

Investimento Immobiliare

Mercato, valutazione, rischio e portafogli

Martin Hoesli – Giacomo Morri

Capitolo 2

RENDIMENTO E RISCHIO DI UN INVESTIMENTO IMMOBILIARE



Agenda

- Rendimento
 - Rendimenti immediati
 - Rendimenti complessivi nel periodo
 - Rendimenti multiperiodali
- Rischio immobiliare

Rendimento

Ritorno economico di un investimento in funzione del prezzo di acquisto di un immobile e dei flussi di cassa da esso generati:

- *Ex ante*: ci si pone prima della decisione di investimento e si calcola il rendimento previsionale atteso → opportunità di investimento
- *Ex post*: ci si pone dopo l'acquisto dell'immobile (o del portafoglio di immobili) e si calcola il rendimento storico effettivo:
 - *rendimenti per ciascun periodo*
 - *rendimento periodale, sull'intero orizzonte dell'investimento*

Rendimenti immediati – *Principio*

$$\text{Rendimento immediato dell'immobile} = \frac{\text{canone di locazione}}{\text{prezzo di acquisto}}$$

$$\text{Rendimento immediato dell'investimento} = \frac{\text{utile netto}}{\text{investimento}}$$

Esempio:

- Canone annuo di locazione dell'immobile: €675.000
- Prezzo di acquisto: €10 milioni
- Oneri di gestione: €125.000
- Finanziamento con debito per l'80% del prezzo di acquisto
- Utile netto: €78.000

$$\text{Rendimento immediato dell'immobile} = \frac{\text{Canone di locazione}}{\text{Prezzo d'acquisto}} = \frac{€675.000}{€10.000.000} = 6,75\%$$

$$\text{Rendimento imm. dell'investimento} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Investimento (cap. proprio)}} = \frac{€78.000}{€2.000.000} = 3,90\%$$

Rendimenti immediati – *Principio*

Tenendo conto degli oneri di gestione immobiliare:

$$\text{Rend. imm. netto dell'immobile} = \frac{\text{canone di locazione}}{\text{prezzo di acquisto}} - \frac{\text{oneri di gestione}}{\text{prezzo di acquisto}}$$

Esempio (cont.d):

$$\begin{aligned} \text{Rendimento imm. netto dell'immobile} &= \frac{\text{Canone di locazione}}{\text{Prezzo d'acquisto}} - \frac{\text{Oneri di gestione}}{\text{Prezzo d'acquisto}} \\ &= \frac{€675.000}{€10.000.000} - \frac{€125.000}{€10.000.000} = 5,5\% \end{aligned}$$

→ Il rendimento immobiliare netto dell'immobile è anche chiamato *Return on Assets* (ROA) o rendimento del capitale investito

Rendimenti immediati – *Principio*

Per isolare l'impatto di ciascun fattore (oneri di gestione, importo del finanziamento, tasso di interesse, aliquota fiscale), si può scomporre il rendimento immediato netto dell'investimento, detto anche rendimento del capitale netto o *Return on Equity* (ROE) = $f(\text{ROA}, \text{effetto leva})$:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROA} + (\text{ROA} - i) * \frac{\text{Debito}}{\text{Equity}} \right] * (1 - t)$$

L'*effetto leva* è tanto più elevato quanto più:

- Il ROA è elevato
- Il tasso di interesse è basso
- Il livello di indebitamento $\frac{\text{Debito}}{\text{Equity}}$ è elevato

Esempio (cont.d):

