

# IL BUSINESS PLAN DI UN PIANO DI SVILUPPO NEL SETTORE IMMOBILIARE

Complementi di Economia ed Estimo  
a.a. 2015-2016

# Introduzione al BUSINESS PLAN IMMOBILIARE /1

- Il BP immobiliare può riferirsi a:
  - singoli investimenti in immobili
  - messa a reddito di patrimoni immobiliari esistenti
  - sviluppo-ristrutturazione-vendita di patrimoni immobiliari nuovi
- È un documento complesso per via dei molteplici rischi immobiliari:
  - nell'acquisizione delle aree edificabili
  - nell'ottenimento di linee di credito
  - nei limiti delle norme urbanistiche
- C'è sempre più bisogno di organizzazioni strutturate, gestite sulla base di documenti sistematici di pianificazione (BP)
  - Anche per via del crescente passaggio da una logica creditizia basata sulle garanzie patrimoniali ad una basata sulla valutazione della sostenibilità economico-finanziaria dei progetti (e della loro capacità di produrre flussi di reddito)

# Introduzione al BUSINESS PLAN IMMOBILIARE /2

- Nel settore immobiliare il progetto immobiliare è spesso caratterizzato da un veicolo societario specifico e autonomo
  - società di scopo
  - spesso per ragioni fiscali
- L'analisi di sensitività sulle variabili aleatorie è importante:
  - andamento congiunturale
  - tasso di sfritto (vacancy)
  - tassi di interesse finanziario
  - ...

# CONFRONTO TRA

## BP generico e BP immobiliare

1. Sommario esecutivo
2. Descrizione generale della società
3. Descrizione del Prodotto/Servizio
4. Piano di marketing
5. Piano operativo
6. Management e organizzazione
7. Piano economico finanziario

1. Sommario esecutivo
2. Descrizione del progetto immobiliare
3. Analisi di mercato
4. Progetto di sviluppo immobiliare
5. Stima dell'investimento
6. Management e organizzazione
7. Piano economico finanziario

# 1. SOMMARIO ESECUTIVO /1

## generalità

- Il SE riporta i contenuti essenziali del progetto, al fine di:
  - far comprendere rapidamente la proposta
  - suscitare un interesse immediato
- è una versione sintetica dell'intero BP
- è la sezione più importante del BP
  - spesso è l'unica sezione letta dal finanziatore

# 1. SOMMARIO ESECUTIVO /2

## errori frequenti

- Non è una breve descrizione dell'immobile
  - La descrizione si trova in una sezione apposita del BP
- Non è un mero indice del BP
  - Deve dare una sintesi delle parti più importanti
    - per esempio, analizzando i principali competitori e fattori di vantaggio competitivo del progetto
- Non è un documento di mera promozione del progetto
  - evitare l'errore di rilevare solo le note positive del piano
  - dare un senso di equilibrio
  - un investitore esperto riconoscono con facilità un BP realistico
- Non è il risultato di un "copia e incolla" delle altre sezioni del BP

## 2. Descrizione del progetto immobiliare

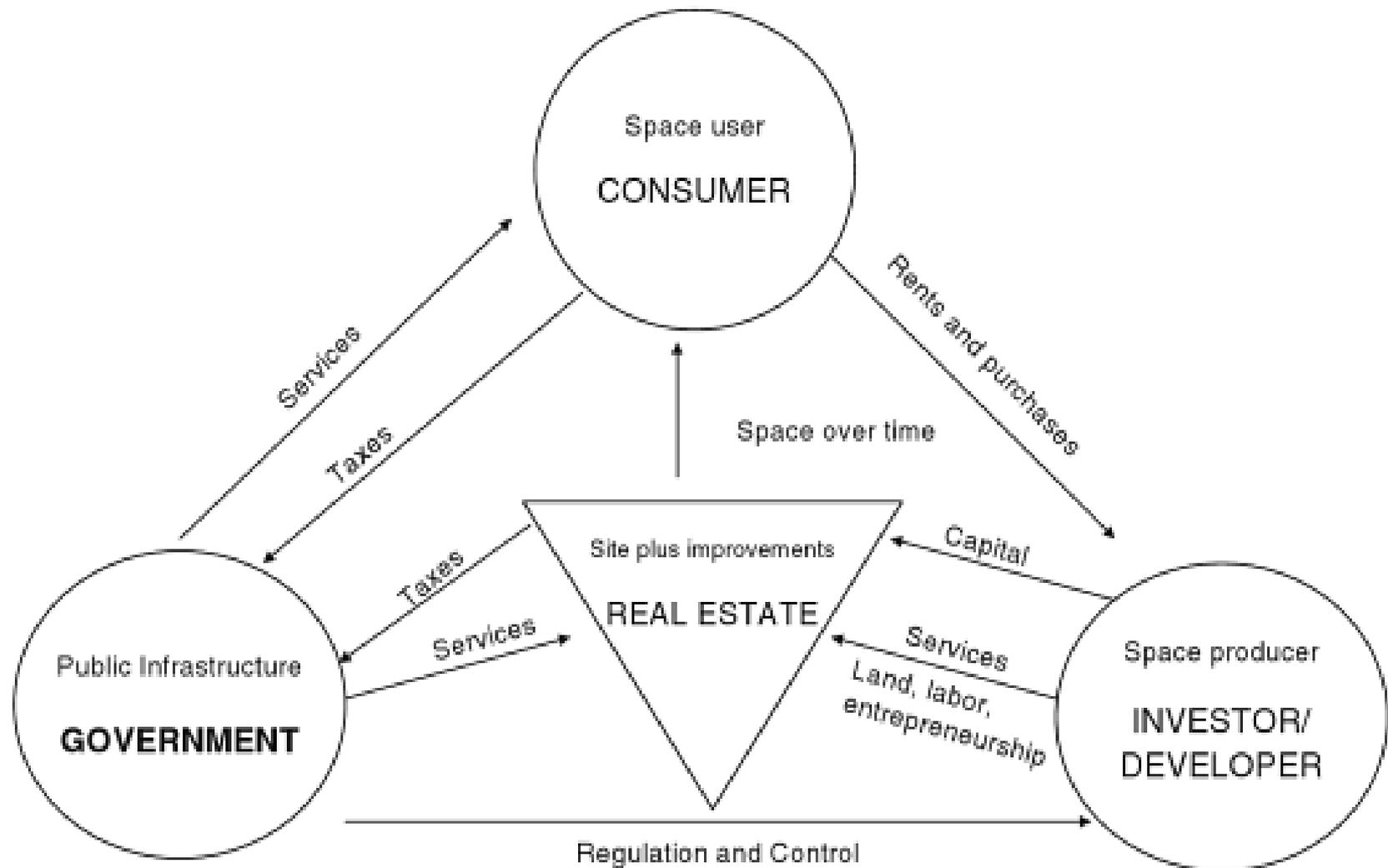
Ogni progetto ha caratteristiche specifiche, ma l'illustrazione dell'operazione immobiliare contiene sempre:

