

Enrica Capoccia

Dottore Commercialista

Revisore Legale

Via Delle Marmore, 5 – 06134 Perugia

Tel. 333-9354900

PEC enrica.capoccia@legalmail.it

Email: enrica.capoccia@gmail.com

Tribunale di Spoleto
Sezione Fallimentare

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE
ECONOMICO D'AZIENDA

“Omissis..”

Fallimento n. 28/2018

Dott.ssa Enrica Capoccia

Enrica Capoccia

Dottore Commercialista

Revisore Legale

Via Delle Marmore, 5 – 06134 Perugia

Tel. 333-9354900

PEC enrica.capoccia@legalmail.it

Email: enrica.capoccia@gmail.com

Sommario

1	Introduzione.....	1
1.1	Conferimento dell'incarico.....	1
1.2	Obiettivi della valutazione.....	1
1.3	Periodo di riferimento.....	1
2	Breve Storia della Società.....	1
3	Documenti acquisiti.....	2
4	Consistenza dell'azienda oggetto di stima.....	3
5	Mercato di riferimento.....	4
6	Metodi di valutazione aziendale.....	4
6.1	Il metodo finanziario.....	5
6.2	Il metodo reddituale.....	6
6.3	Il metodo Patrimoniale.....	6
6.4	Il metodo misto Patrimoniale - Reddituale.....	7
6.5	I metodi sintetici di mercato.....	8
7	La scelta del metodo di valutazione.....	8
8	Valutazione risultante dall'applicazione del metodo Misto Patrimoniale — Reddituale.....	9
9	Metodi di confronto.....	15
10	Conclusioni.....	15

1 Introduzione

1.1 Conferimento dell'incarico

La sottoscritta Dott.ssa Enrica Capoccia iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Perugia al n. 1264/A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 179818 con D.M. 18.04.2018 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale in data 08.05.2018, ricevuto l'incarico dal Curatore, Dott. Marco Locci, in merito al fallimento della Società Omissis... (dichiarato dal Tribunale di Spoleto 22.05.2018) di fornire parere valutativo con riferimento all'azienda in epigrafe per l'esercizio di attività di albergo di proprietà della fallita, correnti in Viale Mezzetti n. 13 in Foligno.

1.2 Obiettivi della valutazione

La valutazione è diretta ad accertare il valore dell'azienda alberghiera, da un complesso organizzato di arredi e attrezzature, dai contratti stipulati per il suo esercizio, esclusi i crediti ed i debiti, al fine di fornire un valore di riferimento per l'espletamento delle procedure competitive previste dall'art. 107 L.F., funzionali alla massimizzazione dell'attivo fallimentare.

La sottoscritta intende evidenziare che la valutazione viene formulata tenendo conto che l'azienda non verrà venduta in ambito fallimentare.

1.3 Periodo di riferimento

La valutazione si intende riferita al 31.12.2023 ed è basata sulla documentazione meglio dettagliata nei successivi paragrafi al quale si rimanda per maggior dettaglio.

2 Breve Storia della Società

La società Omissis... in fallimento di cui ci si accinge a quantificare il valore aziendale è stata costituita in data 05.09.1994 con sede legale a Foligno (PG) Omissis..., e con capitale sociale pari ad euro 100.000 ed ha per oggetto: *-"gestione e attività turistico alberghiera, compresi impianti sportivi e ricreativi e comunque atti a favorire lo sviluppo turistico-alberghiero; conduzione e gestione immobili, impianti e servizi, sia direttamente che a mezzo terzi; acquisto, permuta, vendita, costruzione, ricostruzione, trasformazione, ampliamento, adattamento di immobili e di complessi turistici-alberghieri tecnicamente organizzati; progettazione, esecuzione di opere di impianti e servizi turistici, residenziali, alberghi e/o complementari."*

Le difficoltà finanziarie incontrate sino a quel momento (crisi immobiliare iniziata nel 2008) e l'elevata onerosità della struttura ricettiva, hanno portato, dopo varie vicissitudini, a depositare, per il tramite del proprio legale, istanza di fallimento in proprio. Il Tribunale di Spoleto ha dichiarato il fallimento il successivo 22.05.2018 con il n.28/2018.

3 Documenti acquisiti

Lo scrivente ha esperito un accesso presso la struttura ricettiva, come da allegato verbale (**All.1**), con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa alberghiera. In quella occasione, sono state visionate le varie tipologie di camere e le parti comuni. Sono state inoltre richieste una serie di informazioni relative alla gestione nel periodo intercorrente tra il 2018 e il 2023, in particolare:

- Documentazione contabile periodi 2018 - 2023.
- Tariffario medio applicato per tipologia di camera e stagionalità;
- Tasso medio di occupazione delle camere negli esercizi oggetto di indagine;

Inoltre è stato richiesto al Curatore:

- Verbale di inventario della fallita;
- Libro cespiti;
- Contratto di gestione alberghiera sottoscritto in data 10.01.2018 tra la fallita e l'affittuaria e successivi adeguamenti;

Il sottoscritto ha anche estrapolato informazioni di settore ed economico-patrimoniali da altre società, indicate dai gestori dell'affittuaria quali potenziali concorrenti, per posizionamento geografico e comparabilità delle strutture.

4 Consistenza dell'azienda oggetto di stima

L'oggetto della presente valutazione consta di un'azienda esercente l'attività ricettizia di hotel.

Le due strutture (Hotel Omissis... e Hotel Omissis..., le quali vengono gestite come unica attività) situate a Foligno, nel centro della città dispongono ad oggi di n. 24 camere agibili, oltre che di un bar, un parcheggio privato e una sala comune, camere climatizzate con WiFi gratuito e bagno privato.

