



Tribunale di Livorno
Sez. Procedure Concorsuali



**RELAZIONE DI STIMA DELL'AZIENDA
"HOTEL LE TAMERICI"**



di proprietà della società



**MONOPOLI S.R.L. in liquidazione
in Liquidazione Giudiziale**



**GUIDO NARDONI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE CONTABILE**



MONOPOLI Srl in Liquidazione. - relazione di stima dell'azienda "Hotel Le Tamerici" - Pagina 1 di 36



1. PREMESSE	3
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO	3
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV	4
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO	4
2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ	4
2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA.....	4
2.2 COMPAGINE SOCIETARIA	4
2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI	4
3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE	7
3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO.....	7
3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI.....	8
4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....	8
4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA	8
4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA.....	9
4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA	10
4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ.....	11
5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO	12
5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO RELATIVO ALLA PROVINCIA DI LIVORNO.....	12
5.1.1 L'OFFERTA ALBERGHIERA DELLA PROVINCIA DI LIVORNO	14
6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE	16
6.1 IL METODO FINANZIARIO	16
6.2 IL METODO REDDITUALE	17
6.3 IL METODO PATRIMONIALE.....	18
6.4 IL METODO DEI MULTIPLI	19
7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	20
8. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE	20
8.1 PREMESA	20
8.2 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE	24
8.3 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DELL'ING. STEFANO VALDAMBRINI E CON LA STIMA DEI BENI MOBILI DISPOSTA DALL'ISTITUTO VENDITE GIUDIZIARIE.....	26
8.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO	26
8.4.1 LA QUANTIFICAZIONE DEI RICAVI ATTRAVERSO IL METODO INDUTTIVO SULLA BASE DELLA % DI COPERTURA DELLE CAMERE	31
9. METODI DI CONFRONTO.....	31
10. CONCLUSIONI.....	32

1. PREMESSE

1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Con istanza depositata in data 01/12/2025, il Dott. Daniele Veratti, curatore della Liquidazione Giudiziale MONOPOLI Srl in Liquidazione (di seguito anche "Società"), dichiarato con sentenza del Tribunale di Livorno n. 43/2025, depositata in data 15/10/2025, ha chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto Dott. Guido Nardoni, iscritto all'ordine dei dottori commercialisti di Livorno al n. 255A ed al registro dei revisori legali al n. 86945 con D.M. 27/07/1999, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n.77 del 28/09/1999, quale perito estimatore dell'azienda di proprietà della Società in Liquidazione Giudiziale denominata "Hotel Le Tamerici" che esercita attività alberghiera in Marciana Marina (LI), Viale Aldo Moro n. 10.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta ad accertare il valore globale dell'azienda alberghiera nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 216 CC. II.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai PIV.

In particolare, detta *opinion* viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda (ramo d'azienda alberghiero) che viene esercitata su uno specifico immobile (l'albergo) posto in essere ai sensi dell'art. 216 CC.II.

L'*opinion*, quindi, rientra nel punto IV.2 dei Principi Italiani di Valutazione (PIV emanati dall'OIV ed applicati dal 1° gennaio 2016) essendo una valutazione legale in quanto richiesta dalla legge¹. Inoltre, è bene evidenziare che il sottoscritto si atterrà:

1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi

¹ In merito è bene evidenziare che il Codice della Crisi d'Impresa non richiede quale requisito *ad substantiam* che in beni posti in vendita siano oggetto di una valutazione peritale ma quando, come in questo caso, il curatore la richiede, la perizia assume carattere legale in quanto diviene il riferimento per la sollecitazione della gara a pubblica evidenza.

sottopunti;

2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alla valutazione di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita al 05/12/2025, data di conferimento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei successivi paragrafi 3.1 e 3.2 ai quali si rimanda e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ

2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA

Di seguito si forniscono i dati societari della Fallita come risultanti da visura effettuata presso il Registro delle Imprese.

Denominazione	MONOPOLI s.r.l. in liquidazione
Forma Giuridica	Società a responsabilità limitata
Sede Legale	Via Aldo Moro 1 – Marciana Marina (LI)
Codice Fiscale	01818810499
REA	LI - 160896
Capitale sociale	€ 12.000 di cui versato € 9.000

2.2 COMPAGINE SOCIETARIA

Il capitale sociale pari a Euro 12.000,00 risulta sottoscritto e parzialmente versato per Euro 9.000 come segue:

Socio	Quota	%	Versati
	8.000,00	66,67%	8.000,00
	4.000,00	33,33%	1.000,00

La Società è stata posta in Liquidazione Giudiziale con sentenza del Tribunale di Livorno n. 57/2025, depositata in data 15/10/2025, con la quale è stato nominato curatore il Dott. Daniele Veratti e Giudice Delegato il Dott. Franco Pastorelli.

La richiesta di Liquidazione Giudiziale della Società avveniva con ricorso depositato in data 03/06/2025 dalla xx, la quale deduceva di vantare un credito di euro 97.408,30 per canoni scaduti e relativi a contratti di locazione di beni mobili strumentali.

La MONOPOLI Srl avrebbe infatti arbitrariamente interrotto i pagamenti dei canoni di locazione pattuiti motivo per il quale la xx, in data 20/02/2024, avvalendosi della clausola risolutiva espressa prevista all'art. 12 delle condizioni Generali dei Contratti stessi, comunicava al debitore l'intervenuta risoluzione dei contratti sollecitando al contempo la restituzione dei beni concessi in locazione, il pagamento delle somme dovute a titolo di canoni scaduti non pagati, di penale per la risoluzione anticipata nonché di indennizzo per il protratto utilizzo dei beni concessi in locazione.

Nonostante le richieste formulate, Monopoli s.r.l. non dava alcun riscontro in merito ed ometteva di provvedere a corrispondere le somme dovute.

La MONOPOLI S.R.L con delibera del 7.7.2025 veniva posta in liquidazione contestava quindi di essere in stato di insolvenza asserendo che dalla situazione patrimoniale al 31/12/2023 emergesse un patrimonio attivo di € 7.890.500,33 a fronte di un passivo di € 3.671.121,69 con un disavanzo di € 4.219.379,33.

In tal senso la MONOPOLI S.R.L. depositava separato ricorso ex artt. 39, 40 e 44 CCII ed il Tribunale, con decreto in data 12.8.2025, assegnava al debitore termine di giorni 60 per la presentazione della proposta di concordato preventivo, del piano, dell'attestazione di veridicità dei dati e di fattibilità e della documentazione di cui all'art. 39 commi primo e secondo C.C.I.I., oppure, in alternativa, della domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti oppure di omologazione del piano di ristrutturazione ex art. 64-bis C.C.I.I., nominando Commissario Giudiziale il dott. Daniele Veratti.

In data 01/10/2025 il Tribunale, rilevava che MONOPOLI S.R.L. non aveva adempiuto a quanto previsto nel decreto del 12/08/2025, come anche rilevato dal Commissario Giudiziale nella propria relazione.