- Obiettivi del progetto e individuazione dei soggetti coinvolti
- Descrizione della location
- Descrizione dello stato attuale degli immobili
  - caratteristiche fisiche
  - destinazioni d'uso
- Analisi della proprietà e dei locatari
- Piani di sviluppo già elaborati in precedenza
- Disposizioni dettate dai Piani Urbanistici
- Vincoli architettonici, urbanistici, legali e simili

# Individuazione dei soggetti coinvolti

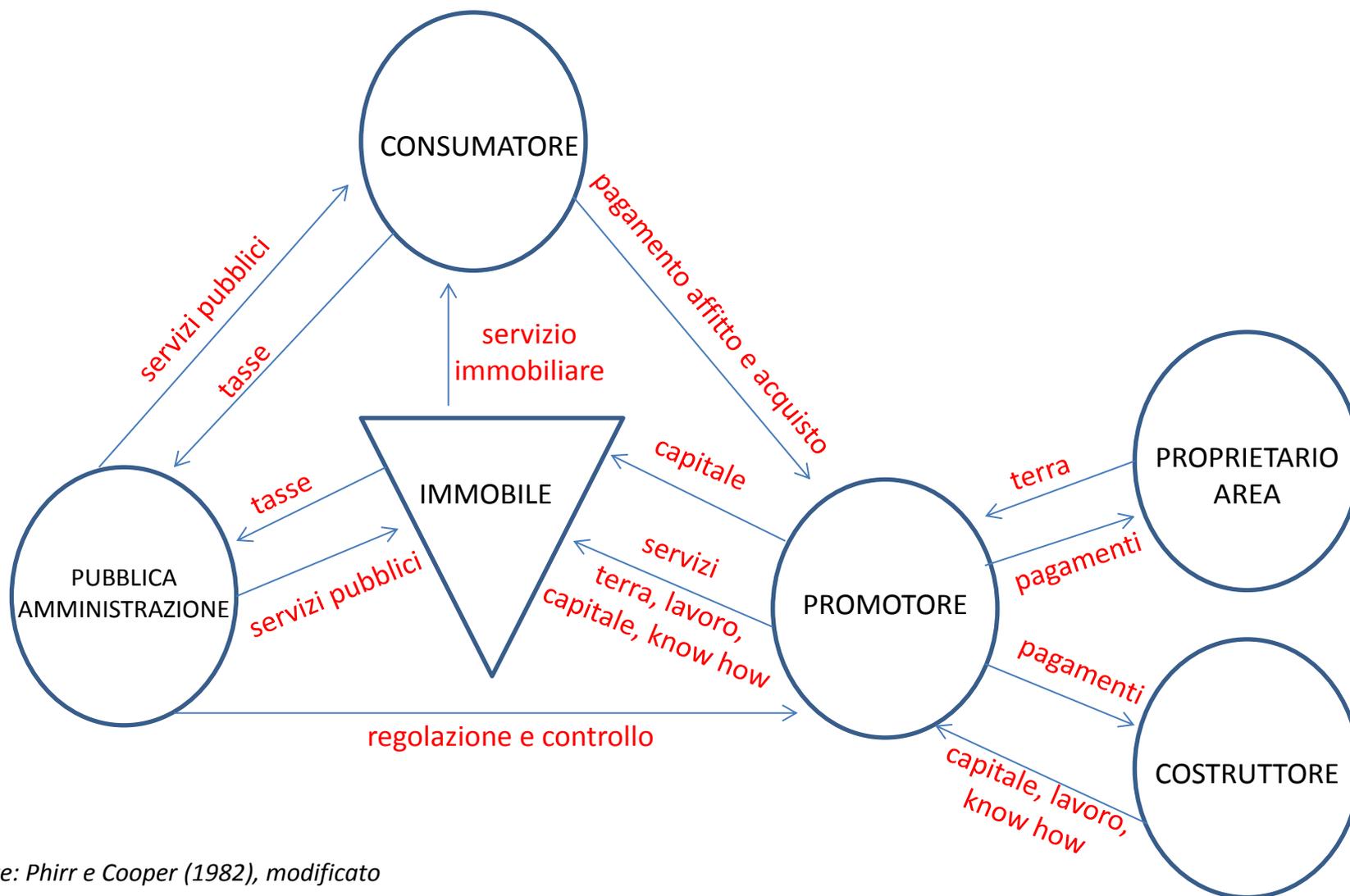
- La fattibilità del progetto/piano è condizionata al fatto che tutti i soggetti che prendono parte all'operazione di sviluppo raggiungano i rispettivi obiettivi
- I soggetti partecipanti al piano di sviluppo immobiliare sono:
  - in ambito privato:
    - il promotore (*Developer*)
    - il proprietario dell'area
    - Il costruttore
    - Il consumatore degli spazi immobiliari (compratore/locatore) (*Consumer*)
  - in ambito pubblico:
    - l'amministrazione pubblica (*Government*)

# Modello concettuale dell'ambiente dell'investimento immobiliare



**Fig. 1.1** Conceptual model of the real estate investment environment (Phyrr and Cooper (1982, p. 5))

# Modello concettuale dell'ambiente dell'investimento immobiliare



# Promotore (o Sviluppatore)

- Figura che riunisce i fattori della produzione allo scopo di ottenere un profitto dall'intervento di trasformazione immobiliare
- Obiettivo: massimizzare il profitto del progetto (dal suo punto di vista)
- Dato il prezzo di mercato dell'immobile di base (area o fabbricato da trasformare) e la remunerazione dell'impresa esecutrice dei lavori (costruttore), se il promotore non trova condizioni economiche in grado di ottenere un adeguato profitto, non attiva il processo
  - Affronta i costi della trasformazione
    - Acquista gli immobili (aree e fabbricati) da trasformare (Ca)
    - Acquista i servizi tecnici (St e Sc)
    - Remunera l'impresa esecutrice (Cc)
    - Paga al soggetto pubblico gli oneri concessori (O + Ccc)
  - Vende l'immobile trasformato (Vit)
- La convenienza dell'investimento per il promotore è determinabile mediante il modello logico *Discounted Cash Flow Analysis* (DPCA)
  - criteri capaci di misurare il rendimento e confrontarlo rispetto a rendimenti alternativi (VAN, SRI, TRC)
    - Se  $VAN > 0$  il progetto è conveniente
    - Se  $VAN < 0$  il progetto non è conveniente

