

Avaliação Imobiliário

“Lucro do Promotor Imobiliário”¹, no âmbito do Método Residual

Amaro Laia, 13 de Outubro, 2020

amaro.laia@gmail.com

Pretende-se com este artigo abordar uma questão polémica no âmbito da avaliação imobiliária de propriedades de desenvolvimento (promoção imobiliária), que é a de saber se a prática seguida por alguns avaliadores de incluir o Lucro do Promotor nos Fluxos de Caixa, no Método Residual Dinâmico, como se de um custo se tratasse, é ou não sustentável do ponto de vista da teoria financeira e qual a posição defendida pela TEGoVA e RICS sobre o mesmo tema. Com este objetivo abordar-se-ão os seguintes pontos:

1. Método Residual
 2. Inclusão do Lucro do Promotor nos Fluxos de Caixa do Método Residual Dinâmico
 3. O que nos diz a teoria financeira
 4. Comparação dos resultados obtidos pelo Método Residual Estático e pelo Método Residual Dinâmico
 5. Posição da TEGoVA e da RICS
-

1. Método Residual (MR)

Um dos métodos de avaliação recomendado² e mais utilizado, para avaliação de terrenos urbanos objeto de promoção imobiliária ou para avaliação de imóveis objeto de reabilitação, é o Método Residual (MR)³. Como o próprio nome indica o valor é estimado por via residual, ou seja, aos rendimentos brutos obtidos, após a construção e venda dos imóveis, subtraem-se todos os gastos relativos ao desenvolvimento da promoção imobiliária, necessários à obtenção daqueles rendimentos, restando assim um resíduo, igual ao valor do terreno⁴ ou, conforme o caso, igual ao valor do imóvel para recuperar.

¹ *Developer's Profit*, na terminologia anglo saxónica

² Para além do método comparativo de mercado, que nem sempre é fácil de aplicar na avaliação de propriedades de desenvolvimento, por falta de informação.

³ Esta designação (*Residual Valuation*) é a mais correntemente utilizada no UK. A mesma metodologia assume ainda as seguintes designações: *Feasibility Study* no continente europeu e *Development Appraisal* nos USA

⁴ Note-se que aqui o que procuramos é o valor do terreno, sendo esta a incógnita, cujo valor se pretende estimar. Se estivéssemos no domínio da *Análise do Investimento* e o terreno fosse um dado conhecido, então o respetivo custo seria considerado no modelo de análise e o valor atualizado líquido corresponderia, se fosse positivo, ao valor criado pelo investimento

No essencial, este modelo de avaliação pode resumir-se da seguinte forma:

Rendimentos Brutos Valor Bruto da Promoção (VBP)	—	Gastos Totais (GT)	=	Valor do Terreno (VT)
Valor bruto da promoção		Todos os gastos diretos e indiretos		Valor Residual Líquido
Admitindo a conclusão da promoção		Custos da construção		Valor máximo do terreno
Valor total dos recebimentos das vendas		Custos indiretos da construção		Incluindo custos de aquisição
Presumível valor das transações		Soft costs		
		Custos do Promotor		
		Lucro do Promotor !?		
		Gastos Financeiros!?		C/S Endividamento ?

Observação: as rubricas a bold correspondem a tópicos polémicos que têm gerado alguma controvérsia na aplicação do Método Residual e que serão abordados neste artigo

Existem duas abordagens diferentes de aplicação do método residual: método residual estático (MRE) e método residual dinâmico (MRD)⁵:

- MRE, básico, em que não se considera o valor temporal do dinheiro, partindo-se do princípio que todos os gastos e todas os rendimentos se verificam no mesmo momento temporal. Ao resultado obtido pela diferença entre rendimentos e gastos, deduz-se ainda uma margem de lucro para o promotor (LP), obtendo-se assim o valor líquido do terreno ou do imóvel para recuperar. Trata-se de uma abordagem simples e não conforme com a teoria financeira. Pode utilizar-se para uma primeira aproximação à estimativa do valor pretendido, especialmente quando se trata de pequenos empreendimentos a desenvolver num curto espaço de tempo. Esta abordagem, pode considerar-se como um sub método do custo;

- A outra abordagem, MRD, com aplicação dos fluxos de caixa atualizados (DCF), em que os diversos gastos e rendimentos (fluxos de caixa) são projetados ao longo do tempo, nos períodos em que se prevê que venham a ocorrer. Em coerência com a teoria financeira, este método respeita o princípio do valor temporal do dinheiro, sendo os fluxos de caixa futuros atualizados para o momento da avaliação, o momento presente, à taxa de atualização adequada. E assim se obtém como resultado o Valor Atualizado Líquido (VAL), que corresponde ao valor máximo do terreno ou do imóvel a recuperar, no estado em que se encontra. Este método pode ser entendido como um sub método do rendimento.