In particolare, venivano sollevate le seguenti criticità:

a) in relazione alla gestione finanziaria non risultava allegato un prospetto che illustri i saldi iniziali, le movimentazioni finanziarie del periodo ed i saldi finali;

b) in relazione all'attività compiuta ai fini della predisposizione del piano, non risultava una descrizione puntuale sulle attività compiute in merito all'accertamento dei debiti tributari/previdenziali e degli altri debiti con i professionisti/fornitori e banche, né risultava la nomina di un advisor contabile per la costruzione del piano e di uno stimatore per la valutazione dell'azienda.

La sola stima del patrimonio sociale constava infatti della valutazione effettuata dal CTU nell'ambito della procedura esecutiva facente riferimento solamente al valore immobiliare dell'Hotel Le Tamerici.

In relazione alla situazione economico-patrimoniale e finanziaria non risultava inoltre allegato il bilancio dell'esercizio 2024 (che ad oggi non risulta ancora approvato) né una situazione contabile per il periodo dal 01/01/2025 alla data di presentazione della domanda, né un prospetto che evidenzia le attività e le passività della società alla data della richiesta di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza.

Alla luce dell'iter giudiziario intrapreso, definita la domanda diretta a regolare la crisi o l'insolvenza con strumenti diversi dalla liquidazione giudiziale, il Tribunale di Livorno procedeva all'esame della domanda di apertura della liquidazione giudiziale sussistendone i presupposti e ricorrendo i requisiti prescritti dall'art. 121 CCII.

La gestione dell'azienda da parte della Società MONOPOLI SRL inoltre era di fatto cessata con l'immissione nel possesso della medesima a favore della società x x

, società unipersonale con sede in x x x

C.F. e n. di iscrizione al Registro delle Imprese x (di

seguito "Affittuaria"), peraltro socio di maggioranza della MONOPOLI SRL, in forza del contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato con atto a rogito del Notaio Dott. Marzio Villari (Rep. 67805) (Racc. 22269) in data 02/02/2024 trascritto nei pubblici registri in data 09/02/2024 al n. 680 serie 1T.

L'albergo locato alla società x socia di

maggioranza con i 2/3 del capitale sociale della Monopoli S.r.l., prevede un contratto di affitto di azienda ultranovennale dal 02/02/2024 al 01/02/2044 (20 anni), che si intende tacitamente rinnovato per ulteriori 5 anni, salvo eventuale disdetta. Il canone di affitto di azienda è stato fissato in € 3.000,00 più Iva al mese, per un totale di € 36.000,00 più Iva annui, senza adeguamento Istat annuale. Nell'atto di affitto d'azienda viene indicato che l'ammontare del canone mensile, relativamente basso, sia giustificato per l'impegno preso dalla parte

conduttrice ad eseguire dei lavori di manutenzione ordinaria e straordinaria, quest'ultima normalmente a carico del locatore. Si precisa che in data 17/11/25 la Curatela provvedeva alla risoluzione del contratto di cui sopra ai sensi dell'art. 184 CCII.

3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE

3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO

Lo scrivente, al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa alberghiera e propeedeutiche alla stima del suo valore, ha richiesto al Curatore della MONOPOLI SRL, una serie di informazioni relative alla gestione dell'azienda alberghiera nel periodo precedente alla messa in liquidazione giudiziale. In particolare, è stata prodotta la seguente documentazione contabile:

- Bilanci in formato CEE di MONOPOLI SRL depositati al Registro delle Imprese dal 31/12/2019 al 31/12/2023;
- Contratto di affitto dell'azienda Hotel Le Tamerici del 02/02/2024 ;
- Perizia di stima del compendio immobiliare redatta dall'Ing. Stefano Valdambri con relativa integrazione, stilata nell'ambito della procedura esecutiva N.131/24, poi riassunta dalla Curatela mediante estinzione della stessa e gestione nell'ambito della ipotizzata cessione aziendale;
- Bilancio di verifica al 31/12/2023 della MONOPOLI SRL;
- Modello iva x anno 2025 per l'anno 2024;
- Valutazione delle attrezzature e dei beni mobili della MONOPOLI SRL effettuata dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Pisa-Livorno-Grosseto del 22/01/2026.

La mancata acquisizione delle situazioni contabili dettagliate dell'azienda sotto la direzione della società x ha costituito di fatto una forte limitazione alla presente relazione, in quanto l'andamento gestionale dell'albergo sotto la direzione della nuova Affittuaria, avrebbe consentito una comparazione, seppur parziale, con i risultati realizzati dalla MONOPOLI SRL. Lo scrivente non ha pertanto la possibilità di esprimersi con i dati correnti e prospettici di normale funzionamento in merito alla redditività d'azienda per cui, come meglio si dirà nel proseguo, le analisi del sottoscritto sono state effettuate con riferimento ai dati reddituali storici della precedente locatrice Monopoli srl.

Riguardo alla valorizzazione delle immobilizzazioni materiali il CTU ha potuto basarsi essenzialmente sulle perizie di stima del compendio immobiliare da parte dell'Ing. Ing. Stefano Valdambri e dei beni mobili redatta dall'I.V.G.

Il sottoscritto ha inoltre svolto una ricerca rispetto ai flussi turistici dell'area di riferimento, acquisendo informazioni ufficiali dalla banca dati ISTAT stilata in merito sia alla classificazione dei comuni in base alla densità turistica² che per quanto riguarda la capacità degli esercizi ricettivi per tipo di alloggio e per comune³.

3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI

È opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo. In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto è stato assunto che:

- tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo;

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- Bilanci in formato CEE di MONOPOLI SRL depositati al Registro delle Imprese dal 31/12/2016 al 31/12/2023 (**all. 1**);
- Contratto di affitto dell'azienda Hotel Le Tamerici del 02/02/2024, risolto in data 17/11/25 da parte della Curatela (**all. 2**);
- PEC recante la risoluzione del contratto di affitto d'azienda del 17/11/2025 inviata dal curatore dott. Saniele Veratti alla x S.R.L. (**all. 3**);
- Perizia di stima del compendio immobiliare redatta dall'Ing. Stefano Valdambri con relativa integrazione (**all. 4**);
- Bilancio di verifica al 31/12/2023 della MONOPOLI SRL (**all. 5**);
- Modello iva x anno 2025 per l'anno 2024 (**all. 6**);
- Valutazione delle attrezzature e dei beni mobili della MONOPOLI SRL effettuata dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Pisa-Livorno-Grosseto del 22/01/2026 (**all. 7**);

² <https://www.istat.it/classificazione/classificazione-dei-comuni-in-base-alla-densita-turistica/>

³ https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/11/Statistica-Today_Turismo-2023_rev.pdf

4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA

L'azienda oggetto della presente valutazione viene condotta nell'immobile di Viale Aldo Moro, 10 a Marcina Marina (LI) sull'Isola d'Elba.

Il contesto in cui è posta l'azienda alberghiera è caratterizzato da una spiccata vocazione turistica in una località molto rinomata dell'Isola d'Elba che vede, per il periodo estivo, un consistente afflusso turistico

L'immobile si trova a 500 mt dalla spiaggia di Marciana Marina, in posizione centrale residenziale, in prossimità dei principali impianti sportivi e del centro storico. La zona è tranquilla, vicina a tutti i principali servizi, quali negozi e ristoranti.