# Proprietario dell'area

- Figura strategica nel processo di trasformazione in quanto proprietario dell'area (o immobile da trasformare) di cui ha il monopolio
- Obiettivo del proprietario: massimizzazione del prezzo di vendita dell'immobile (al netto dei costi della vendita)
- Se la negoziazione non raggiunge il prezzo atteso, il proprietario non vende l'area
  - il promotore dell'operazione di sviluppo non acquisisce l'area
  - il progetto non può essere attuato
- Il proprietario valuta l'area mediante due criteri di stima:
  - valore di comparazione con i prezzi di mercato ( $V_m$ )
  - valore di trasformazione ( $V_t$ )
- Il  $V_t$  rappresenta il valore massimo a cui può ragionevolmente aspirare
- Il  $V_t$  equivale al valore di mercato più (o meno) il profitto della trasformazione:
  - $V_t = V_{it} - K_t$
  - $V_{it} = V_m + K_t \quad P$
  - $V_t = V_m \quad P$

dove  $V_{it}$  = valore dell'immobile trasformato

# Costruttore

- Rappresenta l'impresa che esegue i lavori e realizza materialmente le opere
- Obiettivo del costruttore: massimizzazione del profitto dell'attività costruttiva
- Il costruttore
  - sostiene il costo tecnico (costi variabili) e le spese generali di cantiere
  - incassa il compenso dell'attività costruttiva (costo di costruzione comprensivo del profitto)
  - determina la sua convenienza sulla base del suo profitto:
    - differenza tra i suoi ricavi (compenso della commessa) e i suoi costi (costo tecnico e spese generali)

# Costo di costruzione

Il *costo di costruzione* fa riferimento alle spese affrontate per la sola fase costruttiva

È il risultato della somma dei costi variabili (costo tecnico), dei costi fissi per l'allestimento e il funzionamento generale del cantiere e del profitto dell'impresa di costruzione

$$C_c = C_{te} + S_g + P_c$$

dove:

$C_c$  = *costo di costruzione*

$C_{te}$  = *costo tecnico (costi variabili)*

$S_g$  = *spese generali di cantiere*

$P_c$  = *profitto normale del costruttore*

# Costo tecnico di costruzione

Il *costo tecnico di costruzione* rappresenta la parte tecnica del costo di costruzione, che si compone, come accennato, dei costi che variano in relazione alla quantità prodotta.

$$C_{te} = Sa + M + Nt$$

dove:

$C_{te}$  = costo tecnico

$Sa$  = salari

$M$  = materiali

$Nt$  = noli e trasporti

# Sovrapposizioni di soggetti

## A) Proprietario-Promotore

- promotore e proprietario sono la stessa persona fisica o giuridica
- la convenienza a vendere l'area o a trasformare si calcola confrontando il valore di mercato con il valore di trasformazione
  - Se  $V_t > V_m$  conviene
  - Se  $V_t < V_m$  non conviene

## B) Costruttore-Promotore

- promotore e costruttore sono riuniti in una stessa figura
- la convenienza a sviluppare il progetto (comprare l'area e trasformare) si determina calcolando il valore attuale netto:
  - Se  $VAN > 0$  è conveniente
  - Se  $VAN < 0$  non è conveniente

# La pubblica amministrazione

- La PA regola le forme d'uso del suolo
- Obiettivo: massimizzare i fini di natura sociale
- È attore “normativo” nel processo di trasformazione urbana:
  - entra nell'operazione attraverso lo strumento regolatore
  - influenza il valore dell'area con l'attribuzione degli indici edificatori e della destinazione del terreno
  - con la nuova legislazione urbanistica (L.R. 11/04) il ruolo delle PA nelle operazioni di trasformazione della città diventa più attivo in ragione di forme di autofinanziamento introdotte

# La fattibilità dal punto di vista pubblico

- La PA privilegia l'interesse della comunità rispetto a quello privato
- Per valutare la convenienza a realizzare un progetto pubblico
  - non si misura semplicemente la redditività finanziaria, come avviene per i progetti privati
  - si procede alla valutazione dei benefici e dei costi sociali del progetto, tenendo conto delle distorsioni e inefficienze del mercato
    - prezzi ombra
    - esternalità positive e negative
- La convenienza è determinata sulla base dell'analisi benefici-costi (analisi economica)

# Consumatore

- Rappresenta l'utilizzatore finale dell'immobile
  - locatore
  - acquirente
- Obiettivo del consumatore: massimizzazione del beneficio netto
- Il consumatore
  - se acquirente, sostiene l'intero costo di produzione (comprensivo del profitto di tutti gli operatori dell'offerta)
  - se locatore, sostiene un canone di affitto (espressione periodica del costo totale di produzione comprensivo del profitto di tutti gli operatori)
  - beneficia dell'uso del bene
- determina la sua convenienza sulla base della differenza tra il beneficio ricavato dal bene/servizio e il costo sostenuto: cioè il suo beneficio netto

# Costo totale di produzione

- Il **costo totale di produzione** di un fabbricato è dato dall'insieme omnicomprensivo delle spese che un **imprenditore astratto** deve sostenere per realizzare ex novo l'opera, acquisendo tutti i fattori produttivi necessari, dalla progettazione alla commercializzazione, tenendo conto del profitto normale spettante all'impresa

# Costo totale di produzione

$$C_t = C_a + C_c + O_n + O_u + C_m + C_g + I + Tr + P$$

dove:

$C_t$  = costo totale di produzione

$C_a$  = costo dell'area

$C_c$  = costo di costruzione

$O_n$  = oneri professionali

$O_u$  = oneri di urbanizzazione e concessione

$C_m$  = costi di commercializzazione

$C_g$  = costi generali di amministrazione

$I$  = interessi sul capitale di esercizio

$Tr$  = tributi

$P$  = profitto normale d'impresa

# Destinatari dei vari elementi del costo totale di produzione

$$C_t = C_a + C_c + O_n + O_u + Tr + C_m + C_g + I + P$$

**PROPRIETARIO  
DELL'AREA**

**COSTRUTTORE**

**PROFESSIONISTI**

**PUBBLICA  
AMMINISTRAZIONE**

**PROMOTORE**

(i costi di amministrazione e gli interessi sono distribuiti tra i diversi attori; in particolare, gli interessi sono percepiti dai finanziatori, che possono essere anche esterni agli attori qui citati, come gli istituti di credito)

dove:

