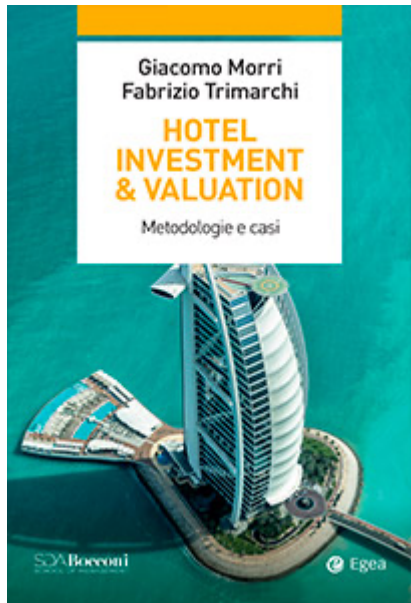


# HOTEL INVESTMENT & VALUATION

## ANALISI DELL'INVESTIMENTO IN IMMOBILI ALBERGHIERI

### Capitolo 7



**Giacomo Morri**

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

**Fabrizio Trimarchi**

Managing Partner  
Hotel Seeker

# Opzioni di investimento



Si possono individuare tre principali opzioni di investimento:

- **l'acquisizione di un immobile alberghiero esistente** destinato all'investimento:
  - in vacant possession
  - locato
- **lo sviluppo di un nuovo immobile alberghiero:**
  - destinato alla vendita a un investitore (ottica del developer di breve termine)
  - destinato all'investimento (ottica di lungo termine), mediante gestione diretta o locazione
- **la ristrutturazione di un immobile alberghiero** esistente oppure l'ampliamento, con le due casistiche di vendita o investimento

# Orizzonte temporale di analisi



L'investimento iniziale è rappresentato da tutti gli esborsi necessari per implementare la strategia di investimento:

- Nel caso dell'investimento in un immobile alberghiero esistente, che costituisce forse la casistica più semplice e diffusa, ci si riferisce al prezzo di acquisto del bene e a tutti gli oneri accessori, quali, tra le principali, le spese notarili e le imposte, la due diligence e i costi per l'eventuale intermediazione
- Nel caso di un'operazione di sviluppo, tra i primi esborsi vi è solitamente l'acquisizione dell'area dell'immobile da riconvertire, con le spese caratteristiche della casistica precedente. Rispetto al caso precedente, spesso non si tratta di un unico momento di esborso, ma le uscite proseguono per diversi periodi di analisi

I flussi di cassa intermedi (FdCI) dipendono dalla tipologia di operazione analizzata:

- **acquisizione di un immobile alberghiero esistente destinato all'investimento:**
  - immobile in vacant possession: il FdCI è rappresentato dal Reddito Operativo Netto dell'albergo inclusi gli elementi di costo legati all'immobile
  - immobile locato: il FdCI è rappresentato dal canone di locazione e dagli elementi di costo legati all'immobile, cioè dal risultato per il proprietario immobiliare
- **sviluppo di un nuovo immobile alberghiero o ristrutturazione di un immobile alberghiero esistente:** i FdCI saranno caratterizzati prevalentemente dalle uscite necessarie per lo sviluppo/riqualificazione della struttura alberghiera, oltre ai flussi derivanti all'attività gestionale per il periodo necessario ad avviare la struttura

# Disinvestimento finale



- Dal momento che l'analisi deve essere condotta considerando tutti i benefici economici futuri, teoricamente fino all'infinito, il disinvestimento finale, potenzialmente non sempre esplicitato nella strategia, rappresenterà l'ultimo flusso del piano finanziario nell'orizzonte temporale
- Nel caso in cui la strategia non preveda esplicitamente la vendita del bene, occorrerà comunque stimare un valore finale, cioè un teorico prezzo cui il bene possa essere venduto a tale data

# Profilo di rischio e tasso di attualizzazione



Il profilo di rischio dipende dalla tipologia di operazione analizzata:

- **acquisizione di un immobile alberghiero esistente destinato all'investimento:** presenta un generale ridotto livello di rischio trattandosi di un'attività esistente e avviata, con risultati storici conosciuti e un relativo basso livello di variabilità futura. Nel caso di *vacant possession*, il rischio è maggiore rispetto al caso della locazione
- **sviluppo di un nuovo immobile alberghiero:** si associa a un livello di rischio ben maggiore, con un conseguente superiore tasso di attualizzazione
- **ristrutturazione di un immobile alberghiero esistente:** presenta la stessa incertezza del caso precedente limitatamente a una parte del rischio costruttivo e, in maniera mitigata, in relazione al rischio legato alle previsioni dei risultati gestionali

