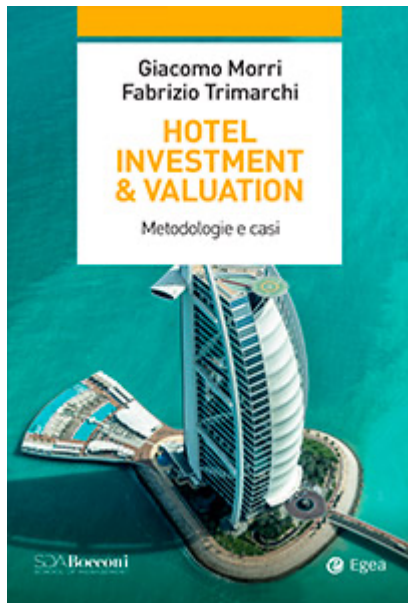


HOTEL INVESTMENT & VALUATION

FATTIBILITÀ E STRATEGIE NELL' INVESTIMENTO IMMOBILIARE ALBERGHIERO

Capitolo 4



Giacomo Morri

Associate Professor of Practice & Faculty Deputy Managing Corporate Finance & Real Estate
SDA Bocconi

Fabrizio Trimarchi

Managing Partner
Hotel Seeker

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Nell'analisi dell'investimento immobiliare alberghiero **l'asset oggetto di studio e valutazione può ricadere in due diverse casistiche** in relazione allo stadio di realizzazione e operatività dell'immobile, tenendo conto che alcuni aspetti d'indagine sono comuni ai diversi stadi di funzionalità dell'investimento:

- immobile alberghiero da sviluppare (**proposed property**)
- immobile alberghiero esistente e operativo (**existing property**)

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Proposed Property

- La realizzazione di un proposed hotel scaturisce spesso dall'esistenza di terreni aventi potenzialità edificatoria che consenta la realizzazione di immobili a destinazione ricettiva
- La location pertanto costituisce l'elemento fondamentale sul quale sarà possibile costruire l'intero progetto d'investimento
- Il processo di sviluppo di una nuova unità alberghiera segue un iter standardizzato (es studio di fattibilità, selezione del sito, valutazione economica, progettazione, costruzione e apertura)

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Proposed Property

- Lo sviluppo di nuove unità alberghiere dovrebbe essere attentamente monitorato attraverso l'analisi della domanda alberghiera
- Il modo più appropriato d'analisi prevede la predisposizione di scenari differenziati di sviluppo, con l'obiettivo di identificare l'highest and best use del progetto in funzione di tempistiche, holding period e modalità di exit differenti
- Tipicamente i centri cittadini sono caratterizzati da prodotti upscale e luxury. Nelle location suburbane si è assistito invece alla nascita di prodotti prevalentemente del tipo midscale ed economy, adatti a una clientela price-sensitive

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Existing Property

- L'analisi di investimento di un immobile alberghiero esistente si differenzia parzialmente dal caso di un albergo proposed poiché alcune attività non vengono implementate
- In particolare, tutta la fase iniziale di scelta tra diverse possibili tipologie di albergo non è necessaria in quanto la struttura alberghiera ha già delle sue caratteristiche date e in parte, almeno nel breve periodo, non modificabili
- L'attenzione pertanto si concentrerà su aspetti concernenti la storia dell'immobile, la sua gestione passata, le condizioni di mercato in cui l'immobile ha operato e i risultati pregressi che potranno essere più facilmente considerati quale base per le stime di proiezione di performance future

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Existing Property

- Dal punto di vista operativo, la presenza di una serie storica dei risultati della gestione, condotta da un operatore alberghiero, consente di analizzare i dati pregressi ed effettuare con maggiore facilità stime sui suoi possibili andamenti futuri che andranno poi comparati con i dati dei principali competitor
- Dal punto di vista valutativo, la disponibilità di dati gestionali storici avvantaggia la preparazione delle proiezioni per la stima dei flussi di cassa utili nei metodi di attualizzazione dei redditi. Diversamente dagli alberghi proposed, dove le performance stimate derivano prevalentemente dai dati dei competitor e del mercato, per gli alberghi esistenti la preparazione delle stime si baserà su dati oggettivi