A far data dal 10.01.2018 l'attività è stata data in gestione alla società Omissis... Le camere, ognuna a tema dedicato, oltre a locali comuni e di servizio tipici di analoghe strutture ricettive, quali reception, bar-sala colazioni, dispensa, uffici, posti auto coperti e scoperti, sala riunioni.

Il perimetro aziendale include inoltre arredi, attrezzature ed elettrodomestici meglio identificati nelle perizie di stima alle quali si rimanda per non appesantire inutilmente il presente elaborato, oltre a tutti i contratti attivi e passivi, le licenze e le obbligazioni già menzionati nel contratto di affitto d'azienda sottoscritto in data 10 gennaio 2018 stipulato né con atto pubblico né con scrittura privata autenticata da Notaio.

Il contratto prevedeva in sintesi:

- Canone mensile per l'affitto d'azienda pari ad euro Omissis... oltre I.V.A. a decorrere dal giorno 19.01.2018 e sino al 19.12.2023, con automatico rinnovo ogni 5 anni.
- Che il Gestore si occupasse di proseguire concretamente e proficuamente l'attività alberghiera, si attivava per migliorare la qualità dei servizi offerti alla Clientela, di effettuare attività manageriale per migliorare i livelli occupazionali e riassumere il personale alle stesse condizioni contrattuali e con i requisiti di livello e anzianità già maturati.

La Omissis... Srl, attraverso il Omissis... in data 21/09/2021 ha inviato richiesta al Curatore Dott. Marco Locci una proposta di stipula per i due immobili di proprietà del fallimento nello specifico:

Omissis...

L'azienda comprende altresì immobilizzazioni immateriali, quali *software*, spese di pubblicità e Concessioni, Licenze, dal residuo valore contabile interamente svalutato, presumibilmente a seguito della decisione di presentare istanza di fallimento in proprio. La valutazione di tali attività, pertanto, è stata prudenzialmente considerata nulla dalla scrivente.

5 Mercato di riferimento

Constatate l'ubicazione, le caratteristiche dimensionali e qualitative delle camere, degli spazi comuni e l'attività esercitata, l'azienda si rivolge ad un mercato sia turistico che business.

In effetti, le camere appaiono spaziose, ben curate, con elementi decorativi minimal e raffinati e complementi d'arredo nuovi e di qualità.

Sul piano nazionale, Italian Hotel Monitor conferma che *“nonostante le difficoltà congiunturali che stanno colpendo l'economia italiana, il settore alberghiero nazionale continua a ridurre la distanza con le performance registrate nel 2019. A partire dalla fine del mese di aprile (2022 n.d.r.), i segnali positivi si sono via via rafforzati e al momento le prime indicazioni consuntive che arrivano per il mese di luglio e l'andamento delle prenotazioni per agosto segnano mediamente dei risultati superiori rispetto allo stesso periodo del 2019*

La scrivente non può in effetti non considerare anche le complicazioni che possono causare gli aumenti indiscriminati dei prezzi dell'energia di cui si sta parlando incessantemente da qualche mese.

Tuttavia, va ricordato che l'aumento del prezzo delle componenti gas ed energia è iniziato nel III e IV trimestre 2021 e, pertanto, una parte dei rincari è già contenuta nei risultati di tale esercizio, nonché nel primo semestre del 2022 per poi riprendere nel 2023 non dobbiamo dimenticare che l'Umbria come da report della Regione ha visto un boom di turisti anche nel mese corrente. Tale aspetto verrà sicuramente preso in considerazione nel calcolo della redditività media annua normalizzata.

Cionondimeno, non si possono escludere in un futuro ulteriori fluttuazioni, positive o negative, ascrivibili a ragioni di mercato o ad eventuali interventi governativi.

6 Metodi di valutazione aziendale

Vengono di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione delle aziende, anche al fine di individuare le particolari caratteristiche delle aziende alberghiere relativamente a ciascun metodo.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, sia la dottrina che la prassi più accreditate, hanno sviluppato nel tempo criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in cinque diversi macro-gruppi:

- metodi finanziari;
- metodi patrimoniali;
- metodi reddituali;
- metodi misti patrimoniali-reddituali;
- metodi empirici (ad es., transazioni comparabili).

¹www.trademarkitalia.com “Italian Hotel Monitor, primi sei mesi del 2022 in forte ripresa”.

6.1 Il metodo finanziario

Il metodo finanziario si basa sul principio per cui il valore di mercato di un'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare. La determinazione dell'entità di tali flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così pure la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

In sostanza, si tratta di considerare l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare complesso di investimento, che rende nella misura in cui garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati.

Si può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (F.C.) che utilizzi, alternativamente:

- a) una capitalizzazione illimitata $W1 = F.C. / i$;
- b) una capitalizzazione limitata $W2 = F.C. \cdot a$ nei

ove:

- $W1$ e $W2$ rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri;
- i rappresenta il tasso di valutazione;
- n il numero di anni.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico W dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

- 1) all'unlevered cash flow method:

$$W = Z (CF_0 / WACC) + VR - D$$

- 2) al levered cash flow method:

$$W = Z (CF_n / Ke) + VR$$

ove:

- $Z CF_0 / WACC$ = valore attuale dei flussi di cassa operativi
- $Z CF_n / Ke$ = valore attuale dei flussi di cassa netti
- VR = valore attuale del valore residuo (terminal value)
- D = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari — debiti finanziari)

Tuttavia, spesso, la quantificazione dei flussi monetari futuri risulta particolarmente soggettiva e complessa. A ciò si aggiunge la necessità di prevedere, nell'applicazione del metodo, le operazioni di investimento (nuovi acquisti e dismissioni) e di indebitamento (accensioni di finanziamenti e rimborsi). Tali operazioni non sempre sono facilmente esperibili con un buon grado di attendibilità e certezza.