O MR tanto pode aplicar-se para estimar o Valor de Mercado como para estimar o Valor para o Investidor. Os dados utilizados é que podem ser diferentes, quer sejam os rendimentos e gastos, quer seja o timing de execução do projeto, quer sejam o custo do capital e o lucro do promotor. Com efeito, estes dados dependem de investidor para investidor, conforme a sua capacidade de produção, produtividade e capacidade de endividamento, o que deve ser levado em conta quando se procura o Valor para o

⁵ A escolha de um ou dos dois métodos é da inteira responsabilidade do avaliador, dependendo das particularidades de cada caso, devendo a opção tomada ser devidamente justificada no relatório de avaliação

Investidor. Mas quando se procura estimar o Valor de Mercado atende-se às condições médias de mercado e não às especificidades de um determinado investidor.

2. Inclusão do LP nos fluxos de caixa do MRD

Na aplicação do MRD, em que se considera o valor temporal do dinheiro através da aplicação do DCF, verifica-se na prática da Avaliação Imobiliária, que alguns avaliadores incluem o LP, nos fluxos de caixa, como se de um custo adicional se tratasse, à semelhança do procedimento adotado quando se aplica o MRE, em que não se considera o valor temporal do dinheiro.

Trata-se de uma prática não conforme com a teoria financeira.

Normalmente o LP é estimado em percentagem dos custos totais (+- 30%, dependendo dos timings do empreendimento e do risco) ou em percentagem da receita bruta total (+- 20%, também em função dos timings e do risco) e é inserido no período zero ou no último período da avaliação. Em situações de maior complexidade do empreendimento, de um horizonte temporal de execução do projeto mais longo e no caso de um segmento imobiliário de luxo, aquelas taxas podem ser superiores, rondando os 35%.⁶ Tudo depende também da fase do ciclo imobiliário em que nos encontramos.

Entre os argumentos utilizados (erradamente) para a inclusão do LP no método residual dinâmico, apesar da aplicação do DCF (em que a taxa de atualização utilizada já incorpora, implicitamente, a rentabilidade requerida do mercado ou de um investidor em particular), constata-se os seguintes:

- Trata-se de uma prática antiga utilizada por muitos avaliadores e, por vezes, pedida pelo cliente, pelo que assim se justifica a sua aplicação.
- Dado que no MRE se utiliza, também se deve utilizar no MRD. Em qualquer dos métodos, o valor que se pretende estimar, seja o valor do terreno para desenvolvimento imobiliário, seja o valor do imóvel para reabilitar, é apurado por via residual, após dedução da margem de lucro para o promotor imobiliário.
- O promotor imobiliário suporta determinados custos (gestão e fiscalização do empreendimento, honorários do projeto, seguros, água, energia eléctrica, taxas, licenças e outros), os quais devem ser considerados na avaliação, não como custos, mas como se tratasse de um lucro do promotor, quer no método residual estático, quer no método residual dinâmico.

A fragilidade destes argumentos e a respetiva contestação pode resumir-se, no essencial, ao seguinte:

O primeiro argumento não é minimamente sustentável, pois se a prática tradicional está errada, não conforme com a teoria financeira, não pode ser invocada para defender tal procedimento. No entanto, se for solicitada pelo cliente, constando dos

⁶ Ver também Paulo Assunção em tese de mestrado, ISEG, 2011, sobre “obtenção de uma fórmula prática que estabeleça uma relação entre a percentagem do valor do terreno e o valor de venda da habitação”

termos de contratação, pode eventualmente utilizar-se, devendo o avaliador justificar o procedimento adotado.

Em relação ao segundo argumento, é correto incluir o LP no método residual estático, já que assim se mitiga parcialmente o erro de não considerar o valor temporal do dinheiro. Mas no método residual dinâmico, ao atualizar os fluxos de caixa a uma determinada taxa de atualização, essa taxa já corresponde à rentabilidade requerida para esta promoção, devendo incorporar todos os riscos, quer da construção, quer da promoção. Por isso, não é aceitável inserir o LP nos fluxos de caixa, como se de um custo adicional se tratasse. A não ser que deliberadamente se utilize uma taxa de atualização mais baixa, que não incorpore o risco da promoção. Ainda assim, trata-se de uma prática não conforme com a teoria financeira, levantando-se a questão de saber como calcular essa taxa de atualização.