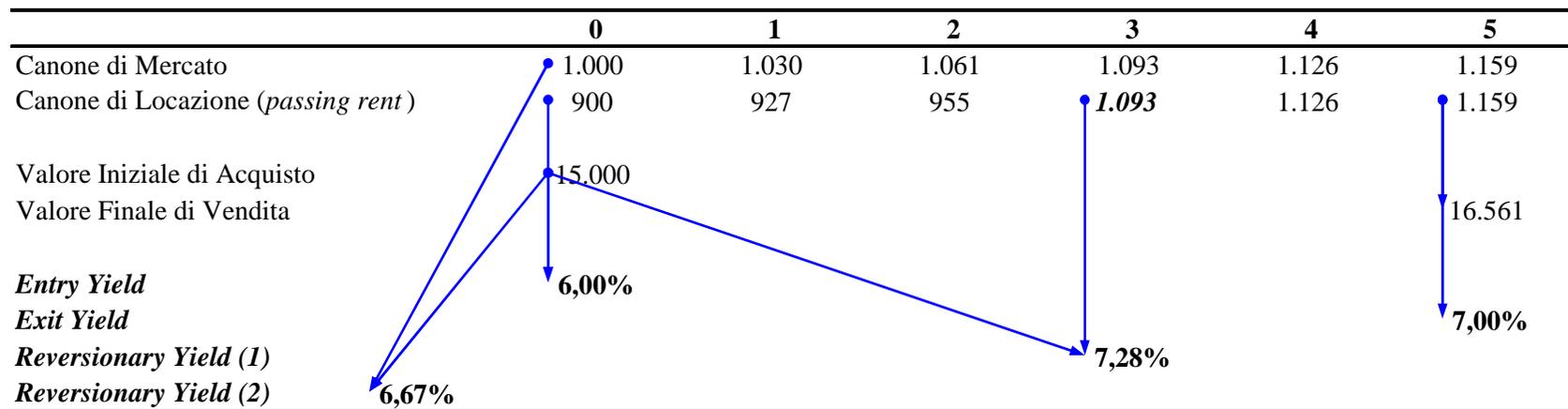
- $i = 5,25\%$
- $t = 40\%$

$$\text{ROE} = \left[5,50\% + (5,50\% - 5,25\%) * \frac{\text{€}8.000.000}{\text{€}2.000.000} \right] * (1 - 40\%) = 3,90\%$$

Rendimenti immediati - Prassi immobiliare

$$\text{Yield} = \frac{\text{canone di locazione}}{\text{valore}}$$

- *Gross Yield*: al lordo dei costi operativi
- *Net Yield*: al netto dei costi operativi
- *Entry Yield*: fa riferimento al momento dell'acquisto del bene
- *Exit Yield*: fa riferimento al momento della vendita del bene
- *Reversionary yield*: il rendimento è calcolato con il canone di locazione uguale al valore corrente di mercato



→ Gli *yield* sono il punto di partenza per la determinazione dei tassi di capitalizzazione (*cap rate*) utilizzati nella valutazione con la metodologia economica

Rendimenti immediati - *Utilità*

Vantaggi:

- + Esigenza di rendimento minimo per una data categoria di investitori (fondi comuni o fondi pensione)
- + Calcolo di rendimenti periodici di un investimento in un immobile



Svantaggi:

- Non viene considerata la parte di rendimento derivante dalla variazione di valore dell'immobile
- Non è possibile calcolare il tasso di rendimento interno dell'investimento (IRR)



Rendimenti complessivi nel periodo

- Metodo utile per prendere decisioni sull'*asset allocation*
- Comprende il calcolo del reddito del periodo + la variazione dell'immobile in conto capitale
- Si utilizza un confronto con un portafoglio di riferimento (*benchmark*) o un indice rappresentativo del mercato
- Per i beni immobiliari è più difficile ottenere la stima del valore dei beni a differenza dei titoli negoziati in borsa

Rendimenti complessivi nel periodo – *Calcolo del rendimento immediato*

$$RI_{it} = \frac{L_{it} - CM_{it}}{V_{it-1}}$$

RI_{it} = rendimento immediato netto dell'immobile i per il periodo t

L_{it} = canoni di locazione dell'immobile i per il periodo t

CM_{it} = oneri monetari di gestione dell'immobile i per il periodo t

V_{it-1} = valore stimato dell'immobile i all'inizio del periodo t

N.B.: oneri monetari di gestione = spese gestionali + spese di manutenzione straordinaria, alcune delle quali possono essere *capital expenditure* (accrescimento del valore) → in questo caso si ha una variazione in aumento delle attività

Rendimenti complessivi nel periodo – *Calcolo del rendimento in conto capitale*

$$RC_{it} = \frac{(V_{it} - CE_{it}) - V_{it-1}}{V_{it-1}}$$

RC_{it} = rendimento in conto capitale dell'immobile i da t-1 a t (ossia per il periodo t)

V_{it} = valore stimato dell'immobile i al momento t

V_{it-1} = valore stimato dell'immobile i al momento t-1

CE_{it} = manutenzione straordinaria e *capital expenditure*

N.B.: si ipotizza che le *capital expenditure* contabilizzate siano valutate al loro costo effettivo