Il metodo reddituale si fonda sul principio in base al quale il valore di un'azienda è funzione della sua capacità prospettica di produrre reddito. Il valore del capitale economico, si ottiene attualizzando i risultati economici futuri.

In ipotesi di redditi futuri di durata illimitata, il valore del capitale economico può essere espresso con la formula:

$$W = R / i$$

Ove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione.

Negli ultimi anni è sempre più diffuso il ricorso all'ipotesi di durata illimitata del reddito in quanto, oltre un certo numero di anni, la differenza di valore tra rendita definita e indefinita diventa trascurabile.

Nel caso di durata limitata dei redditi (R), essi vengono attualizzati per un periodo definito (n) di anni (da 3-5 fino a 10) ad un tasso di capitalizzazione i (tasso opportunità equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio). Il valore di mercato (W) sarà così determinabile:

$$W = R * a_{ni}$$

Il tasso di remunerazione (i) rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio. Nella scelta del tasso, si deve quindi tenere conto della remunerazione di un investimento privo di rischio a cui aggiungere l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso, tipico del settore economico di riferimento.

Per quanto concerne il caso delle aziende alberghiere, la redditività può riferirsi sia alla gestione caratteristica (proventi da pernottamenti, da ristorazione, da catering ...) sia alla quota parte generata, nel corso di un determinato lasso temporale, dall'apprezzamento di valore della componente immobiliare.

6.3 Il metodo Patrimoniale

Il metodo Patrimoniale si fonda sul principio in base al quale il valore di un'azienda coincide con il valore del suo patrimonio espresso a valori correnti.

In altre parole, il valore è dato dal prezzo che si dovrebbe pagare per riacquistare tutte le attività, al netto delle passività, alla data di valutazione. Il punto di partenza per la valutazione è la valorizzazione di tutte le attività patrimoniali (ad es. cespiti, immobili, attrezzature e macchinari) ad una data prossima a quella di stima, da rettificare per tenere conto dei valori correnti delle passività (siano esse effettive o latenti) dell'azienda stessa.

Il metodo risulta oggi poco utilizzato in quanto non tiene conto di una evoluzione prospettica dell'azienda nel tempo, ancorché risulta ancora il metodo più indicato per la valutazione delle imprese immobiliari di

gestione pura, nelle quali la componente immobiliare (patrimoniale) è prevalente rispetto a quella reddituale.

Può essere semplice o complesso, che può essere comprensivo del valore dei beni immateriali, anche non contabilizzati. La formula proposta dalla dottrina è la seguente:

$$W = K + (K' - t)$$

ove:

W = valore di mercato della società;

K = Patrimonio netto contabile (equity book value);

K' = rettifiche apportate al Patrimonio netto;

K + (K' - t) = Patrimonio netto rettificato;

t = (eventuali) effetti fiscali delle rettifiche.

Con riferimento alla valutazione delle aziende alberghiere, il metodo in commento appare poco utilizzabile, in quanto non valorizza adeguatamente la redditività nel tempo.

6.4 Il metodo misto Patrimoniale - Reddituale

Il metodo Patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo Reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale. Il metodo “misto” rappresenta una sintesi tra i due procedimenti precedenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.

L'applicazione di tale metodo appare particolarmente indicata, in ragione della rilevante componente patrimoniale tipica delle realtà alberghiere, senza tuttavia trascurare la componente reddituale.

Il metodo misto più elementare è il cosiddetto metodo del valore medio, il quale effettua una media tra valore patrimoniale (K) e reddituale con capitalizzazione illimitata nel tempo (R/i):

$$W = \ln (R / i + K)$$

Particolarmente utilizzato risulta il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio, in applicazione del quale l'avviamento viene determinato come differenza tra il reddito medio prospettico dell'impresa e il reddito normale atteso del capitale investito in attività di pari rischio. Tale differenza viene poi attualizzata per un determinato numero di anni ad un tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato. Il metodo in questione consente di tenere conto delle prospettive reddituali della società, che verrebbero invece trascurate nel caso di applicazione di metodi patrimoniali semplici, senza comportare le incertezze connesse all'applicazione di metodi reddituali puri. La formula è la seguente:

$$W = K' + a \text{ nei}' * (R - iK')$$

dove il valore di mercato (W) della società è determinato dalle seguenti componenti: K'
= Patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio normale prospettico; n

= numero definito e limitato di anni;

i = tasso di remunerazione, espressione del rendimento degli investimenti nel settore, o in settori aventi il medesimo grado di rischio, come già esposto nei precedenti paragrafi;

i' = tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito, ovvero della differenza (R - iK'). Rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo: non tiene conto del premio per il rischio d'impresa.

6.5 I metodi sintetici di mercato

Accanto ai metodi sopra descritti, altresì definiti “analitici”, la dottrina e la prassi individuano dei metodi di stima, definiti “sintetici”, basati su indicatori e multipli di mercato, che permettono di effettuare la determinazione del valore sulla base dell'osservazione di determinati parametri (es. *Price/Earnings*) rinvenibili in società per Io più quotate presso mercati regolamentati, prese a riferimento per l'intero settore di appartenenza.

Talora vengono utilizzate, nelle valutazioni per relazione, le negoziazioni confrontabili (comparables) di imprese appartenenti allo stesso settore merceologico, con caratteristiche simili (relativamente ai flussi di cassa, le vendite, i costi ...).

Con specifico riferimento alle aziende alberghiere, nella scelta del moltiplicatore o delle transazioni comparabili, occorre tenere in considerazione, tra l'altro, di:

- » tipo di clientela;
- pregio delle strutture;
- servizi offerti;
- ubicazione;
- stato manutentivo;
- prezzo unitario per camera / posto letto;
- personale dipendente;
- qualità della cucina;
- periodo medio di pernottamento.

Tale metodo appare poco utilizzabile per valutare realtà che non sono quotate su mercati regolamentati o che sono difficilmente confrontabili (per dimensioni o caratteristiche intrinseche) con altre che lo sono.