$C_t$  = costo totale di produzione

$C_a$  = costo dell'area

$C_c$  = costo di costruzione

$O_n$  = oneri professionali

$O_u$  = oneri di urbanizzazione e concessione

$C_m$  = costi di commercializzazione

$C_g$  = costi generali di amministrazione

$I$  = interessi sul capitale di esercizio

$Tr$  = tributi

$P$  = profitto normale d'impresa

# 3. Analisi di mercato /1

- È redatta da esperti del mercato immobiliare
- Rappresenta la base per definire il piano di sviluppo del progetto
- Contiene i seguenti argomenti:
  - ✓ Caratteristiche macro-economiche del Paese e della città
  - ✓ Analisi del settore immobiliare nella città suddiviso per categorie
  - ✓ Analisi delle proprietà immobiliari presenti in zona
    - ✓ ubicazione
    - ✓ tipologia di immobile
    - ✓ dimensioni
    - ✓ destinazioni d'uso
    - ✓ prezzi e canoni di affitto
  - ✓ Analisi dei piani di sviluppo previsti in aree adiacenti/simili
  - ✓ Analisi dei locatari presenti nella proprietà oggetto di studio
    - ✓ tipologia di attività
    - ✓ superficie occupata
    - ✓ tipologia di contratto

# Classificazione degli Usi Immobiliari

- Residenze mono-famigliari
  - sia come residenza primaria o investimento immobiliare
  - le banche hanno difficoltà a finanziare gli investimenti in residenze unifamiliari (anche a causa della carenza di comparables sul mercato)
- Residenze multi-famigliari
  - appartamenti in condominio, bifamiliari ecc.
- Uffici
- Negozi
- Capannoni Industriali / Magazzini
- Ricreazione
  - porti turistici, country club, complessi sportivi, ecc.
- Usi istituzionali
  - usi speciali, ospedali, università, scuole, centri di ricerca ecc.
- Usi misti
  - Combinazioni appartamenti-negozi, negozi-uffici
  - Non tutte le combinazioni sono adatte
    - Come vi sentireste vivendo in un appartamento situato sopra una clinica di riabilitazione dalla droga?

# 3. Analisi di mercato /2

- Analisi approfondita dell'evoluzione dei prezzi medi di vendita e di locazione delle unità immobiliari nell'area , differenziando per:
  - localizzazione
  - destinazione d'uso
- Analisi dei volumi di compravendita e del tempo medio di vendita
  - mercati più vivaci (con più transazioni) e con tempi medi di vendita mediamente bassi presentano rischi minori per chi ambisce a sviluppare progetti immobiliari
- Analisi della rappresentatività statistica dei dati analizzati
  - aumenta al crescere della numerosità delle transazioni esaminate

# 3. Analisi di mercato /3

- Il mercato immobiliare è locale e un'analisi macro non è sufficiente
  - Occorre analizzare lo specifico mercato a livello locale (attuale e futuro), per fare luce sull'attrattività del progetto:
    - progetti di sviluppo previsti in aree adiacenti
    - previsioni a livello di pianificazione del territorio da parte della pubblica amministrazione
      - piano regolatore
      - altri strumenti di pianificazione urbanistica
1. Nuove infrastrutture (strade, metropolitane e simili)
  2. Nuove strutture culturali, per il tempo libero (cinema, teatri e simili)
  3. Piani di riqualificazione di aree degradate o dismesse

# 3. Analisi di mercato /4

- Nella sezione macro-economica, l'analisi di mercato deve contemplare lo studio delle caratteristiche e del grado di sviluppo del mercato finanziario nazionale
- È dimostrato che esiste una relazione:
  - inversa tra tassi di interesse e volumi di compravendita
  - positiva tra mercato dei mutui ipotecari e volumi di compravendite
    - può diventare patologica (vedi mercato residenziale USA)

# 4. Progetto di sviluppo /1 contenuti

Descrizione del progetto di sviluppo immobiliare

È caratteristica di ogni singolo progetto e deve evidenziare:

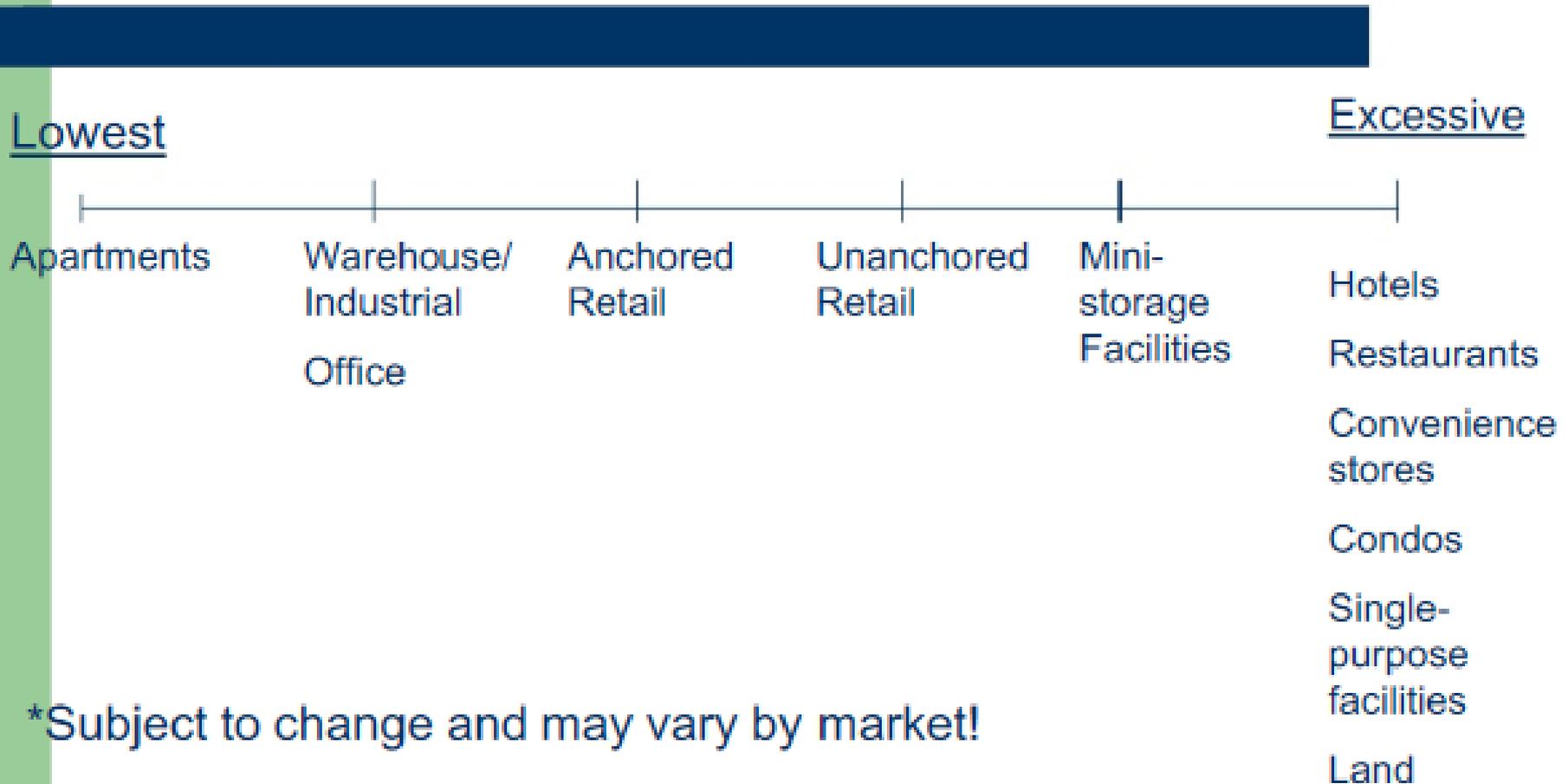
- La filosofia alla base dello sviluppo della proposta
- Lo schema generale della situazione futura
- Le destinazioni d'uso
- Le superfici per destinazione d'uso
- Le temporezzazione degli interventi

