

# **Corso di finanza immobiliare e real estate**

Valutazione di investimenti  
immobiliari: costruzione di piani di  
investimento e strumenti di  
valutazione economico-  
patrimoniale e finanziaria

Milano, lunedì 5 luglio 2010



# INDICE

---

- Il mercato immobiliare
- criterio finanziario: logiche
- criterio finanziario: criteri
- criterio finanziario: npv
- criterio finanziario: irr
- criterio finanziario: criteri
- criterio finanziario: valutazioni
- criterio reddituale: logiche

# IL MERCATO IMMOBILIARE

---

- Il mercato immobiliare è un mercato di produzione e di scambio di beni immobiliari
- In questo mercato sono scambiati i seguenti beni:
  - Residenze
  - Uffici
  - Immobili commerciali
  - Magazzini
  - Immobili ad uso produttivo
  - Alberghi
  - Terreni

*Ma anche beni meno ordinari: multisala, piattaforme di logistica, RSA.*

# IL MERCATO IMMOBILIARE

---

Le proprietà immobiliari possono essere oggetto di due tipi di transazione:

- proprietà (si trasferisce il diritto di proprietà di un bene)
- possesso (si trasferisce il diritto di un uso di un bene)



Acquisto



Affitto, usufrutto  
timesharing

# IL PROSPETTO FONTI-IMPIEGHI

---

<u>FONTI di LIQUIDITA'</u>	<u>IMPIEGHI di LIQUIDITA'</u>
<u>Variazione (+) passività</u>	<u>Variazione (-) passività</u>
<u>Variazione (-) attività</u>	<u>Variazione (+) attività</u>

# IL PROSPETTO FONTI-IMPIEGHI

---

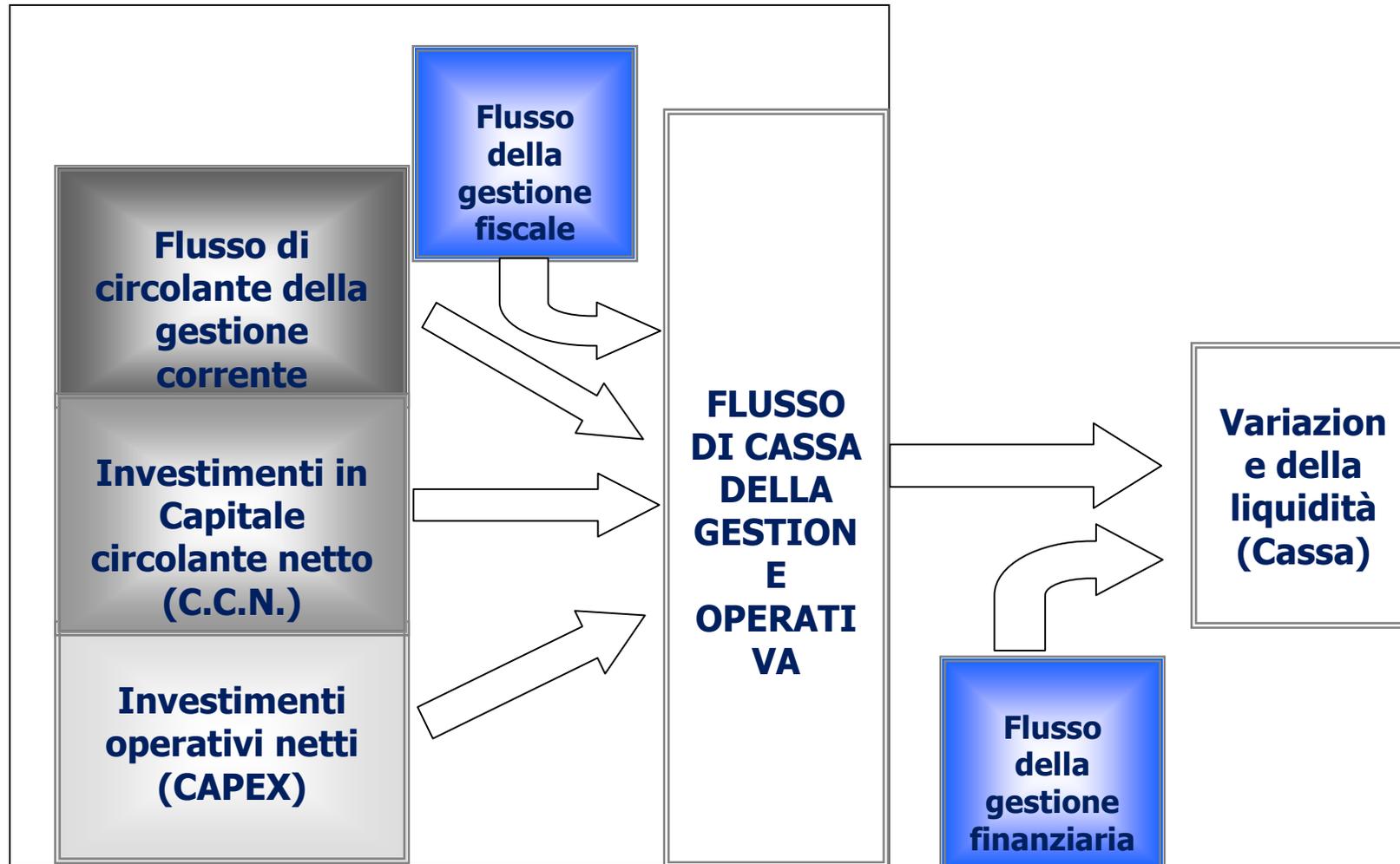
## FONTI di LIQUIDITA'

- Aumenti Passività
- Diminuzioni Attività
- Disinvestimento di immobilizzazioni
  - Diminuzione delle rimanenze
- Diminuzione crediti commerciali
  - Aumento debiti finanziari
  - Aumento debiti verso fornitori
    - Accantonamento fondi
- Aumenti di capitale / utile d'esercizio

## IMPIEGHI di LIQUIDITA'

- Aumenti Attività
- Diminuzioni Passività
- Investimento in immobilizzazioni
  - Aumento delle rimanenze
- Aumento crediti commerciali
  - Rimborso debiti finanziari
  - Diminuzione verso fornitori
    - Utilizzo fondi
    - Distribuzione dividendi
- Rimborso capitali / perdita d'esercizio

# IL RENDICONTO FINANZIARIO



# IL RENDICONTO FINANZIARIO

	(1)	<b>FLUSSO DI CIRCOLANTE DELLA GESTIONE CORRENTE (MOL)</b>	
+	(1)	Componenti straordinarie nette	
+	(1)	Altre entrate-uscite (tra cui: imposte*)	
=		<b>AUTOFINANZIAMENTO ANTE GESTIONE FINANZIARIA [FLUSSO DI CIRCOLANTE DELLA GESTIONE CORRENTE]</b>	
-	(2)	Variazione crediti commerciali	<b>(-) Investimento in capitale circolante netto [CCN]</b>
-	(2)	Variazione scorte	
+	(3)	Variazione debiti commerciali	
-	(2)	Variazione altre attività	
+	(3)	Variazione altre passività	
=		<b>FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE</b>	
-	(4)	Flusso di cassa netto per gli investimenti (CAPEX)	
=		<b>FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA</b>	
+	(5)	Dividendi incassati	<b>Flusso della gestione finanziaria</b>
+	(5)	Altri proventi finanziari	
-	(6)	Oneri finanziari	
=		<b>FLUSSO NETTO DELLA GESTIONE</b>	
-	(7)	Variazione delle partecipazioni	
-	(7)	Variazione altre attività finanziarie a lungo termine	
=		<b>FABBISOGNO-SURPLUS NETTO DI FINANZIAMENTO</b>	
+	(8)	Aumenti (diminuzioni) di Capitale sociale	
-	(9)	Distribuzioni di dividendi (e di riserve)	
+	(10)	Variazione debiti finanziari	
=	(11)	<b>VARIAZIONE LIQUIDITA' (cassa e attività finanz. a breve termine)</b>	