→ Per molti investitori è opportuno calcolare il rendimento per tipologia di immobile e/o per zona geografica per ottenere un'indicazione puntuale della redditività di ciascuna categoria di immobili

Rendimenti complessivi nel periodo – *Effetti della modalità di finanziamento*

$$RICP_{it} = \frac{L_{it} - CM_{it} - I_{it}}{FP_{it-1}}$$
$$CG_{it} = \frac{(CP_{it} - GT_{it}) - CP_{it-1}}{CP_{it-1}}$$

$RICP_{it}$ = rendimento immediato dell'*equity* investito nell'immobile *i* per il periodo *t*

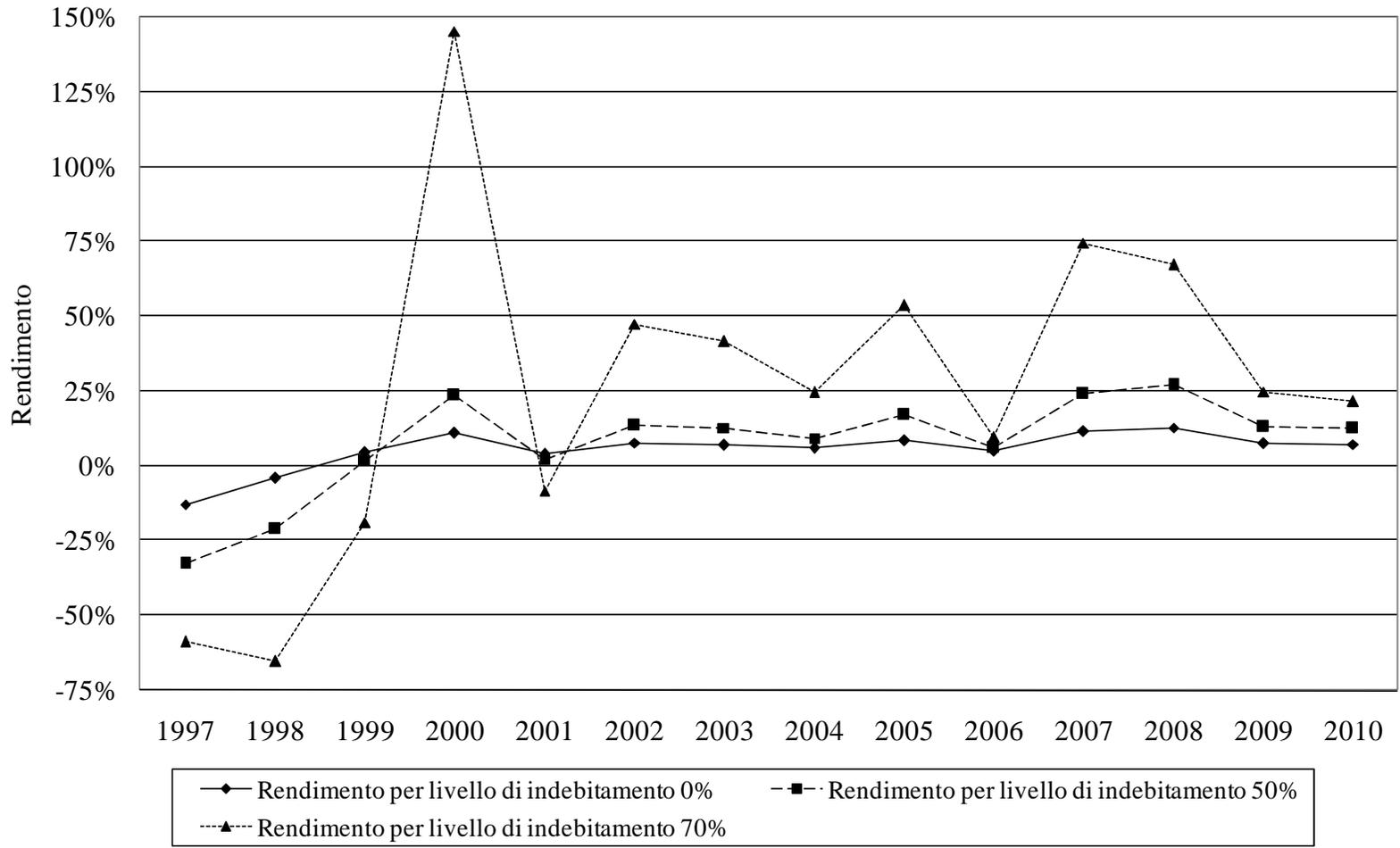
I_{it} = interessi relativi all'immobile *i* per il periodo *t*