Constata-se por vezes que o procedimento adotado (erradamente) deriva simplesmente de não se compreender a diferença entre os dois métodos residuais. Enquanto que no MRE não se considera o valor temporal do dinheiro, no MRD tal é considerado.

Quanto ao terceiro argumento, parece confundir-se os custos do promotor com o lucro do promotor. Se se trata de custos do promotor, sem dúvida que estes deverão ser incluídos no método residual dinâmico, de forma explícita, bem como no método residual estático. Isso é inquestionável, mas custos são custos e o LP não é um custo.

3. O que nos diz a teoria financeira⁷

Acabámos de ver que uma das incorreções cometida por alguns avaliadores na aplicação do método residual baseado nos fluxos de caixa atualizados, é a inclusão do LP no modelo dos fluxos de caixa atualizados⁸.

Em conformidade com a teoria financeira, a abordagem correta à estimativa do valor, com recurso ao DCF, faz-se através do cálculo do VAL sobre todos os fluxos de caixa futuros (rendimentos menos gastos, período a período), os quais são atualizados para o momento presente (data da avaliação). O VAL assim calculado corresponderá ao valor residual do terreno⁹ ou do imóvel a recuperar, no estado em que se encontram, conforme o caso.

O modelo do VAL é recomendado por toda a literatura financeira de referência sobre finanças empresariais e avaliação de investimentos e não há qualquer razão para não se aplicar também à avaliação imobiliária, quer seja na aplicação do método residual dinâmico, quer seja na aplicação do método do rendimento¹⁰

⁷ Teoria financeira que está na base das finanças empresariais e das finanças imobiliárias

⁸ Outra incorreção está relacionada com o tratamento do financiamento. Não se devem incluir encargos financeiros nos fluxos de caixa, já que implicitamente, através da taxa de atualização, a remuneração do capital está por essa via contemplada. Ao incluir-se GF nos fluxos de caixa está a penalizar-se duplamente o investimento. Por outro lado, também de acordo com a teoria financeira, a avaliação para estimar o valor de mercado, deve ser efetuada com base nos fluxos de caixa operacionais, independentemente das condições de financiamento.

⁹ Trata-se do valor máximo para não comprometer a viabilidade financeira do empreendimento, à taxa de atualização adotada.

¹⁰ O método do rendimento avalia o valor dos imóveis, em função do rendimento líquido (fluxos de caixa) gerado pelos mesmos. Estes fluxos de caixa são atualizados à taxa de atualização adequada, e o VA assim calculado corresponderá ao valor do imóvel. Trata-se da avaliação de imóveis maduros já

Na abordagem através dos fluxos de caixa o lucro é representado pela rentabilidade requerida, correspondente à taxa de atualização, e não pela inclusão nos fluxos de caixa de um qualquer montante designado por lucro do promotor.

Se o VAL for positivo ele corresponderá ao valor residual do terreno ou do imóvel a recuperar, se for o caso, podendo expressar-se na seguinte fórmula:

$$VAL = \sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

Em que:

FC_t corresponde à diferença entre os fluxos de caixa de entrada, resultante dos rendimentos gerados em cada período pela promoção imobiliária, e os fluxos de caixa de saída, relativos aos gastos com o desenvolvimento da promoção imobiliária em cada período.

k é a taxa de atualização, custo de oportunidade do capital ou rentabilidade requerida pelo mercado ou, em particular, por um determinado investidor, conforme o tipo de valor pretendido.

T é o número de períodos em que a promoção imobiliária gera fluxos de caixa

t representa cada um dos períodos em que se verificam os fluxos de caixa

4. Resultados obtidos pelo MRE e pelo MRD

Os resultados obtidos pelos dois métodos podem ser iguais (embora na prática dificilmente serão iguais, a não ser que se manipulem os dados) ou diferentes. Numa primeira análise seria admissível que o MRE conduzisse a um valor superior ao que se encontra pelo MRD, já que neste método os fluxos de caixa futuros são penalizados através do processo de atualização.

No entanto, nem sempre isso se verifica, dependendo de diversos fatores, nomeadamente do custo do capital considerado, do lucro do promotor, do prazo e padrão de distribuição dos fluxos de caixa.

