGIA
ASSOCIAZIONE

FLUSSI dei MEZZI PROPRI

	<i>flusso netto</i>	<i>rata di mutuo</i>	<i>flusso dei mezzi propri</i>
	100	-184	- 84
	105	-184	- 79
Webinar	110	-184	- 74
14.11.2024	115	-184	- 69
<i>Valutazioni</i>	120	-184	- 64
<i>finanziarie</i>	125	-184	- 59
<i>a tassi costanti</i>	130	-184	- 54
	135	-184	- 49
	140	-184	- 44
	2.781	-184	2.597

Carlo
FRITTOLI

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

COSA E' EMERSO?

*I redditi dell'immobile
NON bastano a garantire
il servizio del debito*

PERTANTO...

La banca non concederebbe mai un prestito di tale entità: il **rappporto fra mezzi di terzi e mezzi propri va ridimensionato.**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

*Ipotizzando che il finanziamento
sia pari al 60% del valore...*

$$\text{w.a.c.c.} = 60\% \times 4\% + 40\% \times 15\% = 8,40\%$$

Considerata l'inflazione,

cap rate = 6,50%

Di seguito, la simulazione riveduta



FLUSSI dei MEZZI PROPRI

PREGIA
ASSOCIAZIONE

	<i>flusso netto</i>	<i>rata di mutuo</i>	<i>flusso dei mezzi propri</i>
	100	- 109	- 9
	105	- 109	- 4
Webinar	110	- 109	1
14.11.2024	115	- 109	6
<i>Valutazioni</i>	120	- 109	11
<i>finanziarie</i>	125	- 109	16
<i>a tassi costanti</i>	130	- 109	21
	135	- 109	26
	140	- 109	31
	2.375	- 109	2.266

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

*I redditi coprono il servizio del debito.
Nei primi due anni l'ammontare
del deficit è irrisorio.*

*Dunque la simulazione è realistica.
Il modello fornisce questi risultati:*

- **valore = 1.475**
- **mutuo (60%) = 885**
- **v.a.n. dei mezzi propri = 590**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA

RIASSUMENDO...

*L'utilizzo della valutazione simultanea
(o comunque la simulazione dettagliata
degli esborsi per il servizio del debito)
permette di stabilire correttamente:*

- il saggio di attualizzazione (w.a.c.c.)
- il tasso di capitalizzazione

**La valutazione che ne consegue è corretta,
poiché ripercorre il preciso andamento dei
flussi, e non sopravvalutata.**



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

*Il ricorso alla **valutazione simultanea** è particolarmente utile per gli immobili atipici e sui segmenti di mercato dove è difficile reperire informazioni dettagliate.*

Benché sia stata concepita per immobili alberghieri, questa tecnica può essere applicata anche in altri contesti.



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar
14.11.2024
*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**

PER APPROFONDIRE...

I PRODROMI DELLA «VALUTAZIONE SIMULTANEA»

Effetto “leva” e saggio di attualizzazione

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/wacc.pdf>

INQUADRARE IL SAGGIO DI ATTUALIZZAZIONE

Sul saggio di equivalenza finanziaria (attualizzazione): inquadramento generale

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/saggiattualizzazione.pdf>

L'ERRORE PIU' COMUNE NELLE VALUTAZIONI CON D.C.F.A.

Un errore nel D.C.F.A. – Quando la stima dipende dalla durata della simulazione

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/erroreDCFA.pdf>

EQUILIBRARE CAP e DISCOUNT RATE

Dove il tasso di capitalizzazione diretta incontra il saggio di attualizzazione

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/Sevelka.pdf>

ADOTTARE TASSI DIFFERENZIATI

Il saggio di attualizzazione per immobili a reddito

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/Cardenas.pdf>

SCEGLIERE I TASSI PER IMMOBILI ALBERGHIERI

Come determinare i tassi di rendimento più adatti per un immobile alberghiero?

<https://www.pregia.org/wp-content/uploads/Trentini.pdf>



PREGIA
ASSOCIAZIONE

Webinar

14.11.2024

*Valutazioni
finanziarie
a tassi costanti*

Carlo
FRITTOLI

**LA VALUTAZIONE
SIMULTANEA**



PROSSIMO APPUNTAMENTO:

Giovedì 28 novembre 2024, ore 15.00/19.00

*Valutazioni finanziarie
a tassi variabili*