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Ambiti d'indagine e attività caratteristiche

- L'analisi di fattibilità immobiliare alberghiera consente d'indagare tutti quegli aspetti di mercato, di prodotto, economici e anche finanziari che sono alla base della sostenibilità di un progetto d'investimento
- Le dinamiche di mercato che alimentano periodicamente lo sviluppo di nuovi alberghi devono essere interpretate attraverso un'analisi quantitativa e qualitativa in grado di evidenziare le opportunità e i rischi
- L'obiettivo fondamentale dell'analisi di fattibilità potrà essere rappresentato dalla comprensione delle dinamiche e delle tendenze più rilevanti affermatesi nel passato della location, e la loro possibile proiezione verso il futuro

L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero



Ambiti d'indagine e attività caratteristiche

- contenuti standardizzati
- identificazione delle fonti informative esterne utilizzate nell'elaborazione dei dati di mercato
- composizione del competitive set di riferimento il più possibile dettagliata, con identificazione individuale o di gruppo delle performance
- benchmark delle performance gestionali con alberghi competitivi, sia per le performance operative (ADR, Occupancy, RevPAR, Total RevPAR) sia economiche (margini operativi lordi, margini operativi netti)
- costruzione del profit & loss operativo attraverso standard contabili omogenei, frutto di un'analisi di operation alberghiere comparabili
- nel caso di albergo proposed o di riposizionamento e riqualificazione immobiliare dell'asset, stima dei costi di costruzione o riqualificazione necessari per il riposizionamento
- analisi economico-finanziarie del progetto, in cui si proiettano i flussi di cassa

Le analisi di mercato



- il mercato competitivo dell'albergo, inteso come ambiente nel quale l'albergo opera e produce redditi dalla gestione, all'interno del quale molteplici prodotti simili si trovano a competere per accaparrarsi una quota di domanda di accomodation (mercato dello spazio)
- l'analisi ha quale oggetto il mercato degli investimenti immobiliari alberghieri con i propri comparabili, necessari a identificare e qualificare le metriche adottabili per un'appropriata analisi dell'investimento immobiliare basate sui rendimenti (mercato dei capitali)

Mercato competitivo dell'albergo

- La base di partenza è un'analisi macroeconomica, associabile alla domanda turistica e ai flussi che alimentano una determinata area (nazionale, regionale, urbana). Tale analisi avrà quale oggetto d'indagine fattori economici e demografici quali la distribuzione e l'età della popolazione, il livello di spesa pro-capite per determinati consumi retail, il tipo, la numerosità e le dimensioni delle imprese locali, ecc...

Generatori di Domanda per il comparto alberghiero

Attrazioni storiche	Casinò	Impianti sportivi	Sedi principali di imprese
Attrazioni turistiche	Centri commerciali	Musei	Siti di festival
Areoporti	Centri conferenze	Ospedali	Tribunali
Basi militari	Fabbriche	Office park	Teatri
Circuiti per gare	Impianti e sedi fieristiche	Parchi naturali	Uffici pubblici sedi di enti
		Parchi di divertimento	Università e scuole

Le analisi di mercato



Mercato competitivo dell'albergo

- L'analisi è basata su dati generalmente prodotti da istituzioni pubbliche , che raccolgono dati con finalità statistiche, e si basa su un approccio “top-down”
- A livello micro, data la scarsità di dati, gli analisti si affidano a dati prodotti da operatori specializzati nel comparto alberghiero
- Le differenti tipologie di mercati alberghieri possono essere “tipicizzate”:
 - urbana
 - suburbana
 - aeroportuale
 - regionale, interregionale
 - resort
 - area urbana minore