# I FLUSSI FINANZIARI RILEVANTI PER L'IMPRESA

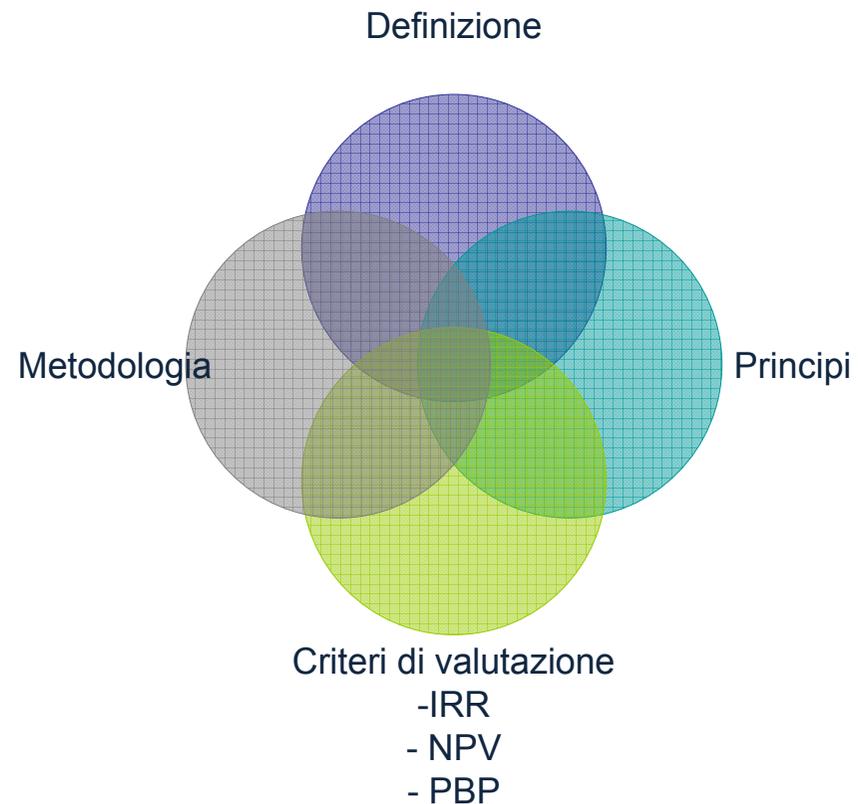
+	Reddito operativo (EBIT)	
+	Ammortamenti e accantonamenti	
=	<b>FLUSSO DI CIRCOLANTE DELLA GESTIONE CORRENTE (MOL-EBITDA)</b>	
+	Componenti straordinarie nette	
+	Altre entrate-uscite	
=	<b>AUTOFINANZIAMENTO ANTE GESTIONE FINANZIARIA</b>	
-	Variazione crediti commerciali	
-	Variazione scorte	
+	Variazione debiti commerciali	
-	Variazione altre attività correnti	
+	Variazione altre passività correnti	
=	<b>FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE CORRENTE</b>	
-	Investimenti (+Disinvestimenti) operativi netti (CAPEX)	
-	Imposte teoriche sul reddito operativo* [RO x t]	
=	<b>FLUSSO MONETARIO NETTO DELLA GESTIONE CORRENTE (Net operating cash flow)</b>	<b>FREE CASH FLOW TO FIRM [UNLEVERED CASH FLOW]</b>
-	oneri finanziari (netti) [OF x (1-t)]	
*/-	Variazione "programmata" dell'indebitamento finanziario netto	
=	<b>FCFE (Free cash flow to equity)</b>	<b>FCFE (Free cash flow to equity)</b>

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

---

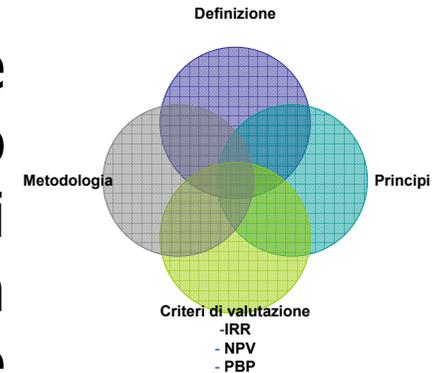
Agenda:

- DEFINIZIONE
- PRINCIPI
- METODOLOGIA
- CRITERI DI VALUTAZIONE

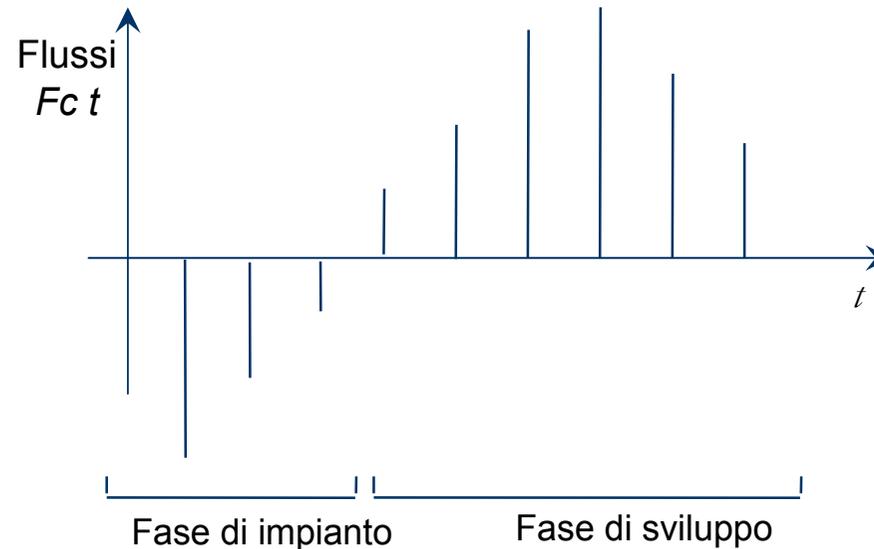


# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Un investimento può essere descritto come un'insieme di flussi monetari con segno negativo (esborsi monetari) in una fase di impianto, a cui seguono dei flussi monetari con segno positivo (entrate monetarie) in una fase di gestione/sviluppo del progetto.

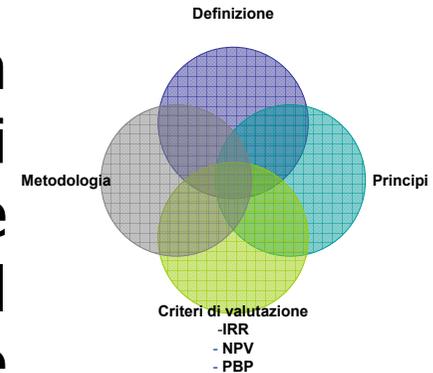


- Se la sommatoria dei flussi di cassa attivi (risorse monetarie generate) è maggiore della sommatoria dei flussi di cassa passivi (risorse monetarie assorbite) l'investimento risulta essere economicamente conveniente.



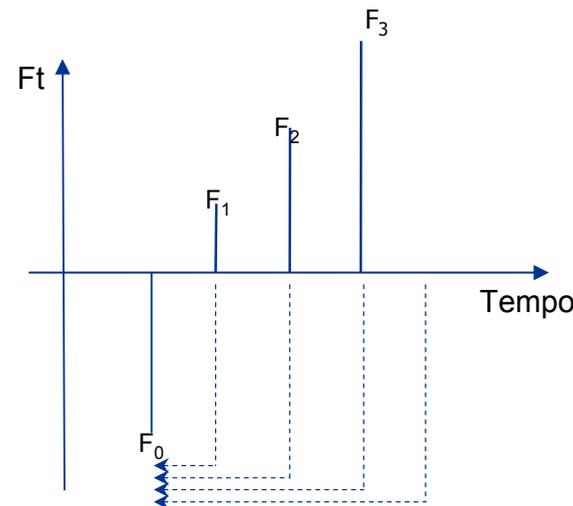
# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Il criterio finanziario esprime il valore di un investimento sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attivi e passivi generati e generabili nel tempo da un asset scontati al tasso di remunerazione atteso dall'investitore per il capitale investito.



$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

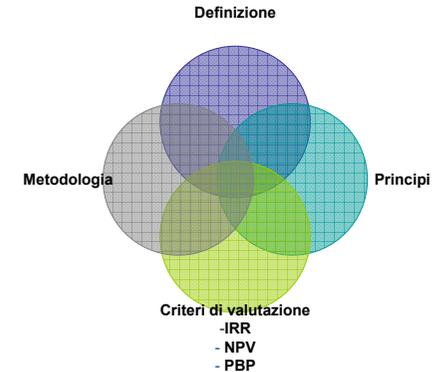
- $W_{inv}$  = valore investimento
- $F_t$  = Flusso di cassa
- $n$  = periodo di piano
- $T$  = esercizio di riferimento
- $K$  = tasso di attualizzazione



# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Al fine di stimare il valore abbiamo tre problemi:

- Quale orizzonte temporale? ( $n = ?$ )
- Quali flussi? ( $F_t = ?$ )
- Quale tasso? ( $k = ?$ )

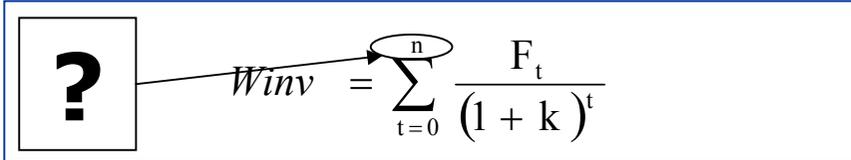


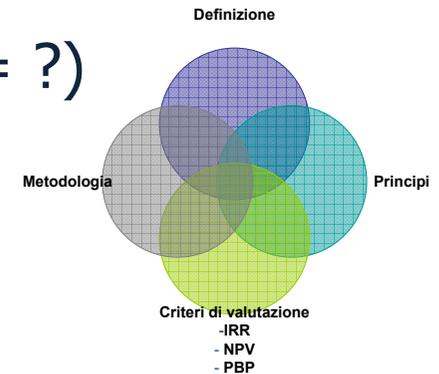
$$Winv = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

A dashed box containing a question mark '?' has three arrows pointing to the variables  $n$ ,  $F_t$ , and  $k$  in the equation above.