CP_{it-1} = *equity* investito nell'immobile *i* all'inizio del periodo *t*

CG_{it} = guadagno in conto capitale sull'*equity* investito nell'immobile *i* da *t-1* a *t*

Rendimenti complessivi nel periodo – Effetti della modalità di finanziamento

→ Con l'aumento del livello di indebitamento cresce la variabilità dei rendimenti



Rendimenti complessivi nel periodo – *Il benchmarking immobiliare*

- Per *benchmarking* immobiliare si intende il confronto tra la *performance* di un portafoglio (di cui si analizza rendimento e rischio) con quella del *peer group* (gruppo di riferimento) o di un indice rappresentativo del mercato in cui è possibile investire
- Si avrà uno scostamento del rendimento di un portafoglio rispetto al suo *benchmark* (*over o under performance*) derivato da:
 - allocazione: ponderazioni dei diversi *asset*
 - selezione: scelta dei singoli *asset* in ciascuna *asset class*
 - scarto quadratico: somma del prodotto degli scostamenti tra *benchmark* e portafoglio

Asset	Benchmark		Portafoglio		Scostamenti		
	A	B	C	D	$=(C-A)*B$	$=(D-B)*A$	$=(A-B)*(C-D)$
	Peso	Rendimento	Peso	Rendimento	Scostamento Allocazione	Scostamento Selezione	Scarto Quadratico
Alpha	20,00%	9,00%	25,00%	5,00%	0,45%	-0,80%	-0,20%
Beta	30,00%	0,00%	40,00%	10,00%	0,00%	3,00%	1,00%
Gamma	50,00%	12,00%	35,00%	8,00%	-1,80%	-2,00%	0,60%
Rendimento totale		7,80%		8,05%	-1,35%	0,20% <i>Scostamento</i>	1,40% <i>0,25%</i>

Rendimenti complessivi nel periodo – *Il benchmarking immobiliare*

Difficoltà del metodo di *benchmarking*:

1. insufficienza di sottoindici per tipologia di bene e per regioni
2. limiti nella scelta di una strategia passiva
3. caratteristiche proprie degli investimenti immobiliari diretti
4. frequenza di calcolo degli indici immobiliari

Inoltre il *benchmarking* dovrebbe contenere diversi coefficienti o indicatori per una misurazione più precisa.

Rendimenti multiperiodali – *Internal Rate of Return*

L'*Internal Rate of Return* (IRR) o Tasso Interno di Rendimento (TIR) esprime il rendimento implicito di un investimento, per cui il *Net Present Value* (NPV) o Valore Attuale Netto (VAN) dell'investimento è uguale a zero.

$$\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + IRR)^t} - F_0 = 0$$

- F_0 è il flusso di cassa al tempo 0 (l'investimento iniziale)
- F_t è il flusso di cassa al tempo t
- IRR è l'incognita per cui risolvere l'equazione

	0	1	2	3	4	5
Flusso Nominale	-1.000	200	200	200	500	500
Flusso attualizzato al	-1.000	182	165	150	342	310
Sommatoria al tasso di attualizzazione del 10,00%	-1.000	-818	-653	-503	-161	149
Flusso attualizzato al	-1.000	167	139	116	241	201
Sommatoria al tasso di attualizzazione del 20,00%	-1.000	-833	-694	-579	-338	-137
Flusso attualizzato al	-1.000	174	152	133	289	252
Sommatoria al tasso di attualizzazione del 14,69%	-1.000	-826	-674	-541	-252	0

Rendimenti multiperiodali – *Internal Rate of Return*

Se $IRR >$ costo del capitale \rightarrow l'investimento genera ricchezza incrementale

Vantaggi:

- + è sufficiente un tasso soglia, senza un esatto tasso di attualizzazione



Svantaggi:

- alternanza dei segni
- dimensione relativa
- reinvestimento dei flussi



Rendimenti multiperiodali - *Principio*

L'IRR va calcolato per immobile, per gruppo di immobili e per l'intero portafoglio.