Il contesto urbano è di un livello qualitativo abbastanza curato contraddistinto da un tessuto a destinazione prettamente residenziale ed alberghiera.

L'accessibilità alla struttura è quella che caratterizza in generale le altre località dell'Isola d'Elba pur tuttavia con una migliore viabilità garantita dalla specifica ubicazione nel centro di Marciana Marina anziché in zona più periferica o isolata.

4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA

La valutazione dell'azienda non può prescindere da una breve descrizione dell'immobile nel quale essa viene esercitata. A tal proposito si evidenzia che l'immobile di proprietà della MONOPOLI SRL nel quale viene esercitata l'azienda, è stata oggetto di autonoma perizia redatta dall'Ing. Stefano Valdambri che ha rilasciato la propria relazione in data 16/03/2025 con integrazione del 02/04/2025 nell'ambito della procedura esecutiva n. R.G. 131/2024.

L'immobile a destinazione albergo denominato Hotel Tamerici è formato da 2 blocchi isolati, identificati con blocco A, di 3 piani fuori terra oltre al piano seminterrato per 1.981 mq totali e blocco B di 2 piani fuori terra oltre al piano seminterrato per 639 mq totali uniti tra loro da un porticato in legno. Superficie totale dei 2 blocchi 2.620 mq. L'albergo, composto da 40 camere tutte con bagno e balcone, è classificato a 4 stelle.

Il blocco A è così composto:

- al piano terra: ingresso principale, hall, reception, ufficio, bar, sala tv, servizi igienici e n.11 camere;
- al piano seminterrato: sala ristorante, cucina e locali di servizio;
- al piano primo: n.12 camere;
- al piano secondo: n.12 camere.

Il blocco B è così composto:

- al piano terra: sala, porticato, servizi, e zona fitness;
- al piano primo: n.5 camere.

L'area esterna è attrezzata come area relax, con gazebo, 2 campi di padel e 1 piscina. La superficie totale del lotto è pari a 6.587 mq.

La struttura alberghiera è realizzata in cemento armato con travi e pilastri mentre la copertura del blocco A è realizzata con travi in legno.

4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stato desunto direttamente dal contratto di affitto d'azienda fornito allo scrivente dal curatore dott. Daniele Veratti, stipulato in data 02/02/2024 e registrato in data 09/02/2024.

In particolare, l'azienda è costituita dai seguenti elementi:

- impianti, attrezzature, mobili, arredi, accessori, utensileria afferenti all'Azienda e che comunque sono utilizzati dalla Affittuaria per l'esercizio dell'attività aziendale come da allegato A al contratto di affitto di azienda del 02/02/2024;
- l'intero compendio immobiliare posto in Marciana Marina (LI) in Viale Aldo Moro 10 come meglio descritto nella perizia immobiliare del 16/03/2025 dell'Ing. Stefano Valdambriini comprensivo di tutti i diritti di proprietà intellettuale ed industriale, quali a titolo esemplificativo e non esaustivo: tutti i segni distintivi e dunque i marchi registrati e non registrati, tutte le denominazioni commerciali, tutti i loghi, le insegne, i domain names (iv) tutte le opere eventualmente tutelate dal diritto d'autore;
- i contratti finalizzati ad assicurare l'operatività dell'Azienda come indicati nell'Allegato 5 al contratto di affitto di ramo d'azienda del

06.08.2015;

- le autorizzazioni per l'esercizio dell'attività;

Il contratto di affitto del 02/02/2024, cessato in data 17/11/2025, esclude esplicitamente dall'Azienda affittata tutti i debiti ed i crediti maturati prima del 01/02/2024.

All'art. 9, il contratto di affitto di azienda prevedeva inoltre lo specifico accordo tra le parti l'accollo da parte della società affittuaria, a propria cura e spese, della realizzazione dei seguenti interventi necessari per il ripristino della struttura, **di cui non vi è riscontro effettivo di esecuzione completa** e conseguente sostenimento dei relativi costi:

- installazione impianti fotovoltaici di kw 100 o superiori;
- realizzazione centro fitness benessere Spa;
- rifacimento infissi degli immobili;
- rifacimento camere dell'hotel e acquisto e predisposizione arredamento dello stesso;
- realizzazione impianto colonnine ricarica elettrica;
- rifacimento copertura intero compendio;
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle dichiarazioni di conformità/rispondenza di cui al OM 37/08 e s.m.i. (DC);
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle dichiarazioni di corretta installazione e funzionamento mod. DICH. IMP. (DI);
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle certificazioni di rispondenza e funzionalità mod. CERT. IMP. (CI);
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle protezioni contra le scariche atmosferiche;
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle autorizzazioni e certificazioni impianto distribuzione;
- Gas-idrico-riscaldamento-centrale termica produzione, trasformazione, trasporto, distribuzione e di utilizzazione dell'energia elettrica;
- predisposizione aggiornamento impianti con rilascio delle certificazioni in merito al deposito, trasporto, distribuzione e utilizzazione, comprese le opere di evacuazione dei prodotti della combustione e di ventilazione ed aerazione dei locali, di gas, anche in forma liquida, combustibili o infiammabili, deposito gpl o adduzione metano;
- predisposizione e aggiornamento impianti con rilascio delle certificazioni di controllo del fumo e calore;

-
- predisposizione e aggiornamento impianti con rilascio delle certificazioni inerenti alla rivelazione di fumo, calore, gas e incendio e segnalazione allarme;
 - predisposizione e aggiornamento impianti con rilascio delle certificazioni e le dichiarazioni, della classe di partecipazione/reazione al fuoco degli arredi comprati che sono nell'attività per verifica del carico di incendio.

4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ

In considerazione dell'ubicazione dell'Azienda descritta nel precedente paragrafo 4.1, delle caratteristiche dimensionali delle camere e delle *facilities* presenti, l'hotel ha una clientela quasi esclusivamente di tipo turistico-stagionale legata prettamente alla villeggiatura marittima nei mesi estivi.

La struttura è composta da un totale di 40 camere per complessivi 106 posti letto di cui doppie n. 25, quaduple n. 13 e 2 suite con vasca idromassaggio suddivise in due blocchi come meglio descritte nella perizia del CTU.

La sala ristorante, posta al piano seminterrato, risulta essere stata poco sfruttata in quanto l'hotel aveva una preminente vocazione a pernottamento e colazione e solo occasionalmente garantiva il trattamento di mezza pensione.

L'offerta dell'Hotel prevede anche l'uso di parcheggio e piscina oltre a due campi di Padel ed una piccola palestra con attrezzature Technogym.

La percentuale di copertura in alta stagione (dal 20/6 al 10/9), desunta dalla Banca dati Turismo della Regione Toscana, varia solitamente dal 70% al 80%, in media stagione (dal 1/6 al 20/6 e dal 10/9 al 30/9) dal 60% al 70% ed in bassa stagione (dal 1/5 al 31/5 e dal 1/10 al 31/10) dal 30% al 40%

Le tariffe medie applicate riscontrabili anche in strutture simili a Marciana Marina, desumibili dalla piattaforma specializzata "*Booking.com*" risultano essere per la camera doppia 2 persone in B&B

In bassa stagione 130 euro

Media stagione 180/200 euro

Alta stagione 300/340

Per ogni persona in più sulle triple/quadruple si stima un supplemento di circa 50/60 euro.