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quale orizzonte temporale? ( $n = ?$ )


$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

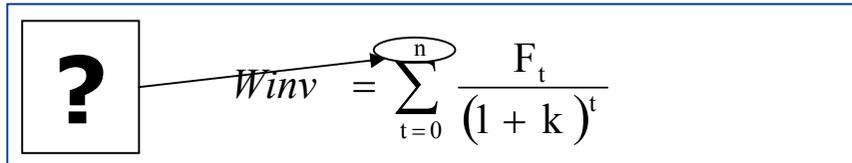


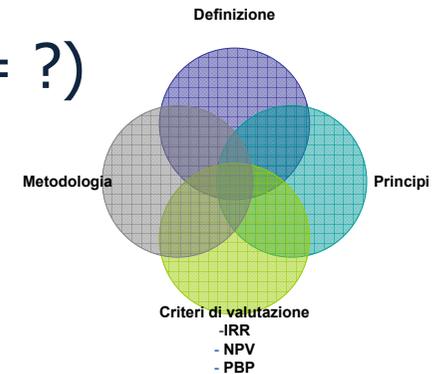
- L'orizzonte temporale della valutazione deve essere coerente al periodo di piano dell'investimento stesso. Diversi sono i driver che determinano l'orizzonte temporale di un investimento che vanno dal contesto economico macro alla condizione di carattere più specifico che riguarda l'iniziativa.
- Tipologia dell'investimento;
- Aleatorietà dei risultati;
- Vita economica del progetto.

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

---

Quale orizzonte temporale? ( $n = ?$ )


$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

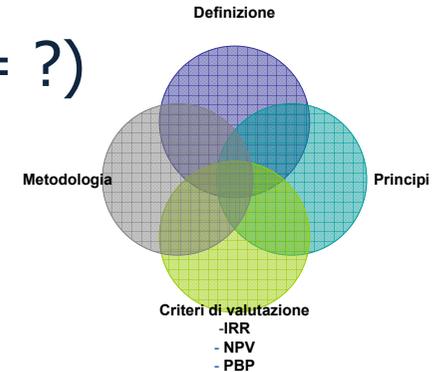


- Nel Real Estate i fattori specifici dell'investimento possono essere classificati in due macro-gruppi a seconda del particolare asset oggetto di valutazione:

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quale orizzonte temporale? ( $n = ?$ )

$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



Operazioni di sviluppo:

- Tempistica di realizzazione;
- Tempistica di vendita;
- Livello di assorbimento del MKt (price);
- Iter urbanistico.

Immobili esistenti

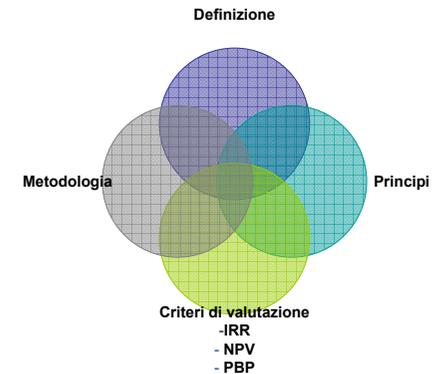
- Durata contratto di locazione;
- Tempistica "interventi straordinari";
- Livello di assorbimento del MKT (rent).

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quali flussi? ( $F_t = ?$ )

?

$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



I flussi di cassa considerati dalla metodologia economico-finanziaria devono soddisfare quattro requisiti:

— **monetari**

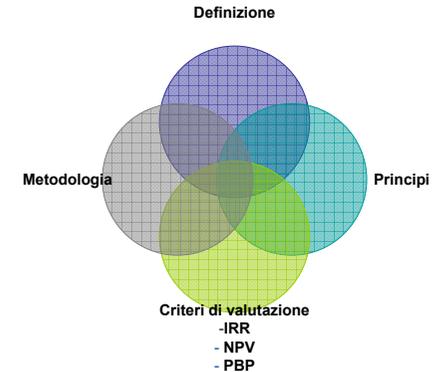
- le dinamiche dei flussi devono essere espresse nella loro vera entità nel periodo di piano;
- i flussi in entrata e in uscita per essere comparabili devono essere omogenei .

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quali flussi? ( $F_t = ?$ )

?

$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



I flussi di cassa considerati dalla metodologia economico-finanziaria devono soddisfare quattro requisiti:

– **differenziali o incrementali**

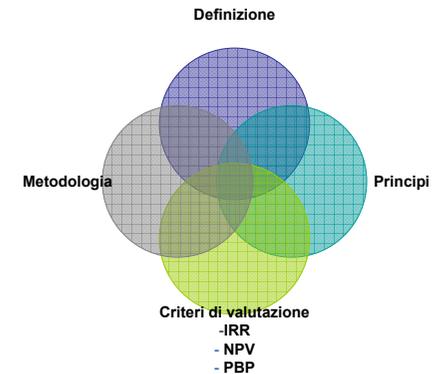
- considerare gli effetti monetari che hanno luogo se e solo se si intraprende il progetto;
- costi comuni;
- costi sommersi (sunk cost) - (momento della valutazione);
- investimenti già sostenuti;

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quali flussi? ( $F_t = ?$ )

?

$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



I flussi di cassa considerati dalla metodologia economico-finanziaria devono soddisfare quattro requisiti:

– **al netto degli effetti fiscali**

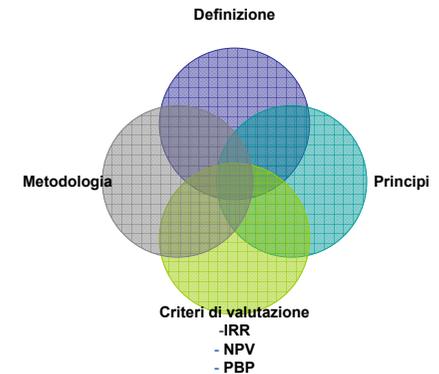
- Gli effetti fiscali sono movimentazioni monetarie e differenziali.

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quali flussi? ( $F_t = ?$ )

?

$$W_{inv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



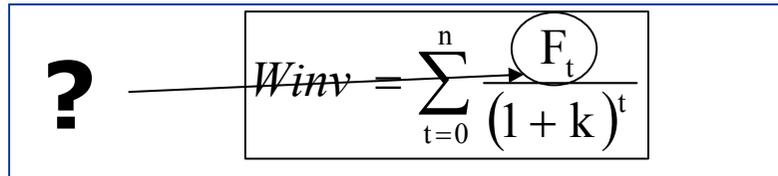
I flussi di cassa considerati dalla metodologia economico-finanziaria devono soddisfare quattro requisiti:

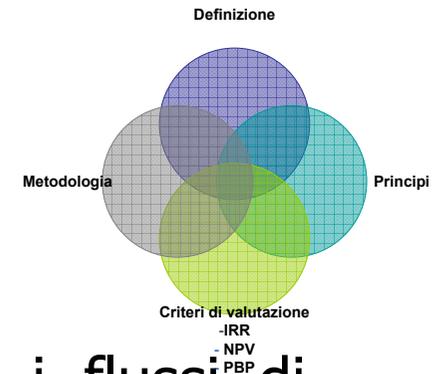
—**al lordo degli oneri finanziari**

- Gli oneri finanziari sono espressivi della remunerazione di un particolare tipo di conferente di capitale (conferenti di capitale di debito), costo già considerato nel tasso di attualizzazione
- Il tasso di attualizzazione considera anche i relativi benefici fiscali

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quali flussi? ( $F_t = ?$ )


$$? \rightarrow \text{Winv} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



La grandezza economica volta ad evidenziare i flussi di cassa della gestione operativa sono denominati FCFO (Free Cash Flow From Operation):

- + Margine operativo lordo (EBITDA)
- Imposte virtuali sul risultato operativo (tax su EBIT)
- +/- Variazione del Capitale Circolante Commerciale
  - Investimenti operativi
  - + Disinvestimenti operativi

---

FCFO (Flusso monetario della gestione operativa)

# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

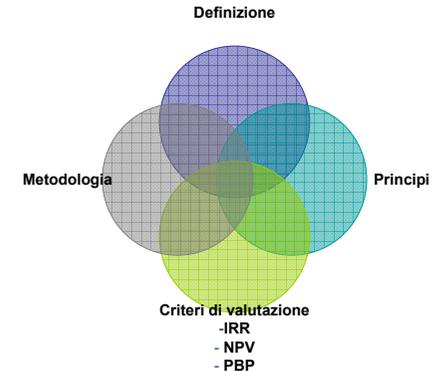
Quale tasso? ( $k = ?$ )

?

$$Winv = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

Il tasso di attualizzazione deve essere:

- Coerente con i flussi di cassa oggetto di attualizzazione (reale VS nominale);
- Espressivo del rischio operativo e finanziario del progetto.