# 4. Progetto di sviluppo /2 rischi

- Fase critica a causa dei rischi immobiliari
  - difficoltà legate a problemi di natura normativa e burocratica
    - normative continuamente modificate
    - autorizzazioni e permessi a costruire
    - pareri delle Sovrintendenze
  - difficoltà legate a problemi di mercato
    - oscillazioni della domanda di immobili
  - difficoltà legate a problemi socio-ambientali
    - conflitti con portatori di interessi in disaccordo sul progetto
- Slittamenti nei tempi di esecuzione creano problemi finanziari e possono compromettere la convenienza economica dell'intera operazione
- Occorre analizzare i vari rischi mediante un'analisi di sensitività su
  - tempi di realizzazione delle diverse fasi del progetto
  - costo delle materie prime, del lavoro e del denaro
  - conflitti con portatori di interessi

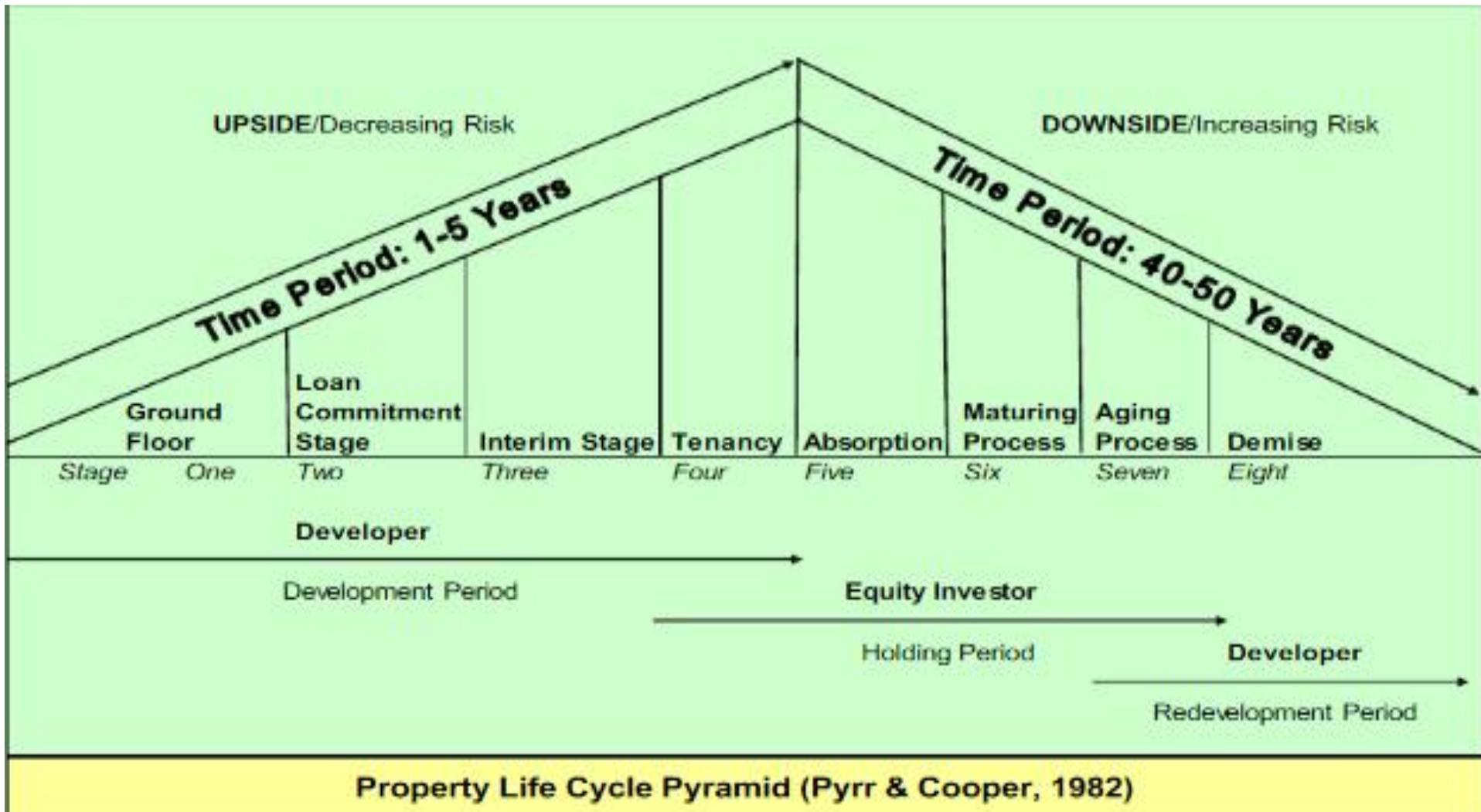
# Rischio per tipologia d'immobile

Relative Risk\*



\*Subject to change and may vary by market!