5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO

5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO RELATIVO ALLA PROVINCIA DI LIVORNO

La struttura è situata a Marciana Marina, località dell'Isola D'Elba nella provincia di Livorno ad alta vocazione turistica prettamente di tipo balneare e quindi concentrata nel periodo estivo ed in particolar modo tra i mesi di maggio e settembre.

Si riporta nella tabella seguente l'andamento delle presenze accertate dall'ISTAT per la provincia di Livorno nel triennio 2022-2024 limitando l'indagine ai mesi estivi da maggio a settembre in quanto ritenuti più significativi per la tipologia di attività svolta dalle strutture alberghiere della costa Livornese.

È stato inoltre evidenziato in tabella l'andamento delle presenze complessivo registrato nella provincia di Livorno e, più nello specifico, l'andamento del turismo estivo nei comuni dell'Isola d'Elba ed in particolare nel comune di Marciana Marina ove è ubicato l'Hotel Le Tamerici.

Presenze negli esercizi ricettivi per comune di destinazione - Dati mensili 2022-2024

Provincia	Comune	05/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	05/2023	06/2023	07/2023	08/2023	09/2023	05/2024	06/2024	07/2024	08/2024	09/2024
LIVORNO	Campiglia Marittima	6.881	22.442	39.039	49.135	19.086	9.754	25.123	42.523	52.994	21.755	12.222	23.123	39.818	50.397	20.657
LIVORNO	Campo nell'Elba	32.524	105.809	134.790	140.339	90.931	39.463	94.375	116.496	121.618	87.671	52.130	89.350	122.465	136.199	93.755
LIVORNO	Capoliveri	57.873	185.841	247.065	277.170	173.582	82.799	180.268	217.532	260.288	174.070	112.372	165.349	245.217	282.200	173.622
LIVORNO	Castagneto Carducci	51.430	186.690	279.591	308.629	161.243	55.659	168.692	278.171	314.174	155.240	76.977	143.308	243.785	290.372	156.634
LIVORNO	Cecina	33.498	109.927	175.349	210.741	101.331	43.714	101.603	165.351	211.507	104.105	55.623	100.854	182.307	234.460	91.982
LIVORNO	Collesalveti	2.664	4.703	6.215	6.350	3.435	3.353	4.444	5.680	6.478	4.125	3.434	4.036	6.542	6.482	4.206
LIVORNO	Livorno	31.822	43.200	58.963	60.463	41.030	40.100	44.957	57.042	60.401	43.889	40.638	44.870	57.536	62.350	45.503
LIVORNO	Marciana	22.283	47.230	59.730	59.259	42.946	20.159	41.612	47.875	51.878	34.893	24.290	43.189	56.158	61.522	43.815
LIVORNO	Marciana Marina	7.729	18.433	25.622	27.995	17.993	8.212	15.678	21.950	19.761	17.527	8.745	15.873	22.745	23.428	14.235
LIVORNO	Piombino	48.069	146.591	218.989	247.996	103.446	46.781	149.908	225.629	258.192	127.650	57.725	130.546	226.823	278.056	150.655
LIVORNO	Porto Azzurro	12.784	38.403	51.194	57.762	38.784	13.690	34.848	44.917	56.849	37.242	17.314	30.195	44.588	55.740	32.251
LIVORNO	Portoferraio	39.077	114.569	149.482	157.086	94.735	42.089	102.451	137.223	144.231	88.842	58.223	89.910	131.410	145.941	87.187
LIVORNO	Rosignano Marittimo	34.665	113.074	148.871	195.366	90.886	44.533	110.403	170.316	207.731	98.596	57.778	96.420	160.219	203.990	95.648
LIVORNO	San Vincenzo	33.191	256.584	328.013	336.743	126.705	68.970	208.989	289.489	297.614	122.222	101.554	161.470	259.766	270.389	121.195
LIVORNO	Sassetta	2.278	4.743	6.526	7.015	4.276	2.379	4.698	6.126	6.865	3.866	3.016	4.216	5.761	5.636	3.804
LIVORNO	Suvereto	2.451	8.587	18.098	22.991	8.221	3.066	10.262	18.373	23.280	8.828	4.218	8.881	17.714	23.286	7.424
totale presenze mensili provincia di Livorno		419.219	1.406.826	1.947.537	2.165.040	1.118.630	524.721	1.298.311	1.844.693	2.093.861	1.130.521	686.258	1.151.590	1.822.854	2.130.448	1.142.573
presenze periodo estivo per anno provincia di Livorno		7.057.252				6.892.107				6.933.724						
presenze periodo estivo per anno Comuni Isola D'Elba		2.529.020				2.356.507				2.479.418						
presenze periodo estivo per anno Marciana Marina		97.772				83.128				85.026						

Si evidenzia come le presenze nelle strutture alberghiere della provincia di Livorno ed in particolare nelle strutture ubicate sull'Isola d'Elba si siano mantenute pressoché costanti per gli anni dal 2022 al 2024. Il Comune di Marciana Marina ha invece registrato una flessione di presenze tra il 2022 ed il 2023 passando dalle 97.772 del 2022 alle 83.128 del 2023 con una flessione di circa il 15% per poi risalire nel 2024 a 85.026 presenze.

Tutto sommato, dai dati esposti, si evidenzia una sostanziale stabilità delle presenze estive nelle strutture ricettivo-balneari della costa Livornese e dell'Isola d'Elba in particolare.

5.1.1 L'offerta alberghiera della provincia di Livorno

Dall'esame dell'andamento annuale legato alla composizione delle strutture ricettive della Provincia di Livorno è emersa una sostanziale stabilità riguardo all'offerta ricettizia. L'indagine che ha estrapolato il sottoscritto CTU dai dati ISTAT riguardanti appunto i comuni della costa Livornese è stata volta a definire la capacità ricettizia di strutture simili all'Hotel Le Tamerici di Marciana marina limitando i dati agli Hotel a 3 e 4 stelle essendo appunto la struttura oggetto di stima un Hotel a 4 stelle.

Dall'esame dei dati è emersa una sostanziale stabilità dell'offerta ricettiva in particolare dei Comuni dell'Isola d'Elba e di Marciana Marina nello specifico. Questo aspetto è legato anche all'equilibrio strutturale che soprattutto in un contesto come quello Elbano non consente un facile incremento di strutture alberghiere in relazione anche e soprattutto ai vincoli ambientali esistenti. L'offerta pertanto è garantita e mantenuta soprattutto da ristrutturazioni, migliorie e ripensamento degli spazi delle strutture già esistenti.