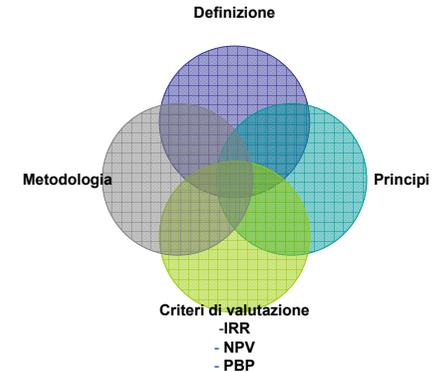
# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quale tasso? ( $k = ?$ )

?

$$Winv = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

- Espressione del costo richiesto dai conferenti di capitale (costo del capitale) che è il tasso di rendimento minimo che un progetto di investimento deve garantire per soddisfare le attese dei propri finanziatori:
  - Azionisti (costo del capitale di rischio –  $K_{equity}$ );
  - Creditori finanziari (costo del capitale di debito –  $K_{debt}$ ).

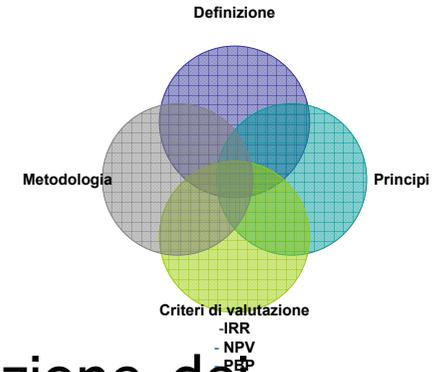


# CRITERIO FINANZIARIO: LOGICHE

Quale tasso? ( $k = ?$ )

?

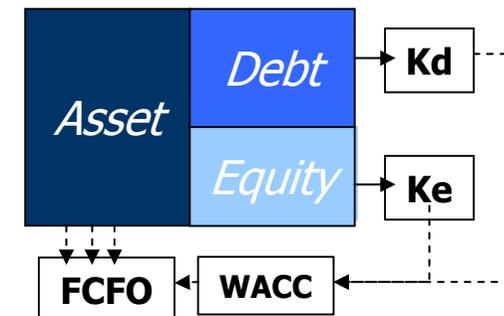
$$Winv = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$



Il tasso considerato più corretto per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è il costo medio ponderato del capitale WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = k_e * E / (E + D) + K_d * D / (E + D) * (1 - T_c)$$

- $k_e$  = costo del capitale di rischio (Equity)
- $K_d$  = costo del capitale di debito (Debt)
- $T_c$  = aliquota fiscale
- $E$  = capitale di rischio
- $D$  = capitale di debito

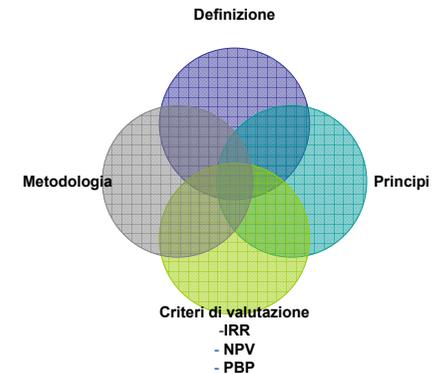


# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

---

I criteri di valutazione degli investimenti possono essere “considerati” validi e attendibili se e solo se tengono conto contemporaneamente di tre elementi:

- La dimensione dei flussi monetari assorbiti e liberati dall’iniziativa;
- La distribuzione temporale dei flussi;
- Il valore finanziario del tempo.

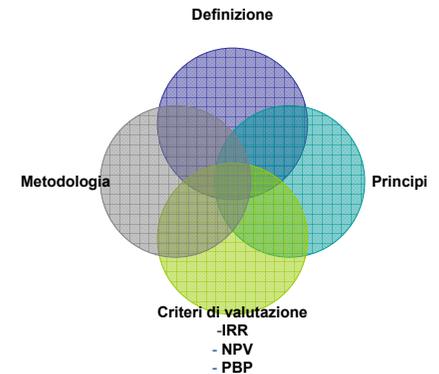


# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

---

## Componenti criterio di valutazione

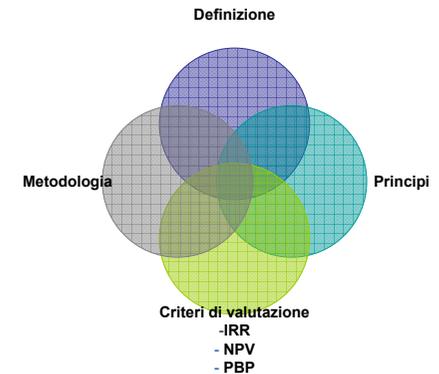
- L'investimento è vantaggioso se e solo se la somma delle risorse liberate eccede la somma delle risorse assorbite;
- La corretta valorizzazione delle "risorse" di un investimento è il flusso di cassa in termini monetari. La distribuzione temporale dei flussi.



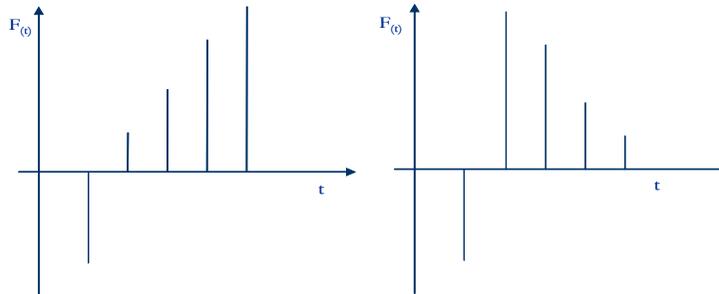
# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

## Componenti criterio di valutazione

- La distribuzione temporale dei flussi
  - A parità di condizioni un flusso di cassa posticipato presenta un rischio maggiore;
  - A parità di condizioni più i flussi sono anticipati tanto più velocemente si ricostituisce il capitale investito, tanto più rapidamente si reinvestono le risorse liberate.



### *Investimenti con flussi di cassa eguali in dimensione assoluta ma distribuzione*



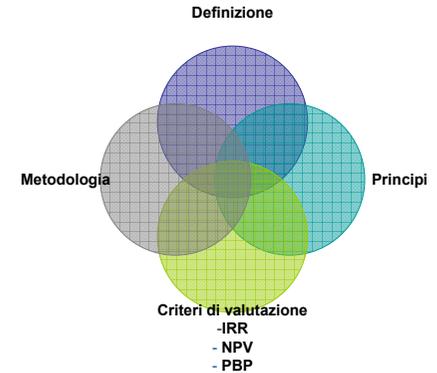
# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

---

## Componenti criterio di valutazione

### — Il valore finanziario del tempo

- Variazione capacità di spesa : 1 € oggi è meglio di 1 € domani!!!!
- Per anticipare un'entrata o posticipare un'uscita si deve pagare un corrispettivo: costo del capitale.
- Per posticipare un'entrata o anticipare un'uscita si percepisce un corrispettivo: rendimento del capitale.