O quadro que se segue apresenta um exemplo muito simples, em que os resultados obtidos pelos dois métodos são iguais. Isto acontece, porque o LP do MRE foi manipulado para que o resultado fosse o mesmo.

METODO RESIDUAL estatico vs dinamico							
Valor de um Terreno para promoção imobiliária							
Metodo residual estatico c LP e c GF				Metodo residual dinamico s LP e s GF			
				0	1	2	3
PVT	300			PVT			300
Cc	100			Cc	-50	-50	
Cpromotor	20			Cpromotor	-10	-10	
Lpromotor	60			Não			
Gfinanceiros	10,00			Não			
				Fcaixa	-60	-60	300
Terreno ?	110,00			VA=Terreno ?	110,0		
Cpromotor(20%*Cc)	20%			Notas: A não inclusão do LP e dos GF no MRD é o procedimento correto			
Lpromotor(20%*PVT)	20%			O processo da atualização considera implicitamente os GF e além disso			
Gfinanceiros (taxa juro)	5,553%			a taxa de atualização reflete também o lucro requerido pelo promotor,			
Taxa de atualização	12,50%			em função do risco. Por isso, a não ser que a taxa de atualização adotada			
				seja muito baixa não é correto considerar o LP			
				Dado que no MRE se considera o LP e os GF, os dois métodos podem ou não conduzir ao mesmo resultado, o que depende dos GF, do LP,			
				da taxa de atualização, do prazo e padrão de distribuição dos fluxos de caixa previsionais. Se no MRE não se incluissem o LP e os GF			
				este método daria um resultado sempre superior ao MRD, porque este considera o valor temporal do dinheiro			

Observação: O PVT (presumível valor de transação), que consta no início do quadro, não sendo um conceito utilizado pelas normas internacionais de avaliação é muito utilizado na prática da avaliação imobiliária em Portugal para designar o valor de mercado.

Note-se que, neste exemplo, considerámos o LP e os gastos financeiros (GF) somente no MRE, sendo este o procedimento correto. Com efeito, como já foi referido anteriormente, o processo de atualização considerado no âmbito do MRD e o cálculo do VAL, como resultado desse processo, já incorpora, implicitamente, a rentabilidade exigida ("LP"), bem como os Gastos Financeiros (GF).

Embora o tema central deste artigo seja o LP, cabe aqui uma breve referencia aos Gastos Financeiros, que muitos avaliadores erradamente também incluem nos fluxos de caixa operacionais, para apurar o valor de mercado. E erradamente, porque o processo de atualização já inclui, implicitamente, os encargos financeiros, pelo que considerá-los corresponderia a penalizar duplamente o empreendimento e o valor do terreno. Por outro lado, quando se está à procura do valor de mercado, os fluxos de caixa relevantes são os fluxos de caixa operacionais, sem considerar qualquer endividamento. De acordo com a literatura financeira de referência, as decisões de investimento devem separar-se das decisões de financiamento, sendo o valor de mercado apurado completamente independente das condições de financiamento.

Também neste domínio, segundo algumas normas internacionais parece admissível a inclusão dos GF nos fluxos de caixa, o que, pelas razões já referidas, não está em conformidade com a teoria financeira.

5. Posição da TEGoVA e da RICS sobre a inclusão ou não do LP no MRD

5.1. TEGoVA

As EVS 2016, da TEGoVA, não são muito claras sobre qual o melhor procedimento. O ponto 6.5. do EVIP 5., que trata dos métodos de avaliação, deixa dúvidas quanto à inclusão do lucro do promotor na avaliação, quando se utiliza o método residual dinâmico. A dúvida resulta, desde logo, do facto de não se perceber muito bem se as referências constantes do ponto 6.5. do EVIP 5, sobre o lucro do promotor, se aplicam somente ao método residual estático ou também ao método residual dinâmico.

Com efeito, nesse ponto da EVIP 5, faz-se referência ao Método Residual, o que deixa dúvidas se se trata do Método Residual Estático, do Método Residual Dinâmico (DCF) ou de ambos.

No ANEXO I transcreve-se parcialmente o EVIP 5, ponto 6.5. do Blue Book.