Dalla tabella seguente è pertanto possibile apprezzare la composizione e l'andamento per gli anni dal 2022 al 2024 dell'offerta alberghiera della Provincia di Livorno con evidenza particolare di quella afferente al Comune di Marciana Marina. In particolare, si evidenzia che gli Hotel a 4 stelle, categoria in cui si colloca l'Hotel Le Tamerici oggetto di stima, passano dalle 3 strutture del 2022 e 2023 alle 4 strutture operanti nel 2024.

anno	Province	Comuni	4 STELLE / 4 STARS				3 STELLE / 3 STARS				RESIDENZE TURISTICO ALBERGHIERE / HOTEL-TOURISM RESIDENCES			
			NUMERO / NUMBER	LETTI / BEDS	CAMERE / BEDROOMS	BAGNI / BATHROOMS	NUMERO / NUMBER	LETTI / BEDS	CAMERE / BEDROOMS	BAGNI / BATHROOMS	NUMERO / NUMBER	LETTI / BEDS	CAMERE / BEDROOMS	BAGNI / BATHROOMS
			2022	LIVORNO	Bibbona	2	567	200	214	5	407	196	211	1
	LIVORNO	Campiglia Marittima	2	142	63	90	1	48	18	18	5	110	50	54
	LIVORNO	Campo nell'Elba	5	670	291	309	26	1.711	778	832	5	481	165	197
	LIVORNO	Capoliveri	4	1.277	544	581	10	874	368	393	27	1.864	546	623
	LIVORNO	Capraia Isola	2	237	100	104	1	50	21	25	-	-	-	-
	LIVORNO	Castagneto Carducci	2	143	53	59	6	416	154	168	3	478	225	236
	LIVORNO	Cecina	1	89	36	38	15	971	430	476	6	843	216	278
	LIVORNO	Collesalveti	1	112	53	55	1	25	13	14	-	-	-	-
	LIVORNO	Livorno	3	494	231	243	16	685	343	372	3	66	27	24
	LIVORNO	Marciana	3	697	255	266	20	1.300	566	601	-	-	-	-
	LIVORNO	Marciana Marina	3	257	113	126	6	424	203	211	1	287	72	74
	LIVORNO	Piombino	1	83	40	44	8	456	184	200	8	2.136	540	640
	LIVORNO	Porto Azzurro	3	305	74	116	7	420	189	202	8	538	165	182
	LIVORNO	Portoferraio	6	901	390	414	10	750	332	354	5	585	175	193
	LIVORNO	Rosignano Marittimo	2	116	56	62	13	703	321	343	9	1.175	382	477
	LIVORNO	San Vincenzo	5	1.646	659	709	15	952	431	469	5	392	136	145
	LIVORNO	Sassetta	-	-	-	-	-	-	-	-	1	14	4	4
	LIVORNO	Suvereto	-	-	-	-	-	-	-	-	3	664	169	180
	LIVORNO	Rio	2	343	141	146	4	251	132	140	3	96	25	44
	LIVORNO	TOTALE	47	8.079	3.299	3.576	164	10.443	4.679	5.029	93	9.801	2.920	3.386
2023	LIVORNO	Bibbona	2	567	200	214	5	407	209	211	1	72	23	35
	LIVORNO	Campiglia Marittima	2	142	63	90	2	167	78	79	4	67	35	38
	LIVORNO	Campo nell'Elba	5	670	291	309	26	1.705	766	819	5	481	165	197
	LIVORNO	Capoliveri	3	927	379	409	10	874	368	393	28	1.910	560	638
	LIVORNO	Capraia Isola	1	118	50	52	1	50	21	25	-	-	-	-
	LIVORNO	Castagneto Carducci	2	143	53	59	5	391	142	155	4	612	235	246
	LIVORNO	Cecina	1	89	36	38	16	1.021	455	503	6	843	216	278
	LIVORNO	Collesalveti	1	112	53	55	1	25	13	14	-	-	-	-
	LIVORNO	Livorno	3	465	208	222	16	685	343	372	3	66	27	34
	LIVORNO	Marciana	3	697	255	266	20	1.281	562	599	-	-	-	-
	LIVORNO	Marciana Marina	3	257	113	126	6	424	203	211	1	287	72	74
	LIVORNO	Piombino	2	166	80	88	8	438	183	194	8	2.136	540	640
	LIVORNO	Porto Azzurro	3	305	103	116	7	420	189	202	7	481	145	160
	LIVORNO	Portoferraio	6	901	390	414	10	750	332	353	5	585	175	193
	LIVORNO	Rosignano Marittimo	2	116	56	62	14	705	331	358	9	938	320	378
	LIVORNO	San Vincenzo	4	1.564	619	667	15	905	420	465	5	392	136	145
	LIVORNO	Sassetta	-	-	-	-	-	-	-	-	1	14	4	4
	LIVORNO	Suvereto	-	-	-	-	-	-	-	-	3	664	169	180
	LIVORNO	Rio	2	343	141	146	4	251	132	141	2	64	25	26
	LIVORNO	TOTALE	45	7.582	3.090	3.333	166	10.499	4.747	5.094	92	9.612	2.847	3.266
2024	LIVORNO	Bibbona	2	567	200	214	5	407	196	211	1	72	23	35
	LIVORNO	Campiglia Marittima	2	142	63	90	3	285	138	140	4	67	35	38
	LIVORNO	Campo nell'Elba	5	670	291	309	27	1.749	779	834	5	481	165	197
	LIVORNO	Capoliveri	3	927	379	409	10	874	368	393	28	1.888	554	636
	LIVORNO	Capraia Isola	-	-	-	-	1	50	21	25	-	-	-	-
	LIVORNO	Castagneto Carducci	2	143	53	59	5	391	142	155	4	631	291	302
	LIVORNO	Cecina	1	89	36	38	20	1.323	579	657	7	867	226	289
	LIVORNO	Collesalveti	1	112	53	55	1	25	13	14	-	-	-	-
	LIVORNO	Livorno	3	450	205	221	17	710	359	390	5	120	41	70
	LIVORNO	Marciana	3	697	255	266	22	1.300	578	616	-	-	-	-
	LIVORNO	Marciana Marina	4	362	165	186	6	424	203	211	2	574	144	148
	LIVORNO	Piombino	1	83	40	44	7	388	158	167	8	2.136	540	640
	LIVORNO	Porto Azzurro	2	235	74	84	5	334	145	154	8	538	165	182
	LIVORNO	Portoferraio	7	1.061	454	482	10	759	336	358	5	509	161	180
	LIVORNO	Rosignano Marittimo	2	116	56	62	15	773	361	392	9	965	328	386
	LIVORNO	San Vincenzo	5	1.646	659	709	14	881	408	449	4	380	129	135
	LIVORNO	Sassetta	-	-	-	-	-	-	-	-	1	14	4	4
	LIVORNO	Suvereto	-	-	-	-	-	-	-	-	3	664	169	180
	LIVORNO	Rio	2	343	141	146	5	295	154	165	4	166	56	60
	LIVORNO	TOTALE	45	7.643	3.124	3.374	173	10.968	4.938	5.331	98	10.072	3.031	3.482

L'analisi delle caratteristiche strutturali degli hotel a 3 e 4 stelle a livello territoriale disaggregato evidenzia come la maggior parte degli esercizi e dei letti

sia ovviamente localizzata nelle località caratterizzate da una vocazione turistica di tipo balneare legata all'afflusso di turisti prettamente nel periodo estivo.

6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione peraltro in procedura concorsuale.

Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato 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 quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale
- Metodo patrimoniale;
- Metodo misto patrimoniale-reddituale;

6.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

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

- una capitalizzazione illimitata $W1 = F.C. / i$
- una capitalizzazione limitata $W2 = F.C. a n^{-i}$

ove $W1$ e $W2$ rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

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

a) all'*unlevered cash flow method*:

$$W = \sum \frac{CF_0}{WACC} + VR - D$$

b) al *levered cash flow method*:

$$W = \sum \frac{CF_n}{K_e} + VR$$

ove:

$\sum CF_0 / WACC$ = valore attuale dei flussi di cassa operativi

$\sum CF_n / K_e$ = valore attuale dei flussi di cassa netti

VR = valore attuale del valore residuo (*terminal value*)

D = posizione finanziaria netta (*liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari*)

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però abbisogna di un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per più esercizi futuri.

Si è ritenuto di non utilizzare questo metodo valutativo per carenza informativa legata al caso di specie.

6.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della

valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti, anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

Anche in relazione al mancato utilizzo del metodo reddituale sussistono criticità evidenti dovute alla carenza informativa specifica.

6.3 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali, e forse quelli più usati.

I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi, quello che attualizzando i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, *Know how*, processi produttivi,

formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile; infatti, i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

Nel caso di specie non sussistono altri beni acquisiti dalla procedura e pertanto rileva soltanto la componente immobiliare e mobiliare stimata dall'I.V.G.

6.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Per la stima del valore di mercato delle imprese in normale funzionamento, particolarmente diffusi sono i metodi che, mediando tra i metodi patrimoniali e reddituali, vengono definiti misti. L'applicazione di tali metodi appare particolarmente indicata per la valutazione delle aziende alberghiere, in ragione della rilevante componente patrimoniale tipica di tali realtà, 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 (R/i):

$$W = \frac{1}{2} (R / i + K).$$

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:

$$W = K' + a n^{-i'} * (R - iK')$$

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 capitalizzazione, espressione del rendimento degli investimenti nel

sette, o in settori aventi il medesimo grado di rischio;

i' = tasso finanziario di attualizzazione del sovrarreddito, ovvero della differenza $(R - iK')$.

L'integrazione della stima patrimoniale con il valore dell'avviamento (positivo/goodwill o negativo/ badwill) dell'azienda può rendersi particolarmente opportuna quando la redditività aziendale presenta degli scostamenti (positivi o negativi) rispetto al livello considerato normale dagli investitori, espresso dal tasso di remunerazione atteso (i).

7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (MONOPOLI SRL) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente allo stato ed alla specificità dell'azienda oggetto

di valutazione, avrà invece una sua specifica rilevanza in quanto l'azienda è stata concessa in affitto dalla Società ancorché ad oggi il relativo contratto di affitto stipulato con la x è stato risolto dal Curatore in quanto ritenuto non congruo alla luce del valore patrimoniale e reddituale dell'azienda "Hotel Le Tamerici".

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nel precedente paragrafo 3.1 e 3.2. In merito è anche il caso di evidenziare nuovamente, e ciò si connette con quanto rilevato in merito al profilo sub (iii), che l'Affittuaria, non ha fornito tempestivamente alcun dato, al fine di permettere di valutare l'andamento del fatturato e non risultano peraltro neanche depositati i bilanci societari.

Premesso quanto precede, pare anche il caso di precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore del ramo d'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita. Tale prezzo, come più avanti vedremo, è anche contaminato dall'essere l'azienda in questione inevitabilmente esercitata su un immobile che sarà anch'esso oggetto del processo di dismissione da parte della Società.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *"Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- *da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.)."*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore il 1° gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L’esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall’altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l’acquisizione dell’attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull’offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell’attività”*.

8. IL VALORE DELL’AZIENDA RISULTANTE DALL’APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

8.1 PREMESSA

I PIV, molto opportunamente nel principio III.1.16, stabiliscono che: *“Nella selezione del metodo di valutazione, l’esperto deve essere consapevole dell’esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell’azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.”*

Nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico del ramo d’azienda nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società MONOPOLI SRL la quale ha esercitato l’attività alberghiera nel lasso temporale che va dal 2016 al 02.02.2023, prima di essere dichiarata la liquidazione giudiziale dal Tribunale di Livorno.

Conseguentemente, la scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste nel considerare innanzi tutto i conti economici storici registrati dall’azienda in questione, come una buona approssimazione di quelli che potranno essere registrati in futuro, senza investimenti che attengano alla modifica sostanziale della combinazione produttiva aziendale (PIV III.1.27).

Detto assetto pare del tutto coerente con la finalità della presente *opinion* che è quella di orientare gli organi della procedura di liquidazione giudiziale nelle operazioni di vendita con procedure di evidenza pubblica. La Società quindi deve realizzare la vendita del ramo d’azienda nello stato in cui si trova, in mancanza della possibilità di intervenire sulla redditività dell’azienda, che tra l’altro, in questo caso trova anche il limite “fisico” della struttura attuale dell’immobile a destinazione alberghiera ove l’attività viene esercitata, e di effettuare ulteriori

investimenti volti ad aumentare le potenzialità dell'azienda stessa che per tale motivo può essere valutata solo sulla base dei risultati economici storici che ha realizzato.

Quello che precede rappresenta l'assunto concettuale di base inerente la possibilità di dare un valore ad una azienda in crisi, peraltro, come in questo caso, assoggettata ad una procedura di liquidazione giudiziale. Infatti, come osservato da autorevole dottrina che ha trattato la specificità delle valutazioni delle aziende in crisi⁵ : *“In buona sostanza, la determinazione del valore economico del capitale di una azienda in crisi presuppone che essa sia in grado di operare come sistema “duraturo” ed “autonomo”, ovvero sia come istituto atto a perdurare nel tempo in un ambiente che cambia e che sia capace di operare, facendo affidamento sulle proprie risorse e capacità, senza ricorrere in modo sistematico, a sostegni esogeni”*.

L'azienda in questione pare quindi essere dotato di questa capacità che lo rende uno *steady case*, ovvero una situazione aziendale sufficientemente stabilizzata. I cui flussi reddituali – sia pure nella loro versione storica – paiono essere, come infra illustrato, sufficientemente *armonici, stabili* e quindi *normalizzati* almeno dal 2016 al 2021, esercizio precedente all'insorgere della crisi.

Quanto sopra induce la scelta del metodo misto patrimoniale – reddituale quale metodo che meglio approssima la stima del valore di questo ramo d'azienda determinato sulla base del metodo stima autonoma dell'avviamento il quale viene determinato come differenza tra il reddito medio prospettico dell'impresa e il reddito normale atteso del capitale investito in attività di pari rischio.

Come già evidenziato nel precedente paragrafo 6.2 il metodo misto 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. L'algoritmo di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questa accezione è il seguente:

$$W = K' + a n^{-i} * (R - iK')$$

Dove K' = Patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio normale prospettico;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di capitalizzazione, espressione del rendimento degli investimenti nel settore, o in settori aventi il medesimo grado di rischio;

i' = tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito, ovvero della differenza $(R - iK')$.