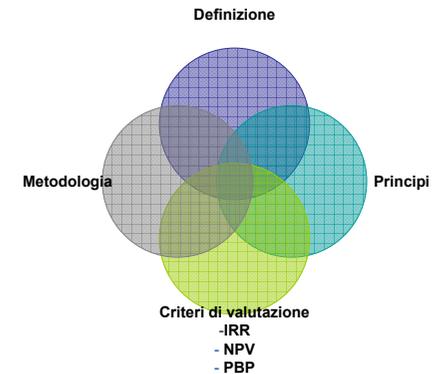
# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

---

## Componenti criterio di valutazione

I criteri di valutazione più utilizzati nella finanza immobiliare sono:

- NPV – Net Present Value (VAN – Valore attuale netto);
- IRR – Internal Rate of Return (TIR – Tasso interno di rendimento);
- PBP – Pay Back Period (tempo di recupero).

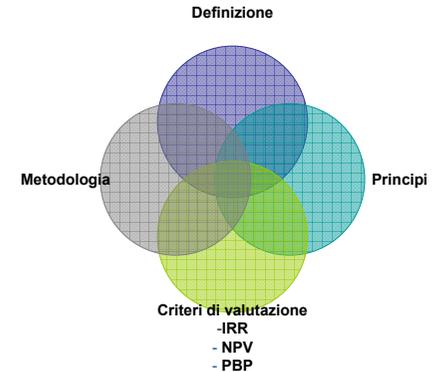


# CRITERIO FINANZIARIO: NPV

---

NPV – Net present value (VAN – Valore attuale netto)

- è pari alla somma algebrica di tutti i flussi di cassa attualizzati, generati dal progetto considerato
- rappresenta la ricchezza incrementale generata da un progetto, espressa come se fosse immediatamente disponibile
- presuppone che il reinvestimento dei flussi generati dal progetto originario sia fatto al costo del capitale



# CRITERIO FINANZIARIO: NPV

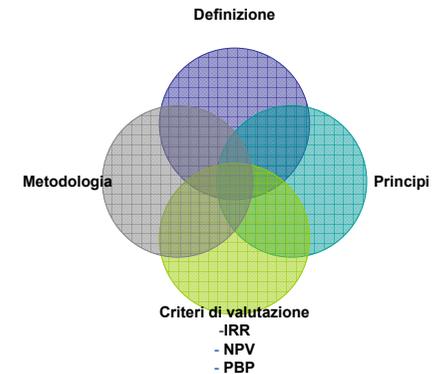
---

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

- Ft flussi di cassa
- K costo del capitale
- N periodo di piano
- t anno di riferimento

## Criterio di scelta

- NPV  $\geq 0$  si' i n v e s t i m e n t o
  - ripaga il capitale investito
  - remunera i conferenti di capitale
    - genera risorse residue
- NPV  $< 0$  n o i n v e s t i m e n t o
  - distrugge valore



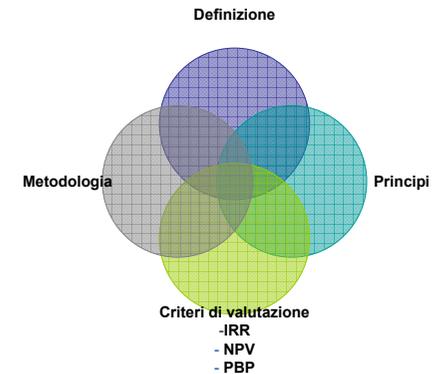
# CRITERIO FINANZIARIO: NPV

---

NPV – Net present value (VAN – Valore attuale netto)

## Proprietà dell'additività

- La sommatoria del NPV di un investimento A e del NPV di un investimento B è pari al NPV di un unico investimento i cui flussi sono dati dalla sommatoria dei flussi di A e dei flussi di B.
- Se l'NPV dell'operazione differenziale è maggiore di zero, la prima alternativa genera un risultato economico migliore e viceversa.

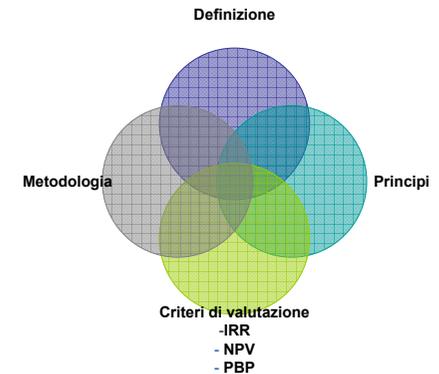


# CRITERIO FINANZIARIO: NPV

---

NPV – Net present value (VAN – Valore attuale netto)

- Valutazione del criterio
- Tiene conto di tutte e tre gli elementi:
- La dimensione dei flussi monetari assorbiti e liberati dall'iniziativa;
- La distribuzione temporale dei flussi;
- Il valore finanziario del tempo.

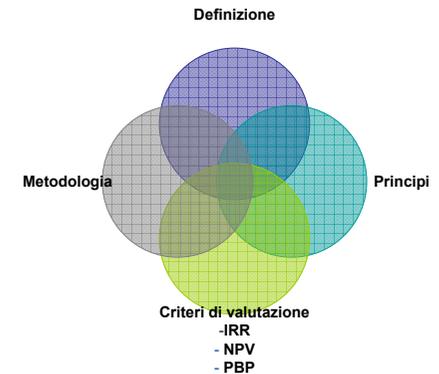


# CRITERIO FINANZIARIO: NPV

---

Grandezza espressa in valore assoluto:

- Non fornisce indicazione circa la dimensione dell'investimento
- Non fornisce indicazione circa la grandezza del capitale investito
- Non considera la durata dell'investimento:
- Può alterare il giudizio di convenienza nel confronto tra investimenti aventi durata diversa
- l'investimento con durata inferiore genera flussi che possono essere reinvestiti!!!
- Criterio molto affidabile per valutare la convenienza economica di un investimento

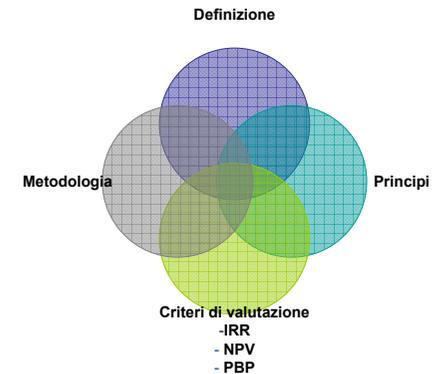


# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

IRR – Internal rate of return (TIR – Tasso interno di rendimento)

- È il tasso che rende pari a zero l'NPV
- Si stima imponendo pari a zero la sommatoria dei flussi di cassa attualizzati e risolvendo l'equazione ponendo come incognita il tasso di attualizzazione
- Rappresenta il rendimento lordo di un investimento
- Esprime il costo del capitale massimo che un progetto può sopportare, affinché permanga la sua convenienza economica
- Presuppone che il reinvestimento dei flussi generati dal progetto originario sia fatto al IRR stesso

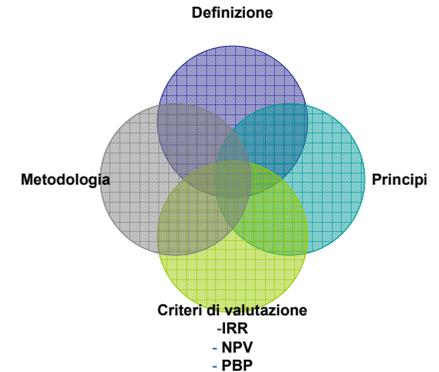


# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

$$\sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

- Ft flussi di cassa
- N periodo di piano
- t anno di riferimento



## IRR > K SI' INVESTIMENTO

- ripaga il capitale investito
- remunera i conferenti di capitale
- genera risorse residue

## IRR < K NO INVESTIMENTO

- distrugge valore

# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

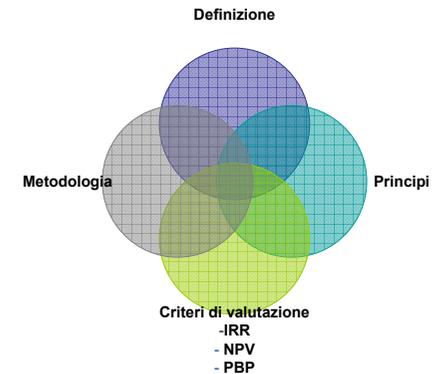
IRR – Internal rate of return

(TIR – Tasso interno di rendimento)

$$IRR_{(A+B)} \neq IRR_{(A)} + IRR_{(B)}$$

Proprietà dell'additività

- NON gode della proprietà additiva;
- NON può essere utilizzato per comparare due o più investimenti.