Mercato degli investimenti immobiliari alberghieri

- L'analisi di mercato relativa all'investimento immobiliare alberghiero rappresenta l'altro rilevante ambito d'indagine nella valorizzazione degli asset alberghieri
- Tale analisi risulta essere complicata, data scarsa trasparenza del mercato. In Italia infatti, non risulta alcun tipo di rilevazione ufficiale effettuata da soggetti pubblici sul comparto, pertanto la fonte primaria d'informazione (l'Agenzia delle Entrate) deve essere necessariamente incrociata con ulteriori fonti anche private
- Un ulteriore aspetto di criticità è rappresentato dal fatto che molto spesso le transazioni alberghiere vengono eseguite dalle controparti mediante differenti modalità aventi quali oggetto - oltre alla cessione del semplice immobile - anche la cessione di rami d'azienda e di quote societarie

Mercato degli investimenti immobiliari alberghieri

Un'efficace analisi del mercato immobiliare alberghiero dovrebbe poter identificare:

- la numerosità delle transazioni d'immobili alberghieri
- la tipologia d'immobile, nel rispetto delle categorie catastali, e della classificazione almeno alberghiera o extra-alberghiera, o di altro tipo
- il perimetro della vendita, intendendo con questo l'inclusione - o meno - dell'azienda nell'insieme dei beni compravenduti