Per quanto attiene al Patrimonio Netto Rettificato K', trattandosi di vendita da procedura concorsuale, si ritiene plausibile acquisire, quale valore di riferimento, il valore totale dei beni mobili ed immobili risultante rispettivamente dalla valutazione espressa dall'Istituto Vendite Giudiziarie e dalla perizia dell'Ing. Stefano Valdambri, incaricato dal Giudice delle esecuzioni immobiliari di cui alla procedura n. RG 131/2024.

Tale assunto nasce dalla considerazione che, in tale contesto, la vendita avviene nello stato di fatto e di diritto in cui i beni si trovano, come visti e piaciuti, in assenza di garanzie del venditore per vizi e difformità. Eventuali differenze di misura non potranno dar luogo ad alcun risarcimento, indennità o riduzione del prezzo. Inoltre, non vengono ceduti debiti o crediti, in quanto *ex lege* rimanenti in capo alla procedura di liquidazione giudiziale e non vengono generati effetti fiscali dalla eventuale creazione di plus o minusvalenze. I rapporti di lavoro dipendente attualmente in essere, seppur specificamente afferenti all'azienda in vendita, non sono riconducibili alla venditrice, in quanto tutti già cessati precedentemente alla sottoscrizione del primo contratto di affitto, datato 02/02/2024. Di conseguenza, poiché il contratto di locazione si è risolto come indicato in precedenza per l'azione della Curatela, non emergono altre passività latenti derivanti da TFR, ROL, e ratei pendenti.

In forza di quanto sopra, si ritiene ragionevole considerare K' pari ad euro 4.512.810,00 ovvero al totale valore di mercato non svalutato di beni mobili, immobili ed attrezzature, riveniente dalla perizia del CTU nominato, Ing. Stefano Valdambri e dalla stima dei beni mobili effettuata dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Pisa-Livorno-Grosseto.

8.2 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE

Vista la scelta del metodo di valutazione Misto Patrimoniale - Reddittuale, verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio che sarà calcolato secondo le tabelle dei tassi di settore pubblicate sul sito specializzato "damodaran"⁴.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che

⁴ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale.

Nello specifico il tasso di capitalizzazione è stato calcolato come segue:

$$i = Rf + (Rm - Rf) \times \text{beta}$$

- Tasso privo di rischio (Rf): la componente *risk free* è stata quantificata osservando, alla data di redazione della presente, pari ad un rendimento medio atteso per un investimento con un rischio relativamente basso e, pertanto, trascurabile. Posto che un investimento a "rischio zero" non esiste, si ritiene opportuno considerare il rendimento atteso dei BTP italiani a dieci anni, ovvero 3,44% (**all. 9**);
- Premio per il rischio azionario "*Total Equity Risk Premium*": il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio e pari in questo caso al 4,95% (**all. 10**). Il premio per il rischio ($Rm - Rf$) è stato pertanto assunto pari al 1,51% (4,95% - 3,44%);
- Il "beta" di settore è la misura di correlazione tra l'andamento di un titolo azionario ed il mercato di riferimento, in questo caso alberghiero. I settori con "beta" superiore ad 1 sono settori più volatili del mercato. Viceversa, se il "beta" è inferiore ad 1, significa che il settore è abbastanza indipendente dall'andamento del mercato. Il "beta" di settore può essere determinato in 0,77 (**all. 11**).

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di capitalizzazione utilizzato è pari al 4,6027%⁵.

Il tasso di attualizzazione i rappresenta invece il puro compenso per il trascorrere del tempo e non tiene conto del premio per il rischio d'impresa.

Il Ministero dello Sviluppo Economico ha decretato che a partire dal 1° gennaio 2026, il tasso da applicare per le operazioni di attualizzazione e rivalutazione ai fini della concessione ed erogazione delle agevolazioni in favore delle imprese è pari al 3,19% (**all. 12**).

⁵ $3,44\% + (4,95\% - 3,44\%) \times 0,77$

8.3 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DELL'ING. STEFANO VALDAMBRINI E CON LA STIMA DEI BENI MOBILI DISPOSTA DALL'ISTITUTO VENDITE GIUDIZIARIE.

Nel caso in questione, deve essere opportunamente evidenziato che la *opinion* che lo scrivente si appresta a rilasciare è strettamente correlata al lavoro di valutazione svolto dall'Ing. Stefano Valdambri. Nell'ambito della esecuzione immobiliare n. RG. 131/2024, è stata disposta dal Tribunale delle Esecuzioni di Livorno una CTU immobiliare del compendio facente parte dell'Hotel Le Tamerici redatta dall'Ing. Stefano Valdambri. Il valore emerso dalla perizia immobiliare costituisce il valore predominante della stima complessiva dell'azienda alberghiera. Il valore di mercato netto dell'immobile è stato quantificato in €. 4.800.000,00, pur tuttavia, in sede di stima del valore complessivo del ramo d'azienda facente capo all'Hotel Le Tamerici, si ritiene prudenzialmente di acquisire il valore di €. 4.440.000,00 che identifica il prezzo a base d'asta così come indicato nella perizia del 16/03/2025 (**all. 4**).

L'altra componente da prendere a riferimento per la quantificazione del valore del ramo di azienda è quella mobiliare. In questo caso la stima dei beni ubicati dentro la struttura Hotel Le Tamerici è stata predisposta dall'Istituto Vendite Giudiziarie del circondario di Pisa-Livorno-Grosseto che ha quantificato le attrezzature e gli arredi della struttura alberghiera per un valore di €. 72.810,00 complessivi (**all. 7**).

Alla luce pertanto delle stime effettuate, il patrimonio netto rettificato "K" del ramo di azienda riconducibile all'Hotel Le Tamerici può essere quantificato in complessivi **€. 4.512.810** dato dalla somma della componente immobiliare pari ad €. 4.440.000 e della componente mobiliare per €. 72.810,00. Tale valore è ritenuto plausibile quale valore di riferimento in quanto la MONOPOLI SRL, titolare del ramo di azienda "Hotel Le Tamerici" si trova in liquidazione giudiziale.

8.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Fatte le opportune premesse in merito al metodo valutativo adottato, ai tassi di capitalizzazione e di attualizzazione utilizzabili ed al valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda "Hotel Le Tamerici", il CTU ritiene che il reddito medio normale prospettico, possa essere considerato quale la redditività annua media

che un eventuale acquirente si attende ragionevolmente di ottenere conducendo il ramo d'azienda oggetto di valutazione. A tal proposito, quale indicatore della redditività media per l'azienda alberghiera oggetto di stima verrà utilizzato l'EBITDAR ritenendolo uno strumento di benchmarking prezioso per investitori e altri leader del settore. Questo indicatore può contribuire a garantire trasparenza, il che può rivelarsi particolarmente prezioso quando si valutano acquisizioni o investimenti. La differenza tra EBITDA ed EBITDAR è che quest'ultimo esclude dal calcolo anche i costi di ristrutturazione o affitto. La lettera R aggiunta alla fine infatti sta per “*rent or restructuring costs*” cioè rappresenta i costi di affitto e/o ristrutturazione.