7 La scelta del metodo di valutazione

Come già detto in precedenza, la scelta della metodologia valutativa non può prescindere dalle caratteristiche tipiche del Ramo d'Azienda oggetto di valutazione, nonché dalle peculiarità del *business* di riferimento.

Poiché, come precedentemente illustrato, il Ramo d'Azienda opera nel settore alberghiero – ma non in un immobile di proprietà, bensì condotto in locazione da terzi

– la componente patrimoniale risulta meno rilevante rispetto a quella reddituale ed i redditi prodotti (o producibili) in relazione all'attività di servizi svolta, rappresentano senz'altro l'approssimazione più corretta del valore del Ramo d'Azienda stesso.

Pertanto, per quanto sopra illustrato, è possibile attribuire un valore razionale al Ramo d'Azienda oggetto di valutazione facendo riferimento ai soli flussi reddituali rinvenibili dall'attività dello stesso.

Il valore del Ramo d'Azienda, in altri termini, dipende essenzialmente dai flussi generati dall'attività operativa. Gli elementi patrimoniali, dunque, non sono oggetto di autonoma valutazione da parte del perito, ma il loro valore trova piuttosto giustificazione nella dinamica dei flussi di risultato che saranno, invece, valorizzati ai fini della stima del capitale economico.

In virtù di ciò, i flussi di risultato attesi considerati nelle valutazioni possono essere:

- flussi di reddito, se si adottano i metodi reddituali;
- flussi di cassa, se si adottano i metodi finanziari.

In relazione all'attività svolta dal Ramo d'Azienda, la stima del valore economico dello stesso è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo reddituale basato sull'attualizzazione dei flussi di reddito operativi, metodologia valutativa di riconosciuta razionalità, atteso che il valore di un'attività imprenditoriale è funzione dei ritorni che si prevede si possano ritrarre dal *business* oggetto di stima.

A tal proposito, si evidenzia come tenuto conto dell'indisponibilità di un piano predisposto dal *management* della Società contenente le proiezioni economico-finanziarie attese per gli esercizi successivi al 2023, e considerato che i risultati consuntivati dal Omissis... medesima nel recente passato non appaiono significativi (poiché influenzati dalla pandemia Covid-19 e dalla circostanza per cui l'azienda è quasi sempre stata concessa in affitto a terzi), si è reso necessario fare riferimento ad *economics* desumibili dal mercato e/o da studi di settore.

Non risultano, invece, disponibili delle indicazioni di mercato e/o studi di settore in merito alle rispettive proiezioni di natura finanziaria che consentano di effettuare delle previsioni in relazione alle poste dell'attivo circolante e degli investimenti. In tale contesto, la stima dei flussi finanziari, dunque, introdurrebbe nelle stime ulteriori elementi di incertezza (tasso di investimento, variazioni del capitale circolante netto ecc.) non giustificati da vantaggi informativi e che dovrebbero necessariamente fondarsi su ipotesi incerte e di difficile dimostrabilità.

Peraltro, le poste dell'attivo circolante sono tendenzialmente irrilevanti nell'ambito del Ramo d'Azienda oggetto di stima poiché, tenuto altresì conto che la Società è in liquidazione giudiziale, non si ipotizzano investimenti diversi da quelli di mantenimento, sostanzialmente funzionali al rinnovo delle immobilizzazioni già esistenti.

Pertanto, in assenza di variazioni delle poste del circolante ed in presenza esclusivamente di investimenti di rinnovo, è ragionevole ritenere che i flussi reddituali rappresentino anche una buona approssimazione

dei relativi flussi di cassa generati dal *business*.

Alla base della valutazione sono stati, dunque, assunti i flussi economici attesi, stimabili sulla base di *economics* desumibili dal mercato e/o da studi di settore.

La valutazione del Ramo d'Azienda è stata, pertanto, compiuta con il c.d. metodo reddituale, tramite attualizzazione, ad un determinato tasso, dei redditi futuri attesi, stimati anno per anno nell'arco di un determinato orizzonte temporale.

L'applicazione del metodo reddituale, come del resto anche degli altri metodi fondati sull'attualizzazione dei risultati, può avvenire con due distinte modalità:

- la stima diretta del valore economico del patrimonio netto (variante “*levered*” o “*equity side*”);
- la stima indiretta del valore economico del patrimonio netto, che prevede dapprima la stima del valore economico dell'attivo netto d'impresa e la successiva somma algebrica della Posizione Finanziaria Netta (variante “*unlevered*” o “*asset side*”).

Nel primo caso il risultato da attualizzare è il reddito netto; nel secondo caso il risultato da attualizzare è il reddito operativo (EBIT) al netto delle imposte.

Si ritiene che entrambe le varianti conducano, se correttamente applicate, a risultati di stima razionali e dimostrabili.

Per quanto riguarda la scelta tra le due varianti del metodo, riteniamo opportuno condurre le seguenti osservazioni:

- la variante levered appare preferibile qualora oggetto di trasferimento sia un'azienda con una struttura finanziaria definita e difficilmente modificabile;
- la variante unlevered appare, invece, preferibile qualora oggetto di trasferimento sia un ramo operativo d'azienda, composto da attività e passività operative, ma privo di debiti finanziari o comunque con una struttura finanziaria non definita e modificabile.

In tale secondo caso, infatti, oggetto prioritario di rappresentazione è l'attivo netto d'impresa, a prescindere dalle sue modalità di finanziamento, che nel tempo potrebbero mutare sensibilmente rispetto alla situazione presente al momento della valutazione.