- il prezzo pagato

Mercato degli investimenti immobiliari alberghieri

- Trattandosi di immobili commerciali attività, il livello di omogeneità è molto basso, per cui diventa difficoltosa la raccolta di dati basata su comparazione fisica
- Per le tipologie più diffuse, è possibile rilevare dei valori medi per esempio basati sul numero delle camere, ma in altri casi tale metrica perde rilevanza quando le dimensioni e le redditività degli alberghi sono differenti

Mercato degli investimenti immobiliari alberghieri

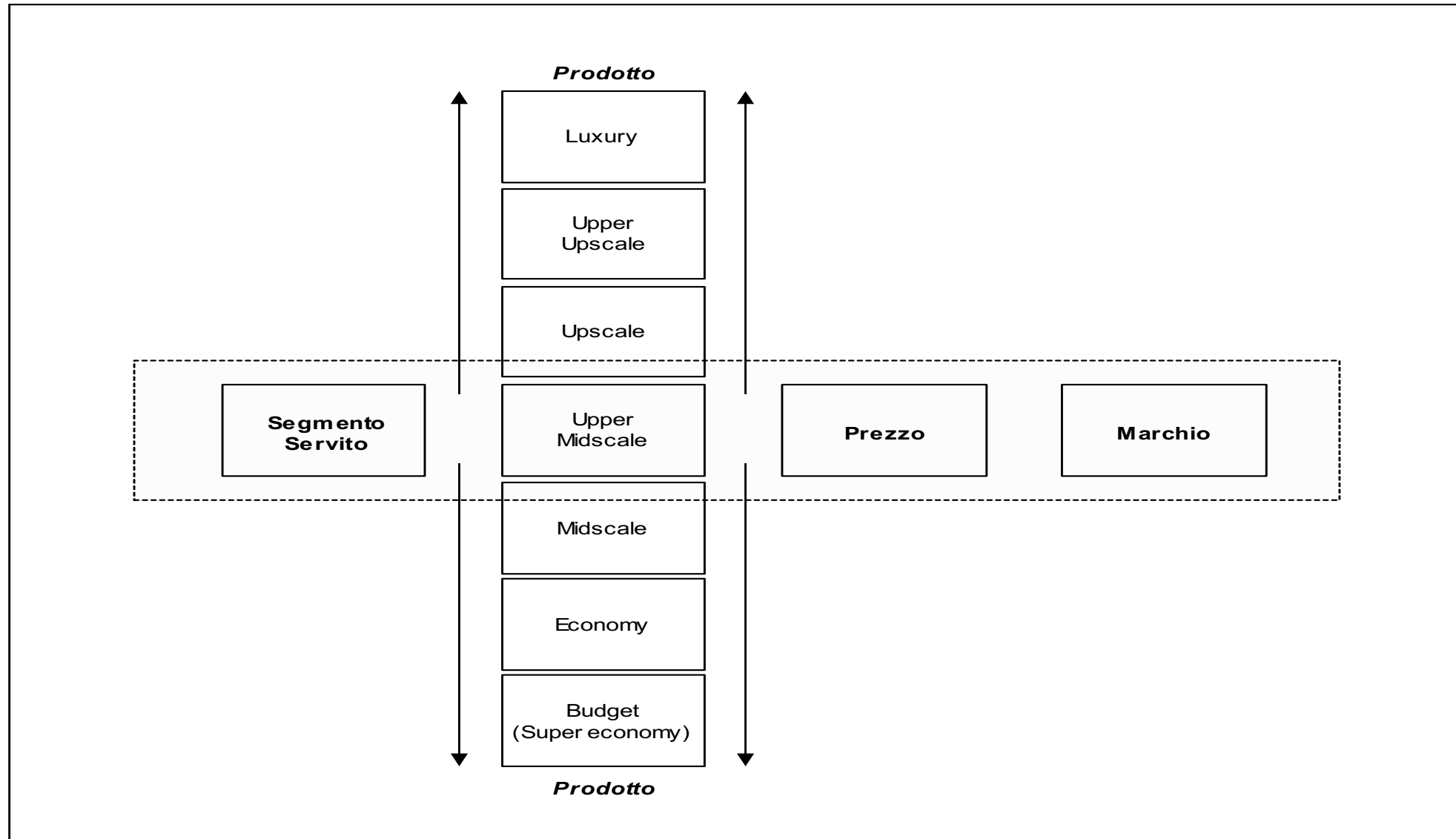
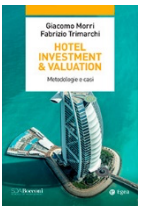
- Anche ai fini dell'analisi di fattibilità dell'investimento alberghiero e della stima del Valore di Mercato, diventa pertanto fondamentale rilevare i rendimenti richiesti dagli investitori (yield), che può essere calcolato sulla singola transazione dividendo il reddito prodotto dall'immobile per il prezzo pagato
- L'estensione delle ricerche ai cosiddetti *asking price* per gli immobili alberghieri racchiude un ulteriore rischio, dovuto al fatto che quasi sempre tale informazione è considerata "sensibile", e pertanto non sempre esplicitata come invece avviene - di norma - per gli immobili residenziali o commerciali di ridotta dimensione