# Piramide del ciclo di vita dell'immobile



# Linee guida generali per una banca commerciale

| Property Type                        | Max. Amort.     | DSC      | LTV        | Equity     | Expenses                              | Vacancy                             |
|--------------------------------------|-----------------|----------|------------|------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| <b><u>Apartments &amp; Age:</u></b>  |                 |          |            |            |                                       |                                     |
| Class A                              | 30              | 1.20     | 75%        | 20%        | Greater of<br>35% of PGI<br>or actual | Greater of<br>7% or actual          |
| New to <3yr                          | 25              | 1.20     | 75%        | 20%        |                                       |                                     |
| ≥3 to <10 yrs                        | 25              | 1.25     | 75%        | 20%        |                                       |                                     |
| ≥10 to <20 yrs                       | 20              | 1.30     | 70%        | 20%        |                                       |                                     |
| ≥20 yrs                              | 15              | 1.35     | 65%        | 25%        |                                       |                                     |
| <b><u>Office &amp; Quality*:</u></b> |                 |          |            |            |                                       |                                     |
| Class A                              | 25              | 1.25     | 75%        | 20%        | Greater of<br>actual or<br>market     | Greater of<br>10% or actual         |
| Class B                              | <b>Up to 25</b> | 1.35     | 75%        | 20%        |                                       |                                     |
| Class C                              | 15              | 1.35     | 70%        | 25%        |                                       |                                     |
| <b><u>Retail Type*:</u></b>          |                 |          |            |            |                                       |                                     |
| Neighborhood S/C                     | 25              | 1.25     | 75%        | 20%        | Greater of<br>actual or<br>market     | Greater of 10<br>- 15% or<br>actual |
| Single Credit Tenant                 | = lease         | 1.10     | 80%        | 10 -       |                                       |                                     |
| Unanchored/Other                     | <b>Up to 25</b> | 1.30     | <b>70%</b> | 20%<br>25% |                                       |                                     |
| <b><u>Flex/Warehouse*:</u></b>       |                 |          |            |            |                                       |                                     |
| Bulk (≥24' height)                   | 25              | 1.25     | 75%        | 20%        | Greater of<br>actual or<br>market     | Greater of<br>10% or actual         |
| Service (≥18' ht)                    | 20 – 25         | 1.30     | 70–75%     | 20%        |                                       |                                     |
| Flex                                 | <b>Up to 25</b> | 1.35     | 65-70%     | 20%        |                                       |                                     |
| Self-storage                         | 15 – 20         | 1.35-1.4 | 65-70%     | 25%        |                                       |                                     |

\* "Arms Length" term leases required.

**Equity relates to the cash selling price, Loan to Value relates to the appraisal**

# Fondamentali per la stima del flusso di cassa

- **Quantità del canone**
  - Stima del canone di locazione per mese (consuntivo/preventivo)?
  - Confronto con canone di locazione di mercato per mq, di immobili simili
- **Qualità dei pagamenti**
  - Diversificazione (numerosità dei locatari)
  - Forza finanziaria del locatario (informazioni interne o Business Credit Report, quando applicabili)
- **Durevolezza dei contratti**
  - Lunghezza delle locazioni

# Perché alcuni tipi di immobili sono meno rischiosi di altri?

- Disponibilità di comparabili nel mercato
  - si può stimare con più precisione: affitti di mercato, spese, tassi di sfritto
- Probabilità di trovare inquilini di ricambio
  - più specifico è l'obiettivo di un immobile, più elevata la probabilità di rimanere sfritto se l'inquilino disdice il contratto
  - pensate ai ristoranti nel vostro quartiere e confrontate con 5 anni fa: quanti sono stati lì per tutto quel periodo di tempo?
- Presenza di Investitori/Finanziatori sul mercato
  - servono come fonte di finanziamento per gli acquirenti

# 5. Stima dell'investimento

L'analisi della fattibilità si basa sulla stima dei costi per la realizzazione dell'investimento:

- è svolta da esperti del settore (tecnici, ingegneri, project manager)
- i costi di investimento si suddividono in:
  - Costi di costruzione
  - Costi di ingegneria
  - Imprevisti
    - si prevede una quota (in %) di “costi imprevisti”, variabile a seconda del livello di dettaglio del progetto

# 6. Management e organizzazione

- La gestione del progetto può avvenire mediante:
  - una società di scopo appositamente creata (SPV)
  - una società esistente
- La Società di scopo è un'entità giuridica (società per azioni, responsabilità limitata o consorzio)
  - è stata introdotta per la prima volta dalla cosiddetta Legge Merloni (legge 11 febbraio 1994, art.37) per regolare l'accesso ai bandi di gara che comportano la realizzazione o la gestione di opere pubbliche
- L'aggiudicatario di una gara, dopo l'assegnazione, può riservarsi di costituire una SPV (Special Purpose Vehicle) oppure un'ATI (associazione temporanea di imprese)
- Attualmente, l'uso delle Società di scopo si è diffuso nel settore bancario e immobiliare per costituire società di scopo finalizzate alla cartolarizzazione di mutui ipotecari e realizzazioni immobiliari

# 6. Management e organizzazione

- Nel BP sono descritte:
  - le caratteristiche della nuova società
  - la struttura finanziaria
  - la struttura organizzativa
  - la durata dell'operazione (gestione di lungo termine, ipotesi di uscita, sviluppo e vendita)
- È fondamentale la presenza di management di buon livello riconosciuto dal mercato e referenziato da esperienze dimostrabili, per apportare valore all'intera operazione anche attraverso il capitale reputazionale

## Codice appalti - art. 156

### Società di Progetto

- possibilità dell'aggiudicatario di costituire una Società di scopo (SPV), che diventerà titolare della concessione
- Il bando di gara stabilisce l'importo minimo di capitale sociale della SPV
- Se vi sono più soci ognuno deve dichiarare in offerta la propria quota di partecipazione
- Subentro automatico della Società di progetto nella qualifica di concessionario (*senza che ciò costituisca cessione di contratto*)

# IL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO

# 7. Piano Economico e Finanziario /1

- Permette:
  - all'investitore, di calcolare il rendimento del progetto
  - al finanziatore, di valutare la capacità dell'impresa di rimborsare i prestiti
- la sezione finanziaria è la meno flessibile del BP
  - Il format degli schemi e dei prospetti è in gran parte standardizzato

# 7. Piano Economico e Finanziario /2

- Il Piano Economico e Finanziario è la rappresentazione quantitativa di tutto ciò che è stato affermato nel BP
- Si compone delle seguenti sezioni:
  1. Ipotesi di base
  2. Conto economico prospettico
  3. Stato Patrimoniale prospettico
  4. Flusso di Cassa prospettico
  5. Indici di Rendimento
- Il primo passo è la definizione dell'orizzonte temporale di proiezione, la cui definizione avviene in base alla strategia di gestione del progetto e alla previsione di uscita dal progetto

# Ipotesi di base

- Le ipotesi di base (o assunzioni) si suddividono nelle seguenti categorie:
  - Generali
  - Investimenti
  - Ricavi
  - Costi
  - Finanziarie
- Le assunzioni generali riguardano dati generali del progetto quali:
  - previsioni sull'inflazione
  - regime fiscale (imposte sui redditi, IVA, imposte sulle proprietà, aliquote di ammortamento)
  - ipotesi sul capitale circolante (in termini di giorni di pagamento e di incasso)
  - andamento del rapporto di cambio (se il progetto è ubicato in un paese con una moneta diversa dall'Euro)
  - costo medio aziendale del personale
  - organizzazione gestionale del progetto (per una SPV, numero di dipendenti, variazione nel tempo del numero dei dipendenti e simili)