Ai fini della presente relazione di stima appare più opportuna l'applicazione della variante unlevered del metodo per ragioni sia di correttezza teorica che di vincoli pratici. La valutazione unlevered è infatti più rispondente alle caratteristiche del Ramo d'Azienda oggetto di valutazione che è sostanzialmente un ramo operativo e che, nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale, sarà posto in vendita privo di debiti finanziari.

Inoltre, l'eventuale nuovo soggetto proprietario potrà determinare autonomamente la struttura finanziaria da adottare.

Pertanto, la valutazione del Ramo d'Azienda è stata effettuata tramite l'applicazione di un metodo reddituale nella versione unlevered.

Il metodo può essere applicato con due varianti riguardo alla serie di flussi reddituali da attualizzare. Più in particolare, si può procedere all'attualizzazione:

- di un reddito atteso medio-normale (che si ritenga realizzabile con continuità nell'orizzonte temporale di riferimento);
- di singoli redditi attesi relativi agli specifici esercizi futuri (all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento).

Come già detto, nel caso del Ramo d'Azienda, si ritiene opportuno optare per l'effettuazione di proiezioni analitiche, in quanto è possibile stimarle sulla base degli economics desumibili dal mercato e/o da studi di settore.

Dal punto di vista temporale, tale metodo può, inoltre, essere applicato:

- lungo un orizzonte temporale limitato ad un certo numero di anni;
- lungo un orizzonte temporale illimitato, con la stima, per il periodo successivo alla proiezione analitica dei redditi attesi, di un flusso di redditi attesi costante (da attualizzare con la formula della rendita perpetua).

Nel caso in esame è stata scelta la prima ipotesi, in relazione al fatto che – sebbene le aziende possano avere una durata indefinita e siano, in condizioni gestionali fisiologiche, destinate a perdurare nel tempo – nel caso di specie i contratti di locazione degli immobili in cui la Società svolge la propria attività alberghiera scadranno il 30.04.2027.

Allo stato, invero, non vi sono elementi che possano far ritenere con certezza che i contratti di locazione immobiliare in questione possano essere rinnovati anche oltre la data del 30.04.2027, eventualità che, in ogni caso, non è da escludere a priori. Né tantomeno appare ragionevole ipotizzare che, spostandosi presso altro immobile, il Ramo d'Azienda possa continuare a beneficiare dell'avviamento legato alla denominazione “Omissis...” e che possa dunque generare i medesimi flussi reddituali. Peraltro, un eventuale spostamento dell'attività presso altro immobile necessiterebbe di ingenti investimenti.

Conseguentemente, la formula di stima comprende l'attualizzazione, alla data di riferimento della presente Relazione (i.e. 31.12.2023) di redditi analitici per il periodo 01.01.2024 – 30.04.2027.

La formula valutativa, in termini matematici, è pertanto la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + Pfn$$

dove:

W = valore economico del Ramo d'Azienda;

R_t = Ebit atteso per l'anno t-esimo, al netto delle imposte; i = tasso di attualizzazione;

n = intervallo temporale di riferimento; Pfn = posizione finanziaria netta.

Pertanto, il valore economico del Ramo d'Azienda, stimato con il metodo reddituale nella versione *unlevered* è dunque pari alla somma tra:

- valore attuale, al costo medio ponderato del capitale, dei risultati operativi (Ebit) attesi al netto delle imposte;
- posizione finanziaria netta (PFN).

..*

Tutto ciò premesso, nel successivo paragrafo viene illustrato il processo di determinazione dei parametri utilizzati per l'applicazione del metodo di cui trattasi.

8 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL RAMO D'AZIENDA

8.1 I valori reddituali posti alla base della stima

Al fine di procedere alla stima del valore economico dell'Azienda alla data del 31.12.2023, si ritiene indispensabile, anche nell'ottica dell'applicazione del metodo di valutazione prescelto, effettuare delle considerazioni circa i valori reddituali assunti come base della stima.

Le proiezioni economico-finanziarie ai fini della valutazione delle aziende e dei rami d'azienda sono generalmente redatte mediante l'analisi di due ordini di informazioni:

- le informazioni storiche, relative agli ultimi 3/5 esercizi;
- le informazioni prospettiche, relative ai piani aziendali ed alle altre informazioni (es. analisi previsionali di mercato di società specializzate) che fosse opportuno acquisire.

Poiché nel caso di specie, come già detto in precedenza, non è disponibile un piano predisposto dal *management* della Società contenente le proiezioni economico-finanziarie attese per gli esercizi decorrenti dal 2024, e considerato che i risultati consuntivati nel recente passato non appaiono significativi (poiché in gran parte influenzati dalla pandemia Covid-19), si è reso necessario fare riferimento ad *economics* desumibili dal mercato e/o da studi di settore.

L'orizzonte temporale di previsione analitica di detti *economics* è stato individuato nel triennio 01.01.2024-31.12.2026, dal momento che, la procedura fallimentare risulta pendente da quasi 6 anni, a beneficio del ceto creditorio occorre adoperarsi per una celere e proficua cessione del compendio aziendale, per incamerare quanto prima le somme e procedere al pagamento delle passività.

Tutto ciò posto, viene di seguito illustrata la metodologia implementata per la quantificazione dei flussi reddituali attesi e posti alla base della presente stima.

Nello specifico, si è provveduto a costruire un conto economico “atteso”, per l'orizzonte temporale 01.01.2024-31.12.2026, di un albergo a 3 stelle, simile all' Hotel Omissis... in zona centrale e semicentrale

di Foligno.

Stima dei ricavi

Al fine di quantificare i ricavi che si assume il Ramo d'Azienda possa generare nell'orizzonte temporale di riferimento, si è reso necessario individuare le seguenti tre variabili:

- i) tariffa media annua per singola stanza;
- ii) tasso di occupazione medio;
- iii) numero di stanze a disposizione.