L'analisi del prodotto alberghiero



- Concepire il prodotto significa pertanto creare una *value proposition* per l'albergo, avendo quale baricentro dell'analisi il prodotto immobiliare, le sue caratteristiche differenzianti rispetto alle condizioni del mercato in grado di soddisfare uno o più segmenti di domanda presenti sul mercato
- È utile subito rappresentare come per alcuni aspetti, principalmente legati alle condizioni esterne e ai vincoli possibili che tali condizioni impongano, la realizzazione di un prodotto immobiliare alberghiero “ideale” risulta difficile da perseguire
- Per nuovi alberghi, l'aspetto del dimensionamento sarà necessariamente condizionato dalle regole urbanistiche e dai diritti di edificazione disponibili
- Per quelle situazioni in cui l'immobile sia già esistente e la forma e le dimensioni dell'immobile non consentano margini di manovra più ampi, lo sviluppo del prodotto alberghiero dovrà necessariamente rientrare nell'ambito di tali limitazioni fisiche

L'analisi del prodotto alberghiero



L'analisi delle strategie d'investimento

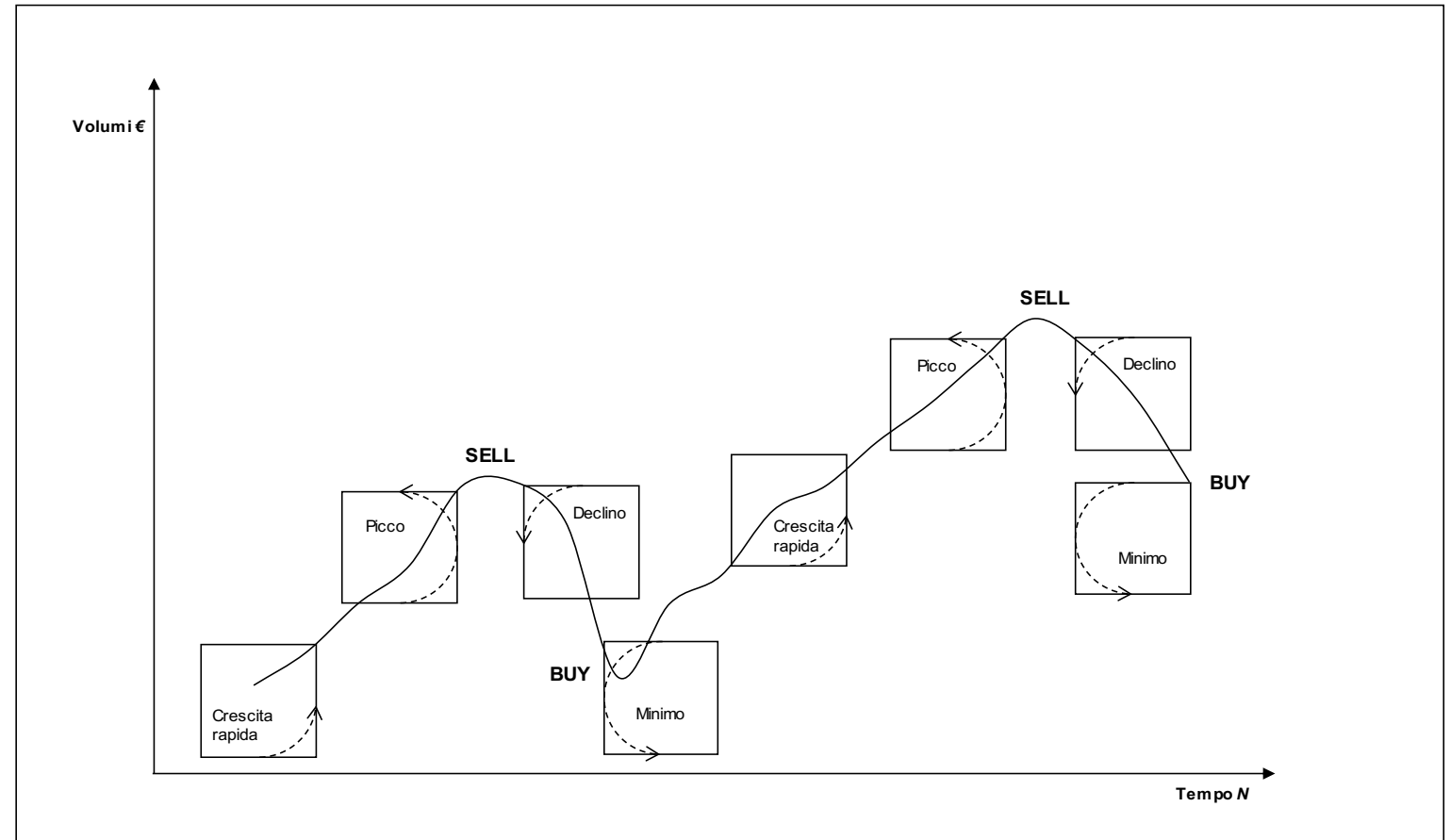


Approcci strategici differenziati

- Le strategie adottabili in un investimento immobiliare alberghiero variano notevolmente in funzione della natura del soggetto, delle condizioni attuali e prospettive del mercato
- Progressivamente gli operatori alberghieri si sono concentrati principalmente sulle operation attraverso formule contrattuali, piuttosto che sul mantenimento della proprietà di asset immobiliari, rendendo prevalenti strategie di creazione del valore attraverso gli intangible della gestione, rispetto ai potenziali upside realizzabili mediante la componente immobiliare
- La concentrazione degli operatori sulla componente gestionale, con separazione della proprietà dell'immobile, ha consentito loro di incrementare il numero di strutture gestite con un minore fabbisogno di capitale

Strategia Time to Market

- Date le dinamiche dei cicli immobiliari alberghieri, e il ruolo dello sviluppo di nuova offerta alberghiera in tali dinamiche, l'ottimizzazione di una strategia di valorizzazione che tenga conto dei cicli dovrebbe basarsi su una prospettiva di vendita nella fase di crescita delle performance e di espansione della nuova offerta alberghiera, in periodi di rapida crescita dei valori di mercato