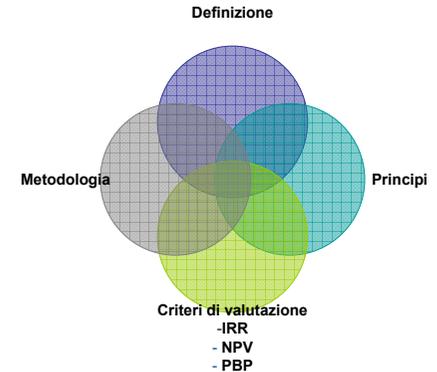


# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

## Trappola N.1

- Non può essere utilizzato per confrontare investimenti alternativi che abbiano:
  - Durata diversa;
  - Dimensione diversa.
- soluzione:
  - Determinazione dei flussi di cassa differenziali ( $Ft(A) - Ft(B)$ )
    - Calcolo del IRR differenziale (IRR\*)
      - Se  $IRR^* > k$  Scelgo A
      - Se  $IRR^* < k$  Scelgo B
    - Se  $k > di\ IRR\ (B)$  NO investimento.
  - Non può essere utilizzato per comparare due o più investimenti

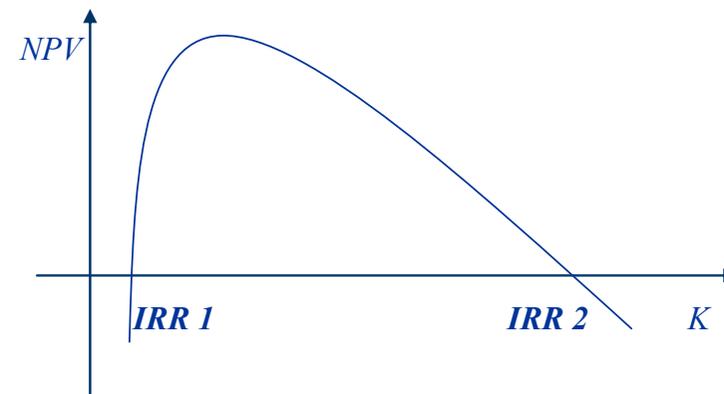
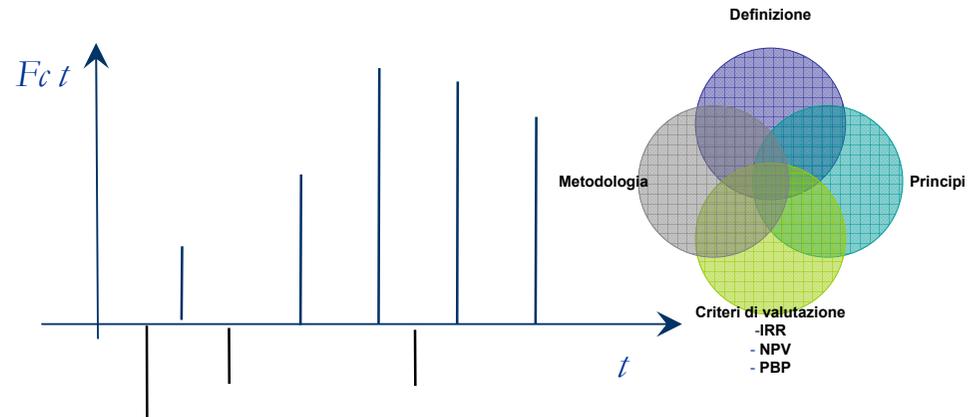


# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

Investimento che presenta flussi di cassa con diversi cambiamenti di segno

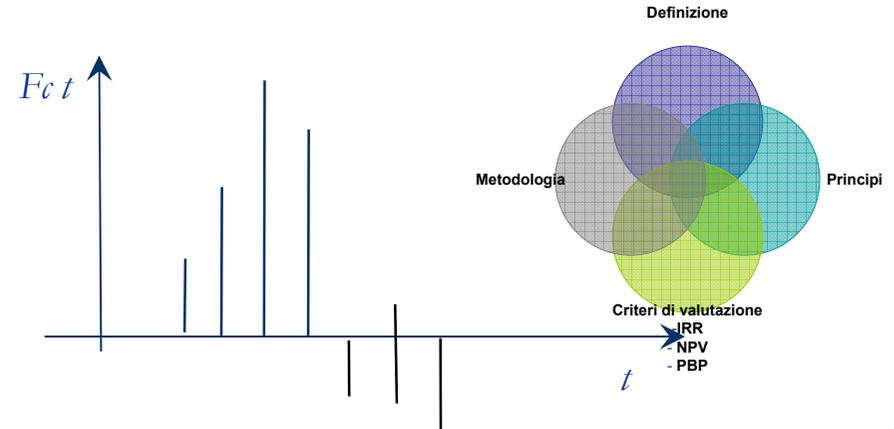
## Trappola N. 2

- Se i flussi di cassa di un investimento presentano più di un cambiamento di segno, l'NPV potrebbe annullarsi tante volte quante sono le variazioni di segno. IRR MULTIPLI
- L'IRR diventa non attendibile



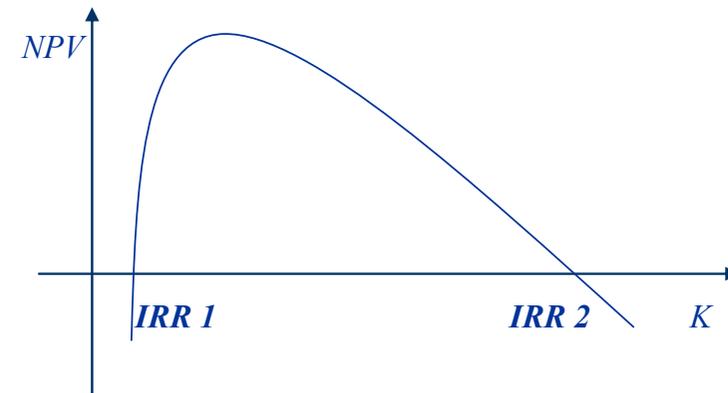
# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

Finanziamento: flussi di cassa positivi nella fase iniziale e flussi di cassa negativi nella fase successiva



## Trappola N. 3

- Se stiamo valutando un finanziamento e non un investimento la regola dell'IRR varia
- $IRR < K$  SI' INVESTIRE NTO
- $IRR > K$  NO INVESTIRE NTO



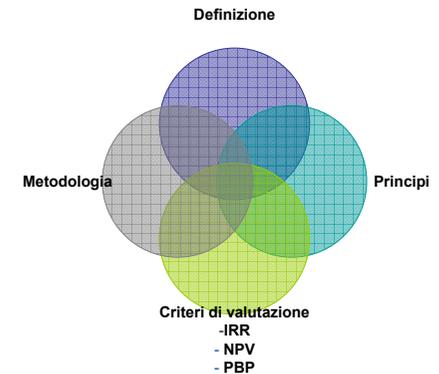
# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

IRR – Internal rate of return (TIR – Tasso interno di rendimento)

## Valutazione del criterio

- Tiene conto di tutte e tre gli elementi:
- La dimensione dei flussi monetari assorbiti e liberati dall'iniziativa;
- La distribuzione temporale dei flussi;
- Il valore finanziario del tempo.



# CRITERIO FINANZIARIO: IRR

---

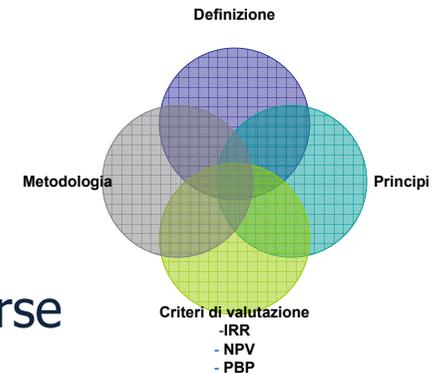
## Limiti IRR

### Le tre "Trappole":

- IRR multipli;
- Investimenti alternativi con durata e/o dimensione diverse
- Finanziamento

## Giudizio

- Grande forza di sintesi
- Criterio maggiormente utilizzato dagli operatori immobiliari

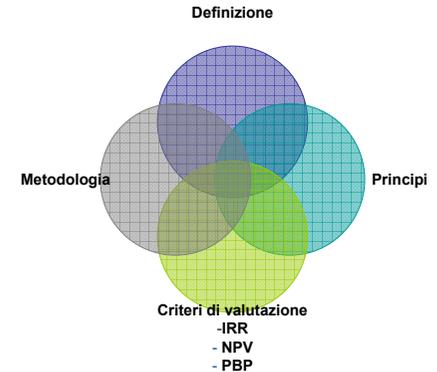


# CRITERIO FINANZIARIO: PBP

---

## PBP – Pay Back Period (tempo di recupero)

- Indica il numero di periodi necessari, affinché i flussi di cassa
- positivi dell'investimento compensino i flussi di cassa negativi;
- misura quanto velocemente i flussi di cassa generati dall'investimento coprono l'investimento iniziale;
- PBP "semplice" = utilizza i flussi di cassa dell'investimento in valore assoluto
- PBP "attualizzato" = utilizza i flussi di cassa dell'investimento attualizzati