Con riferimento al punto sub i), e cioè la determinazione della tariffa media giornaliera per singola stanza, la scrivente ha provveduto a costruire un campione di n.3 strutture alberghiere a 3 stelle simili all'Hotel Ommissis... facente parte del Ramo d'Azienda. Le 3 strutture selezionate sono le seguenti:

Nome struttura
1. Hotel Le Mura
2. Hotel Italia
3. City Hotel and Suites

Ciò posto, si è provveduto a stimare la tariffa media giornaliera di ognuna delle predette strutture alberghiere sulla base dei prezzi medi mensili per una stanza doppia, forniti dal sito internet di ciascuna di essi per l'anno Gennaio 2024–Dicembre 2024. A tal proposito, si evidenzia come la scelta di preferire il dato desumibile direttamente dal sito dell'hotel piuttosto che da un intermediario (i.e. Expedia, Booking, etc.), sia finalizzata a depurare l'analisi da possibili distorsioni derivanti da eventuali commissioni e/o accordi a condizioni non ordinarie.

Occorre poi precisare come la scelta di far riferimento ad una stanza doppia sia riconducibile alla circostanza per cui la relativa tariffa risulta essere un congruo valor medio tra quella applicata alle stanze triple (più alta) e quella applicata alle singole (più bassa), e pertanto in grado di rappresentare un corretto valore di riferimento.

L'applicazione della metodologia appena illustrata, ha condotto all'individuazione delle seguenti tariffe:

Nome struttura	gen-24	feb-24	mar-24	apr-24	mag-24	giu-24	lug-24	ago24	Set-24	ott-24	nov24	dic-24	MEDIA
Hotel Le Mura	81,00	80,00	86,00	83,00	81,00	86,00	85,00	81,00	81,00	81,00	81,00	81,00	82,25
Hotel Italia	87,00	89,00	89,00	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	87,00
City Hotel & Suites	74,50	73,50	81,10	85,00	75,50	78,00	75,00	82,50	74,00	82,00	73,00	71,00	77,09

Calcolando, poi, il valor medio di tali 3 singole tariffe medie, è possibile quantificare la tariffa media giornaliera complessiva, riferibile ad una notte in una stanza doppia nell'anno Gennaio 2024–Dicembre 2024, in un importo di Euro 65,80 al netto dell'IVA, valore da considerare ai fini della stima poiché l'IVA

costituisce una mera “partita di giro” che non ha impatti sul conto economico.

Per ciò che concerne, invece, la determinazione del tasso di occupazione medio, si è fatto riferimento al tasso medio di occupazione registrato in Umbria nel 2023 pari al 65,% (fonte: Agenzia Umbria Ricerche), al quale non si ritiene di dover applicare alcuna rettifica arbitraria poiché il predetto dato risulta di per sé correttamente in grado di stimare l’effettivo tasso di presenza media.

Con riferimento, infine, al numero delle stanze a disposizione, è stato considerato, per l’intero orizzonte temporale di riferimento 01.01.2024-31.12.2026, il numero delle stanze di cui attualmente dispone l’Azienda, ovvero 24 (12 Hotel Omissis... e 12 Hotel Omissis..., dal momento che le altre presenti nelle strutture non hanno ricevuto la certificazione di agibilità).

Pertanto, per ciascun esercizio facente parte dell’orizzonte temporale di riferimento, l’ammontare complessivo dei ricavi attesi derivanti dalla vendita delle stanze, è pari al prodotto tra (i) la tariffa media giornaliera per una stanza doppia, (ii) il tasso di occupazione medio annuo, (iii) il numero di giorni di cui si compone il rispettivo periodo e (iv) delle stanze a disposizione. La tabella seguente riporta schematicamente il valore dei suddetti ricavi:

Stima ricavi attesi			
	2024	2025	2026
Ricavo medio camera (IVA esclusa)	65,80	65,80	65,80
Tasso occupazione media	65,%	65,5%	65,5%
Giorni annui	365	365	365
Numero stanze	24	24	24
Ricavi	374.437,44	374.437,44	374.437,44

Stima dei costi

Con riferimento, invece, alla stima dei rispettivi costi operativi attesi, è possibile fare riferimento alle seguenti *assumptions*:

- per gestire la struttura alberghiera sono necessari n. 12 dipendenti, il cui costo per l’azienda annuo è stimabile in misura pari a complessivi Euro 101.000,00;
 - i costi per utenze (i.e. acqua, luce, gas, condominio e TARI) sono stimabili in misura pari a complessivi Euro 45.000 annui;
 - i costi per altri servizi sono stimabili in misura pari ad Euro 130.000 annui;
 - le spese generali e di struttura sono stimabili in misura pari al 3% dei ricavi annui;
 - i costi per godimento beni di terzi, riferibili ai canoni di affitto delle 2 Strutture, sono stimabili – in linea con quanto previsto dai rispettivi contratti – in misura pari a complessivi Euro 10.500,00 ;
- nel complesso, dunque, i costi operativi annui che si assume il Ramo d’Azienda dovrà sostenere ammontano a complessivi Euro 292.793, ovvero pari a circa il 78,2% dei rispettivi ricavi attesi. Tale

incidenza attesa dei costi operativi rispetto ai relativi ricavi appare in linea con quanto desumibile dagli studi di settore che indicano una percentuale del media del 73,90% (fonte: Datatur Federalberghi maggio 2022).

Stima dei flussi reddituali

Provvedendo a sottrarre i predetti costi operativi attesi ai rispettivi ricavi attesi, è stato possibile stimare i flussi reddituali che si assume l'Azienda sarà in grado di generare nell'orizzonte temporale di riferimento, coincidente con il margine lordo di periodo.

Volendo, poi, valutare l'effetto del carico fiscale sul predetto margine lordo, si è provveduto ad applicare a quest'ultimo le aliquote IRES ed IRAP attualmente vigenti, determinando così le rispettive imposte dovute.