# Criteri di valutazione degli investimenti



- Il **Valore Attuale Netto (VAN)** è la differenza tra il Valore Attuale e il valore di l'investimento iniziale

$$VAN = \sum_{n=1}^N \frac{F_n}{(1+k)^n} - I_0$$

dove:

- $F_n$  = Flusso di cassa
- $k$  = Tasso di attualizzazione
- $I$  = Investimento iniziale
- $n$  = Numero di periodi dell'orizzonte temporale



# Criteri di valutazione degli investimenti



- L'IRR è il tasso di attualizzazione che rende il VAN nullo

$$\sum_{n=1}^N \frac{F_n}{(1+IRR)^n} - I_0 = 0$$

dove:

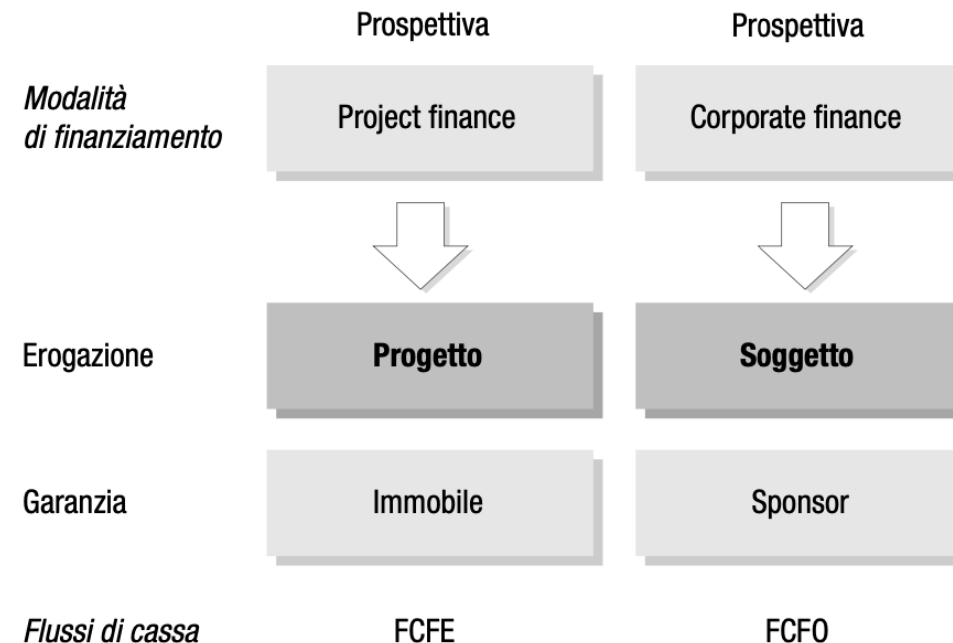
- $F_n$  = Flusso di cassa
- $k$  = Tasso di attualizzazione
- $I$  = Investimento iniziale
- $n$  = Numero di periodi dell'orizzonte temporale

Mentre l'ipotesi implicita nella formula del VAN è che tutti i flussi provenienti da qualsiasi progetto siano reinvestiti allo stesso tasso di rendimento (costo del capitale), l'IRR prevede ipotesi differenti per ciascun flusso, assumendo che ognuno venga reinvestito all'IRR del progetto stesso da cui è stato generato

- Esistono diversi livelli di flussi di cassa:
    - **il flusso di cassa operativo (Free Cash Flow from Operations, FCFO, o flusso unlevered)**
    - **il flusso di cassa dell'azionista (Free Cash Flow to Equity, FCFE, o flusso levered)**
  - I FCFO non considerano l'effetto della struttura finanziaria. Conseguentemente, il flusso di cassa operativo (al lordo di imposte) dovrà essere analizzato, ai fini del calcolo del VAN e dell'IRR, utilizzando un tasso di attualizzazione (anch'esso al lordo delle imposte) che consideri la remunerazione, cioè il costo, dell'intero capitale: si utilizzerà quindi un WACC
  - Calcolabili usando:
    - Il metodo diretto: si stimano direttamente le varie entrate e uscite al tempo atteso di manifestazione
    - Il metodo indiretto: si calcolano i flussi di cassa di diverse aree gestionali:
      - flusso di cassa della gestione corrente (Reddito Operativo – Imposte + Ammortamenti – Delta CCNC)
      - flusso di cassa degli investimenti e disinvestimenti
      - flusso di cassa della gestione finanziaria
-   
*Poco significativo per un albergo*

Modalità di finanziamento:

- **referita allo specifico progetto (prospettiva *project finance*)**: il finanziamento è erogato avendo quale unica garanzia l'oggetto dell'investimento
- **referita al soggetto che lo effettua (prospettiva *corporate finance*)**: il finanziamento non è erogato direttamente all'investimento, bensì al soggetto che lo effettua



- L'utilizzo di debito genera un effetto moltiplicativo sul rendimento del capitale proprio
  - positivo, quando il rendimento operativo è maggiore del costo del capitale di debito
  - negativo, nel caso opposto
- Ai fini dell'analisi di investimento, è tuttavia importante ricordare che, a fronte del maggior rendimento atteso nel caso in cui venga utilizzato del debito, si genera un maggior rischio finanziario
- Per tali ragioni, il rendimento che l'azionista dovrà richiedere in presenza di debito sarà proporzionalmente maggiore in funzione del debito utilizzato e del suo costo

- Nei finanziamenti immobiliari gli indici finanziari maggiormente utilizzati sono:
  - **Interest Cover Ratio (ICR)**. Il rapporto, espresso in percentuale, che sussiste tra i ricavi derivanti dai contratti di locazione e/o affitto degli immobili (o il flusso di cassa operativo) in un determinato periodo e l'importo degli interessi dovuti alla banca in relazione al finanziamento nel medesimo periodo. A seconda della tipologia dell'immobile da finanziare, tale indice deve essere superiore al 120-170%
  - **Debt Service Cover Ratio (DSCR)**. Il rapporto, espresso in percentuale, che sussiste tra i ricavi derivanti dai contratti di locazione degli immobili in un determinato periodo (o il flusso di cassa operativo) e l'importo delle rate (capitale e interessi) dovuti alla banca in relazione al finanziamento nel medesimo periodo. A seconda della tipologia dell'immobile da finanziare e della struttura finanziaria dell'operazione, tale indice deve sempre essere superiore almeno al 115-120%
  - **Loan to Value Ratio (LTV)**. Il rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del finanziamento concesso o residuo dovuto alla banca e il Valore di Mercato dell'immobile al momento del calcolo dell'indicatore. Tale indice, a seconda della tipologia immobiliare finanziata, non deve superare il 60-80% del valore degli immobili
  - **Loan to Cost Ratio (LTC)**. Il rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del finanziamento concesso o residuo dovuto alla banca dal soggetto finanziato e il costo per la costruzione dell'immobile al momento del suo calcolo. Tale indice, a seconda della tipologia immobiliare finanziata, non deve superare il 70-80% del valore degli immobili

- Per analizzare la sostenibilità finanziaria del progetto è necessario determinare i suoi flussi di cassa (FCFO), per comprendere sia il fabbisogno di equity necessario, in funzione di quanto debito sarà fornito dalle banche, sia la sostenibilità dello stesso in funzione dei diversi parametri/covenant del contratto di finanziamento
- **Un progetto di investimento è finanziariamente sostenibile quando il suo flusso di cassa operativo (FCFO) è superiore al servizio del debito, risultante in un DSCR maggiore di uno**
- Ovviamente, le banche imporranno parametri maggiori dell'unità, così come vorranno definire un minimo LTV che, in ogni periodo, garantisca il proprio credito

- Calcolabili usando:
  - Il metodo diretto: si stimano direttamente le varie entrate e uscite al tempo atteso di manifestazione includendo anche il rimborso dei debiti finanziari
  - Il metodo indiretto: si calcolano i flussi di cassa di diverse aree gestionali includendo anche la gestione finanziaria
- **La scelta tra l'utilizzo di FCFO e FCFE, comporta anche un diverso approccio:**
  - Con l'utilizzo degli FCFO si valuterà l'investimento in maniera indipendente dalla modalità effettiva di finanziamento: i FCFO saranno confrontati con l'intero costo del capitale (WACC), cioè con la remunerazione attesa da tutti i conferenti, cioè le banche per il debito e gli azionisti per l'equity
  - Con l'utilizzo degli FCFE si considerano i soli flussi di pertinenza dell'azionista, dal momento che la remunerazione, ma anche il rimborso e l'erogazione del capitale di debito, sono già stati inclusi



**SDA Bocconi**  
School of Management

[giacomo.morri@sdabocconi.it](mailto: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](http://www.sdabocconi.it/realestate)  
[www.propertyfinance.it](http://www.propertyfinance.it)  
[giacomo.morri@sdabocconi.it](mailto:giacomo.morri@sdabocconi.it)*



[www.morri-trimarchi.it](http://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](http://www.hotelseeker.it)  
[fabrizio.trimarchi@hotelseeker.it](mailto:fabrizio.trimarchi@hotelseeker.it)*