# Ipotesi sugli Investimenti

- Sono riportate in un Piano degli Investimenti
- Tale piano contiene le seguenti informazioni: distribuzione dell'investimento nel tempo e piano di ammortamento dell'investimento
- Le ipotesi relative agli investimenti trovano il loro fondamento nei capitoli descrittivi relativi al Progetto di Sviluppo e alla Stima dell'Investimento
- Il capitolo descrittivo relativo alla Stima dell'Investimento riporta l'ammontare dell'investimento
- Il capitolo descrittivo relativo al Progetto di Sviluppo riporta, invece, il dato relativo alle fasi degli interventi, che si traduce nella distribuzione nel tempo degli esborsi relativi all'investimento
- Il piano di ammortamento (che nel caso di vendita della proprietà dell'immobile trasformato non esiste) viene definito a partire dalle ipotesi generali riguardanti le aliquote di ammortamento previste per legge

# Ipotesi sui Ricavi /1

- I ricavi possono derivare dalla locazione, dalla vendita e da ricavi accessori
  - In entrambi i casi i ricavi dipendono dalla destinazione d'uso finale e dalle superfici
1. La stima dei ricavi da locazione avviene utilizzando i dati provenienti dall'Analisi di Mercato. I dati sono sintetizzati in:
    - un valore di affitto annuo per metro quadrato distinto per destinazione d'uso e
    - una percentuale indicante la previsione di spazio non affittato/affittato
    - l'andamento nel tempo dei ricavi.
  2. La stima dei ricavi da vendita è più complessa. Deriva dalle stime sul valore della proprietà immobiliare, dal ritorno atteso dall'investitore e dall'andamento del mercato.
  3. Una categoria a parte è costituita dai ricavi accessori (pubblicità, promozioni e simili)

# Ipotesi sui Ricavi /2

- La stima dei ricavi da locazione inizia con una analisi della superficie totale locabile la quale deve essere moltiplicata per il canone medio di locazione per metro quadro giungendo così ai ricavi potenziali lordi
- Ai ricavi potenziali lordi deve essere sottratta la detrazione derivante dal tasso di sfritto previsto (è infatti quasi impossibile che non vi sia un livello, seppur minimo di sfritto in quanto essa è determinata anche dal fisiologico turn-over dei locatari e dal tempo di ricerca di un altro locatario)
- Ai ricavi potenziali si possono eventualmente aggiungere ricavi aggiuntivi derivanti dai percentage rent (o overage, la compartecipazione cioè del proprietario ai ricavi del locatario che superino determinati valori soglia)
  - Ciò avviene per gli immobili ad uso commerciale e soprattutto nella realtà americana

# Ipotesi sui Costi /1

- I costi si dividono in Spese Operative e Commissioni di intermediazione
- Nel concetto di spese operative rientrano tutte le spese necessarie al funzionamento della proprietà immobiliare e a mantenere la capacità di generare reddito:
  - le imposte sulla proprietà (IMU)
  - il costo del personale
  - le spese di manutenzione e riparazione ordinaria
  - i premi assicurativi (incendio, furto, responsabilità civile)
  - i costi per le *utility*
  - le spese per la sicurezza
  - le commissioni di gestione (*Facility management* e *Property management*)
  - le forniture
- Le Commissioni di intermediazioni sono i costi sostenuti nel caso in cui per la locazione o la vendita si utilizzi un'agenzia di intermediazione immobiliare

# Ipotesi sui sui Costi /2

- E' necessario comprendere a fondo quali sono i *driver* che guidano la variazione dei costi operativi nel tempo.
- In linea generale ad esempio i costi di assicurazione sono aumentati esponenzialmente a seguito dell'11 settembre, laddove invece i costi per le *utility* variano sia in relazione al "tasso di inflazione" ma anche e soprattutto in funzione (inversa) del tasso di *vacancy*.
- In relazione alla tipologia di accordo contrattuale stipulato con i *tenants* (*single net lease*, *double net* o *triple net*) è possibile "scaricare" sui conduttori, soprattutto per gli immobili ad uso commerciale e uffici, una parte dei costi sostenuti dal proprietario dell'immobile, tra questi:
  - I. I costi di manutenzione delle aree comuni (come ad esempio gli ingressi, gli ascensori, i parcheggi interni, la *security*, etc)
  - II. Le tasse sulla proprietà (ICI). A tal proposito è importante ricordare che l'ICI per una società immobiliare non è da considerarsi una "imposta" in senso stretto bensì un costo operativo!

# Ipotesi finanziarie

- Le ipotesi finanziarie riguardano le modalità di copertura dei costi di investimento:
  - *Capitale proprio (Equity)*
  - Debito a medio-lungo
- Per quanto riguarda il Capitale Proprio, oltre all'indicazione dell'ammontare si riporta l'ipotesi dell'esborso nel tempo e l'ipotesi di distribuzione dei dividendi
- Per quanto riguarda il *debito*, oltre all'indicazione dell'ammontare di debito ottimale si riporta:
  - il piano di ammortamento del debito (con ipotesi sul tasso di interesse, la durata, il pre-ammortamento e l'eventuale capitalizzazione degli interessi)
  - il piano di tiraggio del debito nel tempo

# Conto economico prospettico

|   | <b>Anno 1</b> | <b>Anno 2</b> | <b>Anno 3</b> | <b>Anno 4</b> | <b>Anno n</b> |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ricavi potenziali</b>                |               |               |               |               |               |
| Vacancy                                 |               |               |               |               |               |
| Ricavi accessori                        |               |               |               |               |               |
| <b>Ricavi effettivi</b>                 |               |               |               |               |               |
| Spese Operative                         |               |               |               |               |               |
| <b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b> |               |               |               |               |               |
| Ammortamenti                            |               |               |               |               |               |
| <b>Reddito operativo Lordo (EBIT)</b>   |               |               |               |               |               |
| Commissioni d'intermediazione           |               |               |               |               |               |
| <b>Reddito Operativo Netto (NOI)</b>    |               |               |               |               |               |
| Oneri finanziari                        |               |               |               |               |               |
| Componenti straordinarie                |               |               |               |               |               |
| <b>Reddito ante imposte</b>             |               |               |               |               |               |
| Imposte sui redditi                     |               |               |               |               |               |
| <b>Reddito netto</b>                    |               |               |               |               |               |

# Stato Patrimoniale prospettico

|                                     | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno n |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Crediti commerciali                 |        |        |        |        |        |
| Debiti vs fornitori                 |        |        |        |        |        |
| <b>Circolante commerciale netto</b> |        |        |        |        |        |
| Erario c/IVA                        |        |        |        |        |        |
| Altre attività/passività nette      |        |        |        |        |        |
| <b>Circolante netto</b>             |        |        |        |        |        |
| Immobilizzazioni                    |        |        |        |        |        |
| <i>Immobilizzazioni lorde</i>       |        |        |        |        |        |
| <i>Fondo ammortamento</i>           |        |        |        |        |        |
| <b>Capitale Investito Netto</b>     |        |        |        |        |        |
| Capitale sociale                    |        |        |        |        |        |
| Altre riserve (riserva legale)      |        |        |        |        |        |
| Riserva Utili non Distribuiti       |        |        |        |        |        |
| Utile/perdita esercizio             |        |        |        |        |        |
| <b>Patrimonio Netto</b>             |        |        |        |        |        |
| Debito L/T                          |        |        |        |        |        |
| Debito B/T (Cassa)                  |        |        |        |        |        |
| <b>Posizione finanziaria netta</b>  |        |        |        |        |        |
|                                     |        |        |        |        |        |
| <b>Totale fonti</b>                 |        |        |        |        |        |