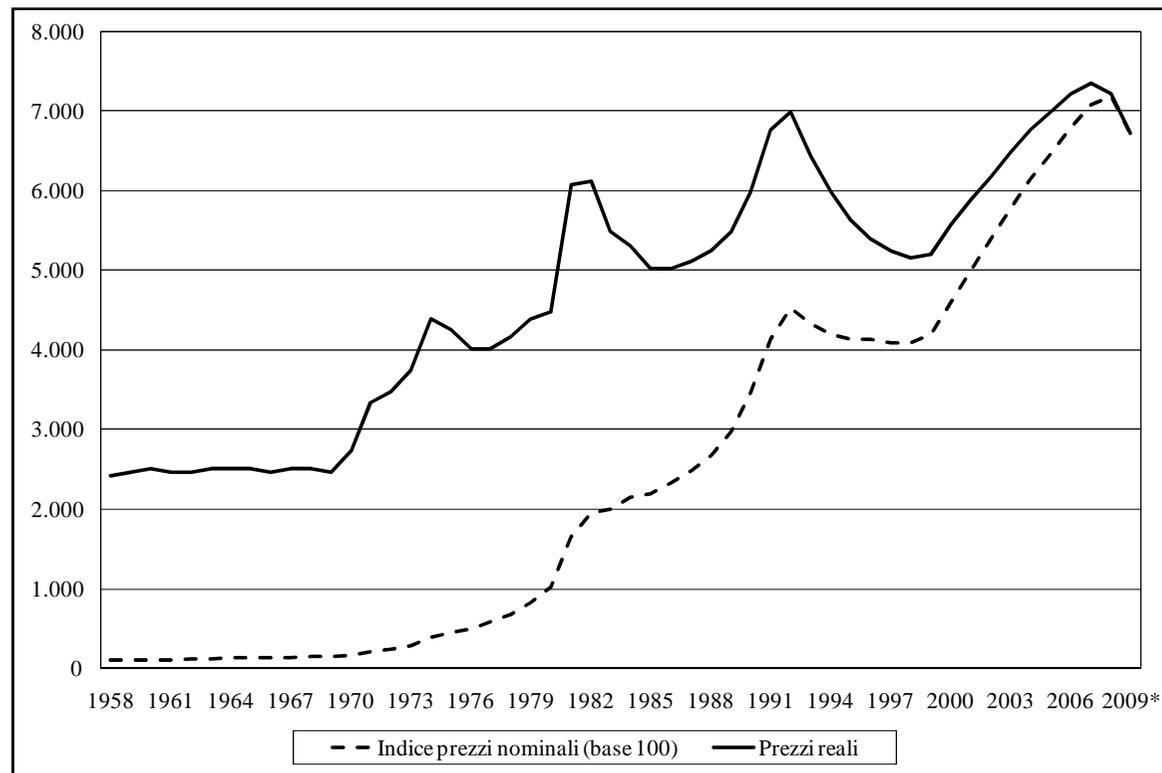
- Elementi per il calcolo:
 - prezzo di acquisto
 - *capital expenditure*
 - canoni di locazione netti
 - prezzo di vendita stimato
 - imposte sui redditi (facoltativo)

N.B.: Il *timing* degli investimenti è fondamentale per la variazione anche rilevante dei rendimenti

Rischio immobiliare

Data l'intrinseca ciclicità del mercato immobiliare, gli investitori tendono a sottovalutare il rischio immobiliare, basandosi solo sulla curva dei prezzi nominali e considerando spesso solo il momento di acquisto e quello di vendita.

Andamento del residenziale in Italia a valori nominali e reali



Fonte: Scenari immobiliari

Rischio immobiliare - *Tipologie di rischi*

Si deve distinguere tra un rischio *diversificabile* e *non* (circa il 60% di un portafoglio non diversificato).

Tipologie di rischi:

- rischio di mercato
- rischio ambientale
- rischio legato alla costruzione
- rischio legislativo
- rischio di liquidità
- rischio di gestione
- rischio finanziario

La misurazione del rischio dipenderà dal tipo di analisi effettuata, che porterà alla scelta dello strumento più adatto.