L'analisi delle strategie d'investimento



Strategia Capital Appreciation

- Il ritorno sull'investimento immobiliare è composto da due componenti interrelate che contribuiscono a definire il *total investment return*, specificatamente i redditi ottenuti dall'*asset* nel corso dell'*holding period* e la *capital appreciation* a seguito dell'*exit* dall'investimento
- L'apprezzamento in conto capitale, ovvero la differenza (positiva o negativa) tra il prezzo d'acquisto e quello di vendita - rispettivamente all'inizio e alla fine dell'*holding period* - costituisce l'incremento o decremento di valore che si manifesta quale risultante di una serie di fattori, associati all'*asset* e al mercato

L'analisi delle strategie d'investimento

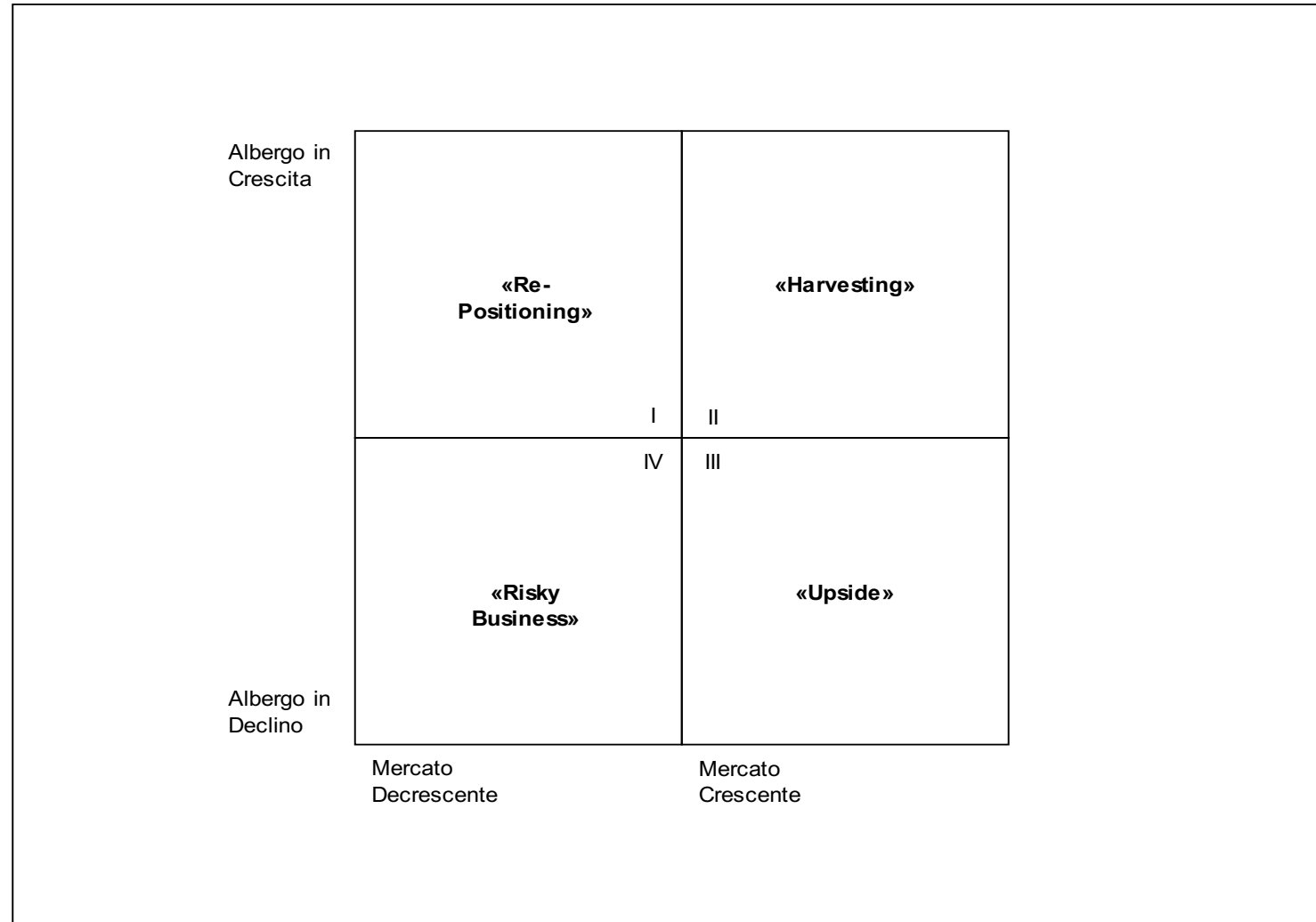


Strategia Capital Appreciation

Possono essere identificate quattro strategie:

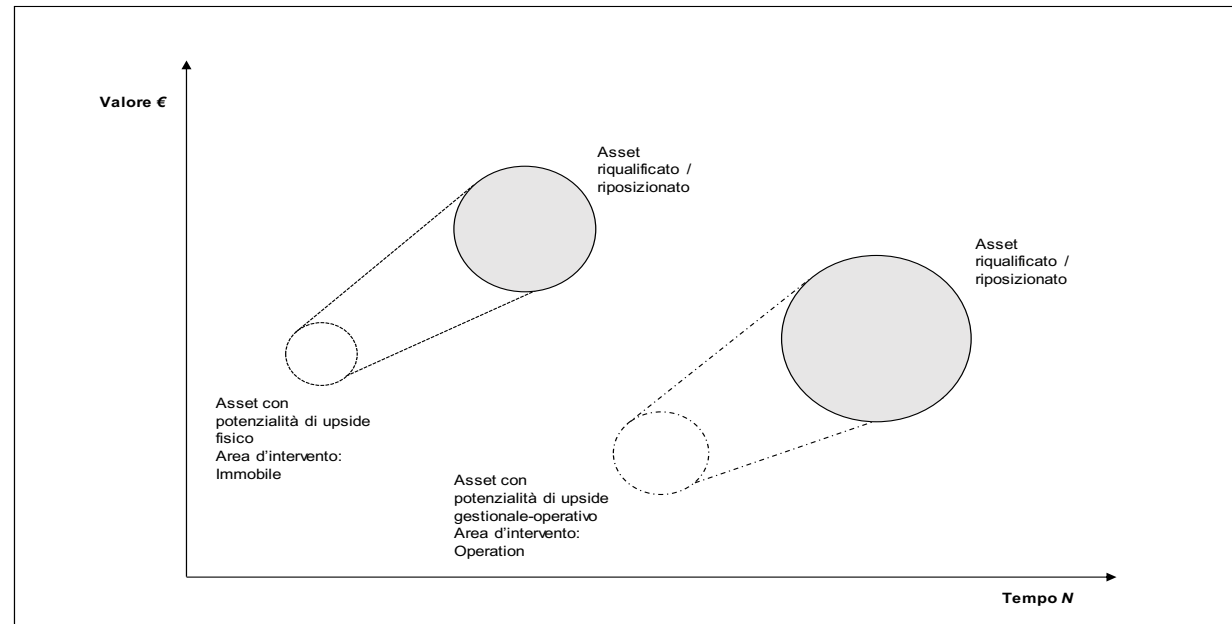
- Strategia “Re-positioning”: si può avere una combinazione di un albergo con performance gestionale in crescita in un mercato le cui performance medie sono in declino: l’approccio strategico più appropriato appare un riposizionamento - verso l’alto o verso il basso - al fine di modificare le condizioni competitive nelle quali l’asset si trova, con l’obiettivo di contrastare l’andamento di mercato
- Strategia “Harvesting”: si può avere una combinazione di un albergo con performance gestionali in crescita in un mercato in espansione e magari in condizioni di best performance, con il raggiungimento di tassi di occupazione e ricavi medi storicamente più elevati: la strategia più idonea è quella di “raccolgere” nel momento ideale tutto l’incremento di valore ottenuto attraverso la vendita dell’albergo sul mercato, con l’obiettivo di generare capital gain
- Strategia “Upside”: si può avere una combinazione di un asset alberghiero con performance gestionale in declino in un mercato con performance gestionali crescenti: qui le condizioni favoriscono l’adozione di una strategia selettiva di investimento sull’asset, mediante riqualificazione e change management, per capitalizzare le favorevoli condizioni di mercato
- Strategia “Risky Business”: infine, si può avere una combinazione di asset con performance gestionali in declino che si trovano in mercati decrescenti: qui il rischio è molto alto, e la strategia più idonea risulterebbe probabilmente quella di non investire o di valutare possibili cambi di destinazione d’uso dell’immobile