# CRITERIO FINANZIARIO: PBP

PBP “semplice”

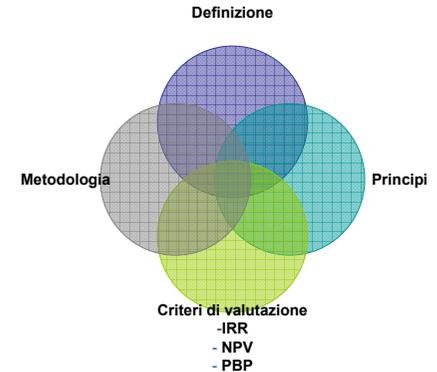
$$\sum_{t=0}^{PBP} F_t = 0$$

- Ft flussi di cassa
- K tasso di attualizzazione
- t anno di riferimento

PBP

“attualizzato”

$$\sum_{t=0}^{PBP} \frac{F_t}{(1+K)^t} = 0$$



Il progetto viene accettato se tale periodo è inferiore ad una soglia prefissata, viene respinto in caso contrario.

— PBP </= Tempo limite deciso dal soggetto valutatore

SI' INVESTIMENTO

— PBP > Tempo limite dal soggetto valutatore

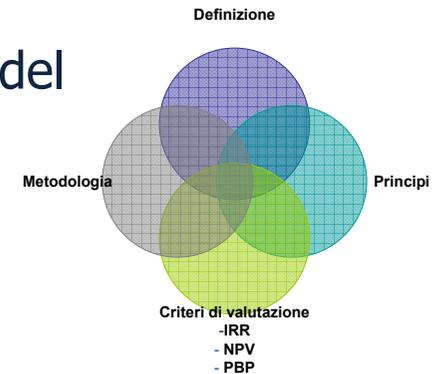
NO INVESTIMENTO

# CRITERIO FINANZIARIO: PBP

---

PBP – Pay Back Period (tempo di recupero): Valutazione del criterio

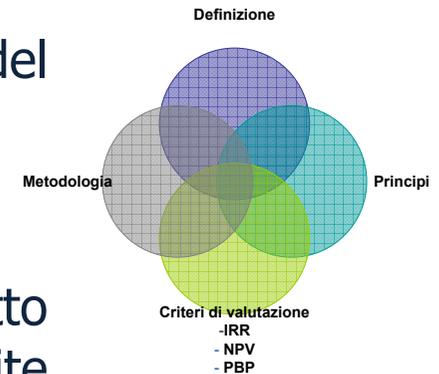
- NON tiene conto di tutte e tre gli elementi:
- La dimensione dei flussi monetari assorbiti e liberati dall'iniziativa (solo fino al PBP)
- La distribuzione temporale dei flussi (solo fino al PBP)
- Il PBP "semplice" non considera il valore finanziario del tempo (il PBP "attualizzato" SI')



# CRITERIO FINANZIARIO: PBP

---

- Non offre alcuna informazione circa la redditività del progetto;
- Non considera i flussi monetari oltre il PBP stesso;
- Fornisce indicazioni generiche di rischiosità del progetto intesa come tempo necessario per rientrare delle uscite sostenute
- Non fornisce alcuna indicazione del valore creato dall'investimento
- La definizione della soglia di accettazione è soggettiva
- Non è un criterio convincente ma viene comunque utilizzato dagli operatori immobiliari.
- Deve essere utilizzato come metodo secondario di conforto per esprimere un'indicazione di rischiosità.

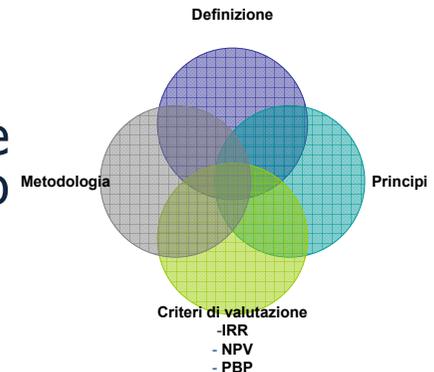


# CRITERIO FINANZIARIO: CRITERI

---

## Perché l'NPV è il criterio migliore?

- La teoria della finanza considera l'NPV come il migliore criterio di valutazione di un progetto di investimento per tre motivi principali:
  - il NPV utilizza i flussi di cassa;
  - il NPV utilizza tutti i flussi di cassa;
  - il NPV utilizza tutti i flussi di cassa opportunamente attualizzati al costo del capitale.
- L'NPV è l'unico criterio in grado di misurare correttamente la creazione di valore che un progetto di investimento può portare ad un'impresa;
- L'NPV esprime il valore al quale un'impresa sarebbe disposta a cedere oggi un progetto d'investimento a un terzo.

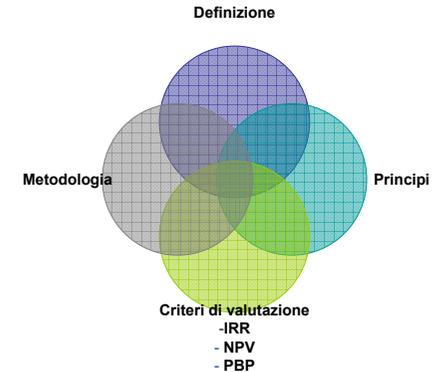


# CRITERIO FINANZIARIO: VALUTAZIONI

---

Il criterio finanziario può essere utilizzato:

- Per valutare la convenienza economica di un'operazione di sviluppo immobiliare;
- Per stimare il valore di un immobile.
- VALORE di un IMMOBILE: è determinato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attivi e passivi generati e generabili nel tempo da un immobile, scontati al tasso di remunerazione atteso dall'investitore per il capitale investito.
- UTILIZZO: il criterio finanziario è utilizzato per la determinazione del valore di un bene immobiliare che manifesti, nel corso della vita presa in esame, variazioni dei flussi economici non gestibili con i processi di capitalizzazione del reddito.

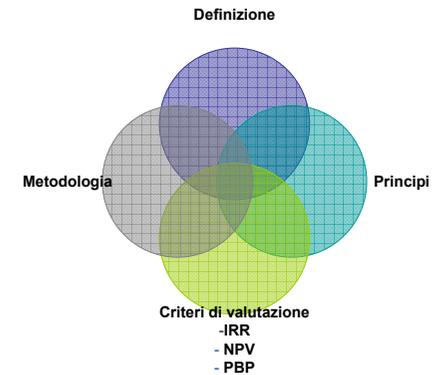


# CRITERIO FINANZIARIO: VALUTAZIONI

---

Il criterio finanziario può essere utilizzato:

- Per valutare la convenienza economica di un'operazione di sviluppo immobiliare;
- Per stimare il valore di un immobile.

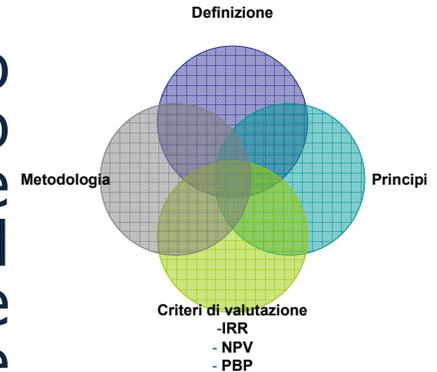


# CRITERIO FINANZIARIO: VALUTAZIONI

---

Il tasso di attualizzazione si calcola sia attraverso la determinazione del rischio specifico dell'operazione, fattori di carattere immobiliare generale, caratteristiche intrinseche ed ubicazionali del bene in esame, sia in funzione delle caratteristiche dell'investitore (speculative o di lungo termine). In particolare si considerano le seguenti componenti:

- rendimento lordo imposte per investimenti privi di rischio (titoli di Stato),
- premio legato al rischio derivante dal confronto fra il settore immobiliare e gli altri settori,
- premio per il rischio afferente lo specifico immobile che viene pesato in base a ubicazione (U), tipologia (T), dimensione (D), stato locativo (L) e fungibilità (F).