# Flusso di Cassa prospettico

|                                       | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno n |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Risultato operativo (EBIT)            |        |        |        |        |        |
| Variazione circolante                 |        |        |        |        |        |
| Ammortamenti                          |        |        |        |        |        |
| <b>Flusso cassa operativo</b>         |        |        |        |        |        |
| Investimenti                          |        |        |        |        |        |
| <b>Flusso cassa lordo</b>             |        |        |        |        |        |
| Variazione indebitamento a m/l        |        |        |        |        |        |
| Imposte e tasse                       |        |        |        |        |        |
| Proventi (oneri) finanziari           |        |        |        |        |        |
| Aumento capitale                      |        |        |        |        |        |
| Dividendi ordinari distribuiti        |        |        |        |        |        |
| <b>Flusso di cassa netto</b>          |        |        |        |        |        |
|                                       |        |        |        |        |        |
| <b>Flusso di cassa netto cumulato</b> |        |        |        |        |        |

- Il Flusso di Cassa deriva da operazioni sul Conto Economico e lo Stato Patrimoniale;
- E' buona norma inserire dei *Check* al modello. Un *Check* utile è quello di verificare l'uguaglianza tra il flusso di cassa netto cumulato e la cassa dello Stato Patrimoniale.

# Indici di rendimento

- Gli indici di rendimento più utilizzati sono:
  - Net Present Value (NPV) o Valore Attuale Netto (VAN)
  - Internal Rate of Return (IRR) o Tasso Interno di Rendimento (TIR)
  - Il ROE (*Return on Equity*)
  - Il ROI (*Return on Investment*)

# Indici di rendimento – NPV

- Il VAN, o *Net Present Value* (NPV) nella terminologia anglosassone, indica il valore ad oggi della sommatoria dei flussi di cassa derivanti dall'effettuazione del progetto.
- I *cash flows* sono attualizzati ad un tasso di sconto che riflette il costo opportunità del capitale.
- Sostanzialmente il NPV rappresenta il sovra-profitto (ma non il profitto!!) di una data operazione rispetto al suo costo-opportunità. Un progetto a NPV positivo crea infatti valore.
- Il NPV è un indice di rendimento “relativo”, per fare confronti su progetti caratterizzati da capitali investiti diversi esso deve essere “affiancato” da altre metodologie tra le quali ad esempio l'IRR.

# Indici di rendimento – SRI

- Il Saggio di Rendimento Interno (SRI), o *Internal Rate of Return* (IRR), è quel tasso che azzerava la funzione NPV, ovvero rende nullo il valore attuale netto dei flussi di cassa previsti dal progetto
- Il SRI di una operazione/ progetto deve essere confrontato con il costo opportunità del capitale o tasso soglia (*hurdle rate*) per valutare la convenienza o meno dell'operazione
- Il SRI serve dunque a confrontare operazioni che hanno scadenze ed importi assoluti differenti
- Matematicamente la ricerca dell'IRR risulta non immediata (si tratta di risolvere una equazione polinomiale attraverso successive interpolazioni) ma esistono fogli di calcolo (*excel* ad esempio) che permettono di calcolare immediatamente il tasso in parola
- Una problematica rilevante dell'IRR è che esso presuppone che sia possibile reinvestire i *cash flows* periodicamente incassati ad un tasso pari al SRI stesso

# Indici di rendimento – ROE

- **Il ROE (reddito netto/mezzi propri)** è un indice di redditività del capitale proprio, è dunque l'indice che più interessa direttamente gli azionisti
- Dovrebbe essere superiore al tasso di rendimento di investimenti alternativi al fine di attirare capitale marginale
- Chiaramente non deve essere mai inferiore al tasso di rendimento degli investimenti *risk free*
- In linea generale un ROE alto è preferibile in un'analisi comparativa, bisogna però prestare attenzione nel comparare progetti/ imprese tra loro confrontabili.
- Risulta infatti di tutta evidenza che fisiologicamente una impresa a bassa intensità di capitale (come ad esempio società di consulenza, di servizi) abbia in media un ROE maggiore rispetto a imprese ad alta intensità di capitale (come le compagnie petrolifere)

# Indici di rendimento – ROI

- Il ROI esprime la redditività del capitale investito nell'impresa (sia capitale proprio che di debito)
- Il **ROI (Reddito Operativo/ Capitale Investito)** esamina la redditività esclusivamente della gestione caratteristica, del *core business* dell'impresa
- Di notevole importanza è il confronto tra ROI e costo del debito, infatti uno spread positivo tra le due grandezze ( $ROI > i$ ) porta alla creazione dell'effetto di leva finanziaria che ha un effetto moltiplicatore sul ROE
- Il ROI può essere a sua volta scomposto in: **ROS\*CT**
  - ROS= *Return On Sales*, è il rapporto tra reddito operativo e ricavi di vendita
  - CT= *Capital Turn-over* rappresenta il tasso di rotazione del capitale investito (ricavi di vendita/capitale investito)

# La leva finanziaria

ROI = reddito operativo/capitale investito

- Il ROI è una parte componente del ROE, il quale secondo la formula *Du Pont* può essere scomposto come segue:

ROE = ROI \* rapporto d'indebitamento \* tasso d'incidenza della gestione extracaratteristica

ROI = reddito operativo/capitale investito

RI = capitale investito/capitale proprio

TIGE = reddito netto/reddito operativo

LEVA FINANZIARIA = RI \* TIGE

# Analisi di sensitività nei progetti immobiliari

- Aiuta a realizzare un piano finanziario credibile , che permetta un'analisi estesa a scenari futuri diversi
- Un'efficace analisi di sensitività
  - non si limita alla semplice modifica di una singola ipotesi nel foglio di calcolo e vederne in seguito gli effetti sugli esiti
  - richiede una reale comprensione delle interrelazioni tra le variabili esaminate
- le spese di intermediazione sono legate al tasso di sfritto
  - Se il tasso di sfritto è elevato, si è disposti a concedere commissioni percentualmente più elevate agli intermediari piuttosto che lasciare l'immobile non locato
- solo alcune spese operative sono solite scendere in un contesto di valori di mercato in discesa e di maggiore tasso di sfritto (vacancy)
  - le spese per le utilities (acqua, luce, gas ecc.) tendono a scendere
  - i costi di assicurazione non variano