Sottraendo, infine, l'importo delle imposte al reddito lordo, è stato quantificato il reddito netto, per ogni singolo periodo facente parte dell'orizzonte temporale 01.01.2024-30.04.2027, che è assunto alla base della presente valutazione:

Stima valore d'Azienda – Omissis...			
	2024	2025	2026
Ricavo medio camera (IVA esclusa)	65,80	65,80	65,80
Tasso occupazione media	65,5%	65,5%	65,5%
Giorni annui	365	365	365
Numero stanze	24	24	24
Ricavi	374.437,44	374.437,44	374.437,44
Costo del personale	101.000	101.000	101.000
Utenze (acqua, luce, gas, condominio e TARI)	45.000	45.000	45.000
Servizi	30000	30000	30000
Spese generali e di struttura (3% dei ricavi)	11.233	11.233	11.233
Godimento beni di terzi	10.500	10.500	10.500
Margine lordo	81.644,44	81.644,44	81.644,44
Imposte (28,82%)	(13.804,34)	(13.804,34)	(13.804,34)
Margine netto	58.114,51	58.114,51	58.114,51

8.2 L'orizzonte temporale di riferimento

Per ciò che concerne l'orizzonte temporale di riferimento dei flussi reddituali di previsione esplicita da aggiornare nel rispetto della metodologia valutativa prescelta, lo stesso è stato individuato nel periodo 01.01.2024-31.12.2026, ovvero sia dalla data durata del contratto di locazione degli immobili nei quali viene svolta la rispettiva attività alberghiera

Le previsioni esplicite assunte per l'orizzonte temporale di riferimento 01.01.2024-31.12.2026 sono state poi aggiornate alla data di riferimento della valutazione, ovvero al 31.12.2023.

8.3 La posizione finanziaria netta

La metodologia di stima del valore economico dell' Azienda prescelta dalla scrivente – lo si ricorda – è basata sulla variante c.d. “*unlevered*” e richiede, dunque, laseparata stima della posizione finanziaria netta (PFN) del complesso aziendale oggetto di stima, che andrà poi opportunamente computata.

Sul punto si rileva come, in considerazione della circostanza per cui il Ramo d'Azienda sarà posto in vendita dalla Curatela privo di debiti finanziari e di disponibilitàliquide, la posizione finanziaria netta è pari a zero.

8.4 Il tasso di attualizzazione

L'applicazione del *DCF method* nella versione “*unlevered*” comporta l'attualizzazione del flusso di cassa operativo per gli investitori, che deve essere effettuata a un tasso pari al costo medio ponderato del capitale o *weighted average cost of capital* (WACC), che rappresenta il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento che si prevede di impiegare in un progetto di investimento.

In altri termini, il WACC misura il tasso che remunera in modo equilibrato le fonti di finanziamento selezionate per la copertura dei fabbisogni finanziari generati da un investimento, tenendo conto dell'incidenza del capitale di rischio e del capitale di credito sulle fonti di finanziamento e del tasso di remunerazione che ciascuna di queste due fonti di finanziamento richiede.

Il WACC è stato calcolato in base alla seguente formula:

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{D + E} + K_d (1 - t) \frac{D}{D + E}$$

dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale; K_e = costo del capitale proprio;

K_d = costo del capitale di debito;

D = indebitamento finanziario netto; E = capitale di rischio;

t = aliquota fiscale.

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

- il tasso equo di redditività del capitale di rischio;
- il costo del capitale di credito.

Le metodologie per la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio possono

generalmente essere ricondotte alle seguenti:

- metodo della “costruzione per fattori” (c.d. “*build up approach*”);
- metodi che utilizzano informazioni di mercato, quali il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Entrambi i metodi interpretano il tasso equo come pari al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (“tasso puro”, o “r”), maggiorato di un congruo premio al rischio (“s”). Il problema valutativo, come è noto, riguarda soprattutto il premio al rischio, in quanto la componente “r” è in genere eguagliata al rendimento dei titoli di stato, che è noto.

Il metodo della “costruzione per fattori” consiste nella individuazione analitica dei fattori di rischio dell’azienda e nella stima di una maggiorazione per ciascuno di essi.

Il CAPM prevede, invece, la maggiorazione del tasso puro tenendo conto di due fattori:

- il premio al rischio di mercato, rappresentativo dell’eccedenza di rendimento che in media il mercato azionario garantisce rispetto a quello dei titoli di stato;
- il correttivo per il rischio specifico di settore e d’azienda, calcolato in funzione della volatilità, espressa dall’indice β , delle quotazioni delle aziende del settore o della specifica azienda (se quotata).

I due procedimenti differiscono soprattutto per le modalità di stima del premio al rischio specifico, che in un caso è apprezzato intuitivamente dal perito, nell’altro è tratto dai rendimenti di mercato. Il metodo CAPM, pertanto, si adatta maggiormente alla valutazione di aziende quotate o di aziende che, pur non essendolo, possano essere comparate con aziende quotate dello stesso settore, in quanto aventi una struttura del business molto simile.

Nel caso specifico, oggetto di valutazione è una società operante nel settore “Hotel/Gaming” ed avente un profilo di *business* paragonabile a imprese quotate operanti nello stesso settore.

Riteniamo pertanto opportuno fondare la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio sul secondo procedimento, pur con delle correzioni per tenere conto delle circostanze specifiche della stima.

Gli elementi che compongono il tasso equo di redditività, secondo il “modello CAPM” possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;
- premio al rischio di settore e d’azienda, ottenuto tramite il parametro β .

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:

$$i_{PN} = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + r_s$$

dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio; r_m = rendimento medio del mercato azionario;

β = coefficiente *beta levered*, che esprime il rischio sistematico dell'impresa; r_s = *specific risk premium*.