5.2. RICS

Há um ano foi publicada uma Guidance Note (GN), da RICS, que vem clarificar esta questão, desde há muito discutida no âmbito da avaliação imobiliária (incluir ou não incluir o LP no DCF)

A posição defendida por esta GN vem de encontro ao que desde há muito defendemos, ou seja, o lucro do promotor deve ser tratado de forma diferenciada no método residual estático e no método residual dinâmico (fluxos de caixa atualizados). No MRE deve considerar-se o LP, mas no DCF não deve incluir-se o LP nos fluxos de caixa, já que neste método o LP está representado no custo do capital requerido (taxa de atualização)

Seguidamente transcrevem-se algumas partes dessa Guidance Note, com sublinhados nossos, apresentando-se em anexo (ANEXO II) mais alguns desenvolvimentos.

*“...The approach of a discounted cash flow is to calculate the net present value (NPV) of the estimated costs and revenues over the duration of the development project. With all other costs and revenues accounted for, **the NPV will be a current estimate of the residual land value.**”*

*“...The NPV model is set out in numerous corporate finance and investment appraisal texts. **In a standard cash flow, profit is represented as a return on capital (IRR) and the NPV, assuming that it is positive, is then the residual land value. ...**”*

“...Understanding the nature of risk of the development is crucial to the identification of the appropriate return to the developer. Many of these risks relate to the volatility of the profit relative to input uncertainty regarding the major inflows and outflows over the development period.

*“... In a discounted cash flow, the nominal cash flows are discounted at the project target rate of return. This target rate is based on the required rate of return for a riskfree investment or project plus a premium for the risk undertaken. **Development profit is therefore represented as a rate of return, not a single lump sum at some point in the time***

*“...There are other ways in which profit can be specified within a discounted cash flow approach, but these profits usually introduce other complications over and above the choice of rate of return. For example, it is possible to incorporate profit as a single lump sum element based either on return on GDV or return on development costs. **Incorporating a lump sum profit into the cash flow raises issues of what rate to discount the remaining cash flows...**”*

ANEXOS

ANEXO I - TEGoVA

Blue Book da TEGoVA, EVS 2016

“EVIP 5. Valuation Methods

6.5. The Residual Method

6.5.1 *The residual method is used to arrive at a value for a vacant site or a site or a building that has potential for redevelopment or refurbishment. It assumes that the process of development, redevelopment or refurbishment is a business and, by adopting this assumption, it is possible to assess the market value of land or land and buildings in their existing form, reflecting development potential as a part of that process.*

6.5.2 *This is a method that is simple in concept but needs great skill and experience in application, as what appear to be minor changes to the assumptions made in carrying out the valuation can have dramatic effects on the final answer. In particular, variables relating to rental income, investment yield and building costs must be analysed in terms of testing the sensitivity of the residual value. This might be achieved by the creation of a discounted cash flow (DCF) that illustrates the present value of the future development.*

6.5.3 *The residual method comprises the estimation of the market value of the site or the buildings in a developed or redeveloped form, either by comparison or by the investment method.*

6.5.4 *From this “gross development value”, all costs have to be deducted that will be incurred in putting the property into the form that will command that price. These costs will include demolition of any existing buildings, design costs, infra-structure works, construction costs, professional fees, finance costs and costs of letting and sale.*

6.5.5 *From the resultant figure, the “developer’s profit” will have to be deducted; it is an allowance for the risk of undertaking the development. Developer’s profit will either be expressed as a percentage of costs employed in a project, or a percentage of the gross development value, and percentages adopted will vary, depending on a variety of factors linked mainly to the risk inherent in the project and the letting and sale of the completed properties. By deducting these liabilities from the final market value a residue is produced and this represents what the developer can afford to pay for the site for redevelopment. The residual value comprises the site value, related acquisition costs and finance costs incurred in holding the land over the development period. These costs then need to be deducted to arrive at the value of the site. If the land cost is known, the residual calculations can establish the likely ‘ developer’s profit ’ .*

6.5.6 *The opinion of value arrived at using the Residual Method should be the subject of a sensitivity analysis as changing any of the inputs can dramatically affect the resulting land value.*

6.5.7 *Risk forms an important element in valuations and appraisals of development sites. Much of the uncertainty for the developer derives from the time taken to complete the process, from identifying demand through to site acquisition, planning consent, construction, letting and sale*

or owner occupation. The time delay is one reason for the typical cyclical pattern of real estate markets. All stages are subject to potential delay, and there is always a risk that consumer demand will change, or that interest rates and the economic cycle will alter significantly. The valuer, in interpreting the market, is reflecting the perceptions as to future events that are current at the date of valuation.”

ANEXO II - RICS

RICS professional standards and guidance

Valuation of development property

1st edition, October 2019

“...6.1.2. This guidance note focuses on the valuation of development land and will initially develop the method on the assumption that the site value is the required outcome.