L'analisi delle strategie d'investimento



Strategia “Identification of Improvement Areas & Problem Solving”

- Un approccio strategico che riguarda l'identificazione di asset alberghieri che possiedono un potenziale di miglioramento, derivante da elementi legati all'immobile o alla gestione operativa
- Tali casistiche consentono un percorso di investimento realizzabile sia mediante capex , sia mediante l'adozione di modelli gestionali più efficienti, sulla base di una combinazione “prodotto-location” appropriata (es. immobile vetusto tuttavia ubicato in una buona location)



L'analisi delle strategie d'investimento



Strategia generale di “Investment Exit”

Possono essere identificate varie strategie:

- Vendita dell'immobile: forma più semplice di exit dall'investimento che consente di ottenere una liquidità immediata e poter perseguire altre opportunità d'investimento
- Apporto dell'immobile in un veicolo ai fini della sua quotazione in Borsa: il proprietario di un immobile apporta il bene al veicolo cedendone la proprietà a fronte di un controvalore determinato, sotto forma di azioni o quote del veicolo. In caso di successiva quotazione sul mercato del veicolo, le azioni o quote possono essere cedute in borsa, rendendo liquido l'investimento in titoli ricevuti come controvalore dell'immobile

Strategia generale di “Investment Exit”

Possono essere identificate varie strategie:

- Quotazione in Borsa della società (se ha varie proprietà): nei mercati più evoluti la soluzione di offrire sul mercato dei capitali una società proprietaria di immobili alberghieri direttamente gestiti può essere una strategia appropriata, tenendo conto che - diversamente dai REIT - una normale società di capitali può essere al contempo il soggetto proprietario e operatore degli asset alberghieri
- Vendita parziale del capitale societario: in particolare per immobili alberghieri di proprietà di veicoli societari, può essere rappresentata dalla vendita parziale del capitale della società che possiede gli immobili, con l'obiettivo di estrarre una porzione del valore sotto forma di cessione del capitale
- Sale and Leaseback dell'immobile: consiste nella vendita dell'immobile con un contestuale accordo in cui il venditore assume la gestione mediante un contratto di locazione. Il proprietario-operatore, attraverso la vendita dell'asset riesce a ottenere liquidità e a mantenere la gestione dell'immobile, inoltre, l'importo ottenuto è maggiore rispetto a quello potenzialmente ottenibile dal finanziamento con debito bancario



SDA Bocconi
School of Management

giacomo.morri@sdabocconi.it

**Giacomo Morri MRICS, Faculty Deputy for
Corporate Finance & Real Estate
SDA Bocconi School of Management**

*Faculty Deputy for Corporate Finance & Real Estate,
Associate Professor of Practice
SDA Bocconi School of Management
Professor of Real Estate Finance, Finance Department,
Bocconi University
Member and Registered Valuer, RICS Royal Institution
of Chartered Surveyors
Past President, European Real Estate Society
www.sdabocconi.it/realestate
www.propertyfinance.it
giacomo.morri@sdabocconi.it*



www.morri-trimarchi.it



**Hotel
Seeker**

**Fabrizio Trimarchi MRICS, Managing Partner
Hotel Seeker**

*Past Vice President, Jones Lang LaSalle Hotels, Milan
Italy
Postgraduate Certificate in Real Estate, Henley
Business School, University of Reading, UK
Advanced Certificate in Real Estate, Development &
Hotel Investment, Cornell School of Hotel
Administration, USA
Master SDA Bocconi, Milan, Italy
Member and Registered Valuer, RICS Royal Institution
of Chartered Surveyors
www.hotelseeker.it
fabrizio.trimarchi@hotelseeker.it*