Il saggio *risk free* è stato stimato nella misura dello 3,83% (Rendistato 2022/2023 media mensile da ottobre 2022 a settembre 2023, Fonte: Banca d'Italia), che al netto dell'effetto fiscale è pari al 2,83%.

Per quanto riguarda il premio per il rischio di mercato, si è fatto riferimento al *market risk premium* indicato per il paese Italia, pari al 8,33% per l'anno 2023 (fonte: www.damodaran.com).

Il premio al rischio di settore è stato stimato in relazione al *beta* per il 2023 del settore “Hotel/Gaming”, coerente con l'attività del Ramo d'Azienda, pari a 1,21 (fonte: www.damodaran.com).

Oltre a ciò, al fine di tenere in opportuna considerazione il grado di rischio intrinseco del Ramo d'Azienda, nonché la circostanza per cui la Omissis... è stata assoggettata ad una procedura di liquidazione giudiziale, è stato prudenzialmente individuato uno *specific risk premium*, da computarsi in sede di stima del tasso equo di redditività, pari a 300 punti base.

Tutto ciò premesso, il tasso equo di redditività del capitale proprio (K_e) risulta dunque pari al 15,94%:

Tasso Equo di redditività	
Tasso "risk-free"	3,83%
Tasso "risk-free" after-tax	2,83%
Beta	1,21
Market risk premium	8,33%
Specific risk premium	3,00%
Tasso Equo after-tax	15,94%

Tenuto conto che, come peraltro già evidenziato, il Ramo d'Azienda sarà ceduto privo di debiti finanziari (i.e. di capitale di debito), la componente K_d a zero.

Stante ciò, il costo medio ponderato del capitale (WACC) coincide con il K_e ed assume un valore pari al 15,94%, come di seguito riportato:

Costo medio ponderato del capitale	
Tasso "risk-free"	3,83%
Tasso "risk-free" after-tax	2,83%
Beta	1,21
Market risk premium	8,33%
Specific risk premium	3,00%
Tasso Equo after-tax	15,94%
Costo del debito	0,00%
Costo netto del debito after-tax	0,00%
WACC	15,94%

8.5 Il valore economico del Ramo d'Azienda

In virtù delle scelte valutative e metodologiche precedentemente illustrate, il valore economico del Ramo d'Azienda al 31.12.2023, è pari al valore attuale dei flussi reddituali attesi per il periodo 01.01.2014-31.12.2026, ad un WACC del 15,94%,attualizzati alla data del 31.12.2023, atteso che la PFN è pari a zero.

Tutto ciò posto, **il valore economico al 31.12.2023 dell'Azienda della Omissis... in fallimento risulta pari ad Euro 124.176,50:**

Stima valore d'Azienda – Omissis...			
	2024	2025	2026
Ricavo medio camera (IVA esclusa)	65,80	65,80	65,80
Tasso occupazione media	65,5%	65,5%	65,5%
Giorni annui	365	365	365
Numero stanze	24	24	24
Ricavi	374.437,44	374.437,44	374.437,44
Costo del personale	101.000	101.000	101.000
Utenze (acqua, luce, gas, condominio e TARI)	45.000	45.000	45.000
Servizi	30000	30000	30000
Spese generali e di struttura (3% dei ricavi)	11.233	11.233	11.233
Godimento beni di terzi	10.500	10.500	10.500
Margine lordo	81.644,44	81.644,44	81.644,44
Imposte (28,82%)	(13.804,34)	(13.804,34)	(13.804,34)
Margine netto	58.114,51	58.114,51	58.114,51
Fattore attualizzazione	0,86	0,74	0,64
Flusso attualizzato	49.978,47	43.004,74	37.193,29
TOTALE	€ 124.176,50		

9 Conclusioni

L'applicazione del criterio di stima in precedenza richiamato ha consentito di determinare **il valore economico al 31.12.2023 dell'Azienda della Omissis... in Fallimento in misura pari ad Euro 124.176,50**

Stima valore d'Azienda – Omissis...			
	2024	2025	2026
Ricavo medio camera (IVA esclusa)	65,80	65,80	65,80
Tasso occupazione media	65,5%	65,5%	65,5%
Giorni annui	365	365	365
Numero stanze	24	24	24
Ricavi	374.437,44	374.437,44	374.437,44
Costo del personale	101.000	101.000	101.000
Utenze (acqua, luce, gas, condominio e TARI)	45.000	45.000	45.000
Servizi	30000	30000	30000
Spese generali e di struttura (3% dei ricavi)	11.233	11.233	11.233
Godimento beni di terzi	10.500	10.500	10.500
Margine lordo	81.644,44	81.644,44	81.644,44
Imposte (28,82%)	(13.804,34)	(13.804,34)	(13.804,34)

Margine netto	58.114,51	58.114,51	58.114,51
Fattore attualizzazione	0,86	0,74	0,64
Flusso attualizzato	49.978,47	43.004,74	37.193,29
TOTALE	€ 124.176,50		

Il presente elaborato è volto a fornire una valorizzazione attendibile del compendio aziendale di proprietà del fallimento, attinente ad una specifica realtà economica ad una data precisa, tenuto anche conto della finalità della stima.

Qualsiasi tipo di valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte del professionista nominato.

Il fine ultimo di una stima è la ricerca del più plausibile valore di mercato, il quale può anche differire dal prezzo - che si forma successivamente - in quanto il prezzo risente anche delle caratteristiche e degli interessi di uno specifico acquirente e di uno specifico venditore, e non quelle di un generico operatore di mercato.

A tal proposito, si ricorda che l'oggetto della presente valutazione è un insieme organizzato di beni, risorse e servizi che verrà posto sul mercato nell'ambito di una Procedura Concorsuale.

Con la massima osservanza.

Perugia, lì 10 Gennaio 2024

Il Ctp Nominato
Dott.ssa Enrica Capoccia