6.1.3 The residual valuation method is complicated by the fact that development takes time, while the valuation is at a single time point. Because of this, two different applications of the method have been developed: discounted cash flow and a more basic application of the residual method.

6.1.4 This section, and Appendix B, set out the underlying principles behind these two applications of the residual method. This will help valuers identify the appropriate technique and inputs for each individual valuation. Several technical issues arise and these, together with a discussion of the input choices within the two applications, are discussed in Appendix B. The valuer should evaluate these issues when using each application and adjust where appropriate.

.....

6.1.8 Note that this guidance note does not prescribe the particular application of the residual method – this should always be a decision for the valuer in the particular circumstances, not least considering the asset class involved and the way that the market in that asset class actually operates. There are occasions when both applications of the method may be required and, given the individuality of many development valuations, one application of the method may inform the other...

Two different applications of the residual method have been developed: discounted cash flow and a more basic application of the residual method. The basic residual valuation

might be used for less complex assets or early in the development process to consider optimum development. A discounted cash flow may be used for more complex assets with phased construction or disposal where the timing of events needs to be fully accounted for in the valuation. The applications are not mutually exclusive

.....

The basic application of a discounted cash flow is to calculate the NPV of the estimated costs and revenues over the duration of the development project. With all other costs and revenues accounted for, the NPV will be a current estimate of the residual land value.

If value/cost projections are used, this should be explicitly stated together with an explanation of the assumptions underpinning those projections. Other assumptions, including required target rate of return, should also explicitly stated

.....

The basic application of the residual method is a simplified representation of the expected revenue and expenditure from a development. The residual land value is derived from the value of the completed development (net) minus the development costs, including developer's profit.

The residual method, both basic and discounted cash flow applications, can also be used to determine the profitability of proposed development projects for the subject property where land price or value has already been determined.

6.2 Discounted cash flow application

6.2.1 Cash flow models reflect assumptions about the timing of revenue and expenditure over the development period on a period-by-period basis. The approach of a discounted cash flow is to calculate the net present value (NPV) of the estimated costs and revenues over the duration of the development project. With all other costs and revenues accounted for, the NPV will be a current estimate of the residual land value.

6.2.2 The NPV model is set out in numerous corporate finance and investment appraisal texts. In a standard cash flow, profit is represented as a return on capital (IRR) and the NPV, assuming that it is positive, is then the residual Land value

“Anexo B da GN:

B1.2.9 Development profit

B1.2.9.1 Understanding the nature of risk of the development is crucial to the identification of the appropriate return to the developer. Many of these risks relate to the volatility of the profit relative to input uncertainty regarding the major inflows and outflows

over the development period.

B1.2.9.2 In a discounted cash flow, the nominal cash flows are discounted at the project target rate of return. This target rate is based on the required rate of return for a riskfree investment or project plus a premium for the risk undertaken. Development profit is therefore represented as a rate of return, not a single lump sum at some point in the time

B1.2.9.5 There are other ways in which profit can be specified within a discounted cash flow approach, but these profits usually introduce other complications over and above the choice of rate of return. For example, it is possible to incorporate profit as a single lump sum element based either on return on GDV or return on development costs.

Incorporating a lump sum profit into the cash flow raises issues of what rate to discount the remaining cash flows.

B1.2.9.9 All techniques have their limitations. In this case, an approach based on the target rate of return on the direct costs and values has fewer limitations than the alternative applications previously set out.”

.....

B2.2.3 Developer's profit

B2.2.3.1 The nature of the development, and the prevailing practice in the market for the sector, helps to determine the selection of the profit margin, or rate of return, and the percentage to be adopted varies for each case.

B2.2.3.2 As indicated in this guidance note, although the IRR is a truer measure of the required return of a development project taking the timing into account, it is usual to express profit within a basic residual valuation as a capital profit expressed as a percentage of the total development cost (including finance) or of GDV.

B2.2.3.3 It is also common practice for development companies who retain completed projects in their investment portfolios to judge the success of a project in terms of the enhancement of the balance sheet (net asset value) rather than the profit and loss account (income).

B2.2.3.5 The appropriate profit to be expected from a development will be influenced by a number of factors that either increase or decrease the risk and uncertainty within the development. These issues include the certainty of inputs, such as pre-sales or prelettings, fixed construction costs or variable costs, long- or short-term projects and fixed or variable finance rates.”