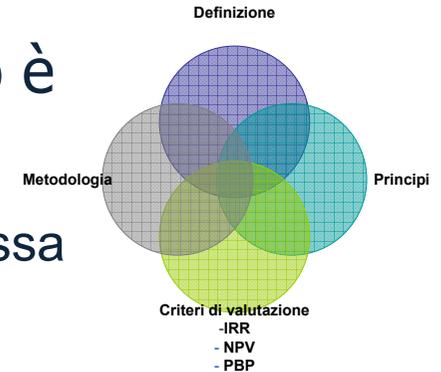


# CRITERIO FINANZIARIO: VALUTAZIONI

---

Al fine di valutare correttamente un investimento è necessario utilizzare più criteri:

- prestando molta attenzione alla dinamica dei flussi di cassa nel periodo di piano;
- conoscendo i limiti e i pregi di ciascun criterio;
- ma soprattutto analizzando attentamente le assumption e il modello di business del progetto.



# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

## Valore del bene:

- a livello teorico tale metodologia presuppone che il valore di un immobile dipende unicamente dai "redditi" che in base alle attese esso sarà in grado di produrre;
- Il reddito in tale ambito di applicazione è assunto costante ed illimitato.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

Il valore dell'immobile è funzione della sua capacità di produrre "reddito" ed è espresso dalla seguente espressione:

$$-W0 = CI / r$$

Dove:

- W0 è il Valore immobiliare;
- CI \* è il valore locativo;
- r è il tasso di capitalizzazione o Cap rate.

Nei Paesi anglosassoni il flusso utilizzato per la capitalizzazione è l'EBIT. Tale prassi non è adottabile nel mercato italiano (essendo semi-efficiente e poco trasparente), per tale ragione è ragionevole applicare il canone lordo.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

Nell'ipotesi quindi di un bene locato

- con un nuovo contratto ad un canone di mercato,
- a condizioni standard,
- a un conduttore di livello adeguato all'immobile il valore dell'immobile espresso dalla precedente formula esprime il più probabile prezzo che un soggetto razionale è disposto a pagare per l'immobile oggetto di valutazione.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

La determinazione del Cap Rate può avvenire sia su base comparativa che per determinazione su base economica. In termini di mera teoria economica, questo tasso viene determinato dalla composizione di due distinti fattori:

- il rendimento lordo imposto per investimenti privi di rischio (titoli di Stato), simbolizzato  $R_f$ ;
- il premio legato al rischio (il cui valore è determinabile in maniera soggettiva, per comparazione o utilizzando modelli statistici).

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

Questo secondo fattore è a sua volta suddivisibile in due distinti componenti:

- il premio per il rischio derivante dal confronto fra il settore immobiliare e gli altri settori, simbolizzato  **$\Pi_i$** ;
- il premio per il rischio afferente lo specifico immobile, simbolizzato  **$\gamma$** .

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

La formula che determina il tasso di attualizzazione è pertanto la seguente:

$$r = R_f + P_i + \gamma$$

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

- L'ammontare del fattore correttivo  $\gamma$  deriva dall'applicazione dei parametri che contraddistinguono lo specifico immobile in esame
- ubicazione,
- tipologia,
- dimensione,
- stato locativo,
- fungibilità.
- Per gli immobili con caratteristiche idonee ad un ottimale e duraturo posizionamento sul mercato, tale fattore è prossimo a zero, mentre i valori massimi contraddistinguono immobili aventi livelli di rischio elevato.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

Se esistono diverse condizioni reddituali ovvero diverse condizioni di rischio:

- dovranno essere adottati dei coefficienti di correzione del valore di capitalizzazione del reddito per adeguarlo alle reali caratteristiche del bene.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

Nel caso di diverse condizioni di rischio il Cap Rate determinato su base comparativa:

- dovrà essere adeguato in maniera direttamente proporzionale all'aumento del rischio
- dovrà essere variato il fattore  $\gamma$ , specifico dell'immobile in esame, incrementandolo ovvero deprezzandolo in base al maggior/minor rischio determinato dalle condizioni diverse da quelle di mercato.

# CRITERIO REDDITUALE: LOGICHE

---

## Nel caso di diverse condizioni reddituali

- dovrà essere determinato il valore attuale del maggior/minor canone ritraibile, rispetto al canone di mercato, in funzione del contratto di locazione in essere fino alla messa a reddito dell'immobile a condizioni di mercato.

# GLI INDICI DI BILANCIO

---

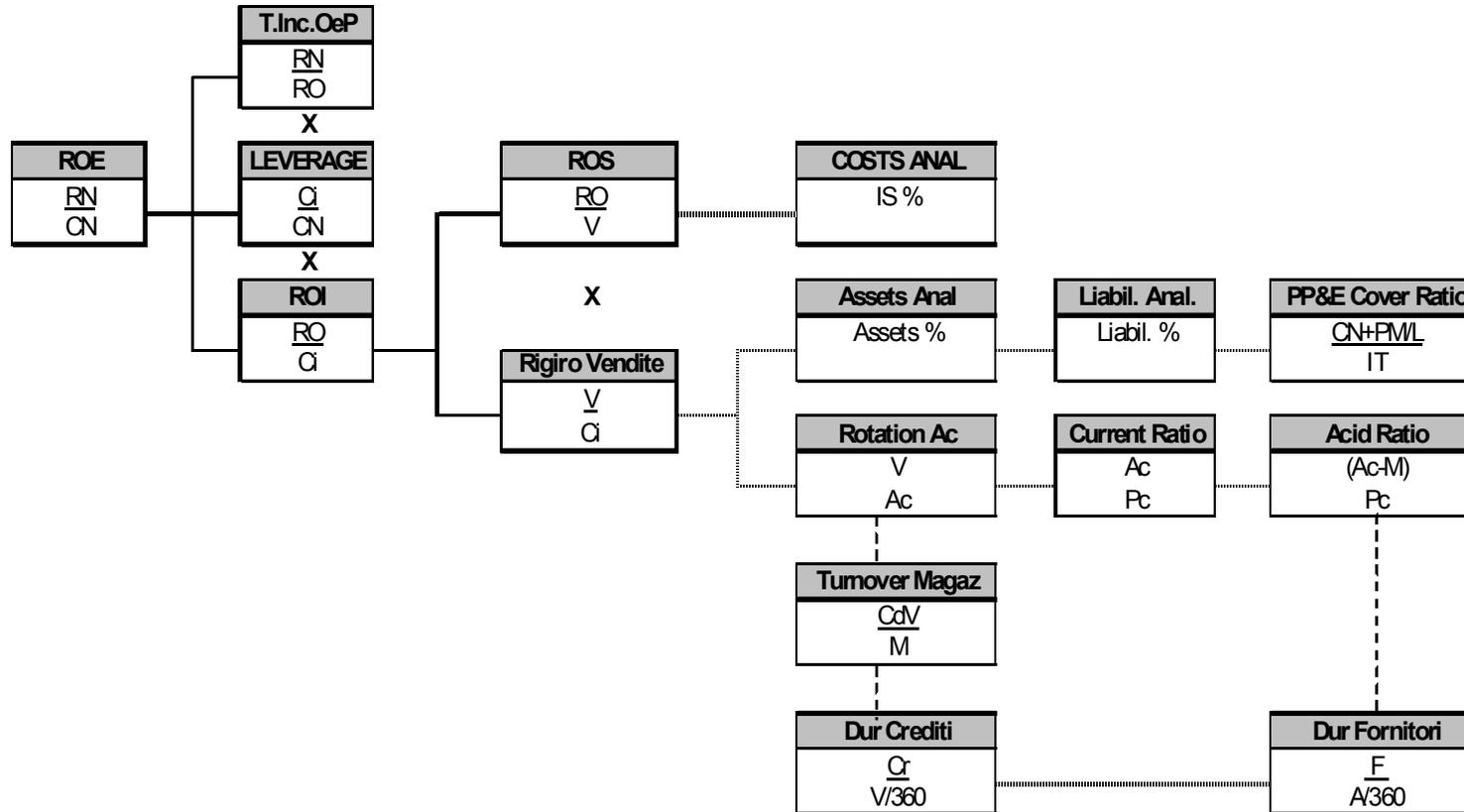
Gli indici sono rapporti tra grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie contenute nello stato patrimoniale e nel conto economico riclassificati;

Danno un fondamentale supporto al processo decisionale.

Servono a capire la situazione nella quale l'impresa si trova ad operare, a definire gli obiettivi verso i quali condurla e ad individuare le azioni da intraprendere per raggiungere gli obiettivi prefissati.

# MODELLO DU PONT

## Ratio Analysis



# CONTATTI

---

**Assimpredil ANCE**  
**Via San Maurilio, 21**  
**Milano**

Alex Fattorini  
[alex.fattorini@dgpa-sgr.it](mailto:alex.fattorini@dgpa-sgr.it)

Milano, lunedì 5 luglio 2010