Il modo più veloce per calcolare questo indice è aggiungere i costi di ristrutturazione e/o di affitto all'EBITDA:

$$\text{EBITDAR} = \text{EBITDA} + \text{Costi di Ristrutturazione/Affitti}$$

Nel calcolo dell'EBITDAR non si tiene conto dell'affitto o della ristrutturazione perché con questo indice si vuole misurare la prestazione dell'attività principale dell'azienda, riducendo al minimo le variabili che non si riferiscono direttamente all'attività ordinaria. Come esempio immaginiamo di dover confrontare due Hotel, uno a Roma con un affitto molto alto e l'altro a Viterbo con un affitto sicuramente più basso. Per confrontare efficacemente queste due attività, l'EBITDAR è l'indicatore perfetto in quanto esclude i costi di affitto, nonché interessi, tasse, deprezzamento e ammortamento.

Riassumendo l'EBITDAR aiuta a ridurre la variabilità tra le spese di un'azienda e l'altra, in modo da concentrarsi solo sui costi relativi alle operazioni e questo è utile quando si confrontano aziende simili all'interno dello stesso settore. Con questo indice di redditività di rimuovono i costi di ristrutturazione *una tantum* poiché queste spese non sono ricorrenti, l'indicatore fornisce una informazione più corretta rendendo società simili più facilmente comparabili. Eliminando i costi di affitto, diventa più ragionevole confrontare società diverse senza che emergano discrepanze in base al fatto che la società possieda o meno i propri beni, o con affitti diversi in funzione del luogo in cui sono localizzate.

Comunica inoltre un calcolo degli utili più controllabile in quanto include solo le spese principali che la direzione ha la capacità di controllare ignorando le diverse strutture di capitale e ponendo a confronto le società solo in base alle loro operazioni.

In definitiva l'EBITDAR è importante per l'analisi finanziaria degli hotel perché crea condizioni di parità per il confronto delle performance. Questo è

particolarmente utile quando due hotel hanno strutture e modelli di proprietà diversi.

Ad esempio, confrontando un hotel di proprietà con uno che lo affitta, l'EBITDAR elimina questa differenza. Di conseguenza, è possibile valutare più facilmente l'efficacia operativa e gestionale degli hotel.

Questo rende l'EBITDAR uno strumento di benchmarking prezioso per investitori e altri leader del settore. Può contribuire a garantire trasparenza, il che può rivelarsi particolarmente prezioso quando si valutano acquisizioni o investimenti.

Al fine di valutare la redditività storica dell'azienda, lo scrivente si è necessariamente dovuto basare sui dati economici e reddituali della società MONOPOLI SRL, registrati nel periodo tra il 2016 ed il 2021 non ritenendo significativi i bilanci successivi visto l'insorgere della crisi aziendale e la successiva dichiarazione di Liquidazione Giudiziale. Tali dati sono stati desunti dai bilanci depositati presso il Registro delle Imprese di Livorno per gli anni 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020.

Di seguito si propone una tabella riassuntiva dei risultati economici dell'Azienda per i periodi suddetti andando a calcolare l'EBITDAR dell'Azienda nei vari esercizi, sottraendo dal valore della produzione, i costi riferibili ai consumi alberghieri, per servizi, per il personale e gli oneri diversi di gestione, procedendo poi a calcolare la media dei sei anni presi a riferimento

Descrizione	annualità												media 6 anni	
	2016	% sui ricavi	2017	% sui ricavi	2018	% sui ricavi	2019	% sui ricavi	2020	% sui ricavi	2021	% sui ricavi	valori	% sui ricavi
Valore della produzione	692.653	100,00%	851.749	100,00%	878.395	100,00%	830.890	100,00%	713.726	100,00%	853.776	100,00%	803.532	100,00%
Totale ricavi	692.653		851.749		878.395		830.890		713.726		853.776		803.532	
materie primi,sussidiarie, consumo	143.505	20,72%	186.363	21,88%	164.505	18,73%	135.003	16,25%	80.697	11,31%	79.601	9,32%	131.612	16,37%
per servizi	165.916	23,95%	178.372	20,94%	211.484	24,08%	184.012	22,15%	152.975	21,43%	222.471	26,06%	185.872	23,10%
per il personale	323.621	46,72%	371.135	43,57%	395.102	44,98%	376.765	45,34%	209.273	29,32%	205.030	24,01%	313.488	38,99%
Totale costi di produzione (netto affitti)	633.042		735.870		771.091		695.780		442.945		507.102		630.972	
Oneri diversi di gestione	29.543	4,27%	76.836	9,02%	60.519	6,89%	57.823	6,96%	18.000	2,52%	63.376	7,42%	51.016	6,18%
EBITDAR	30.068	4,34%	39.043	4,58%	46.785	5,33%	77.287	9,30%	252.781	35,42%	283.298	33,18%	121.544	15,36%

Dall'analisi emerge un EBITDAR medio pari ad Euro 121.544 pari al 15,36% dei ricavi.

Restringendo tuttavia l'analisi agli esercizi 2020 e 2021 ritenuti più significativi ai fini dell'analisi in quanto rappresentanti dell'andamento economico più recente

dell'Hotel Le Tamerici, si evidenzia come l'EBITDAR medio si attesti ad Euro 268.040 e l'incidenza media dello stesso raggiunga il valore del 34,20% dei ricavi.

Descrizione	media anni 2020 e 2021	
	valori	% sui ricavi
Valore della produzione	783.751	100,00%
Totale ricavi	783.751	
materie primi,sussidiarie, consumo	80.149	10,23%
per servizi	187.723	23,95%
per il personale	207.152	26,43%
Totale costi di produzione (netto affitti)	475.024	
Oneri diversi di gestione	40.688	5,19%
EBITDAR	268.040	34,20%

Rilevando che il “Focus Ristoranti ed Alberghi”, stilato dall'Osservatorio sui bilanci delle società di capitali (all. 13) emerge, per la Regione Toscana, un incremento dei “Ricavi” del 16,0% e del “Valore aggiunto” del 20,9% per l'anno 2023 sull'anno 2022, si presume che anche l'EBITDAR, registrato per l'Hotel Le Tamerici” negli anni 2020 e 2021 potesse e possa in futuro mantenere i livelli calcolati.

Prudenzialmente, pertanto, il CTU ritiene che il valore medio atteso dell'EBITDAR per l'azienda oggetto di valutazione possa attestarsi al 30% dei ricavi.

In tal senso il CTU è andato a quantificare attraverso l'esame dei bilanci depositati al Registro delle Imprese di Livorno, l'EBITDAR di una azienda alberghiera equipollente la “xx ubicata sempre a xx

, 1 che per gli esercizi 2020 a 2021

registra parametri reddituali simili all'azienda oggetto di stima che si vanno a riassumere nella tabella seguente:

Descrizione	annualità				media anni 2020 e 2021	
	2020	% sui ricavi	2021	% sui ricavi	valori	% sui ricavi
Valore della produzione	792.501	100,00%	1.223.365	100,00%	1.007.933	100,00%
Totale ricavi	792.501		1.223.365		1.007.933	
materie primi,sussidiarie, consumo	44.525	5,02%	77.050	8,69%	60.788	6,03%
per servizi	418.340	47,20%	508.852	57,41%	463.596	45,99%
per il personale	94.509	10,66%	173.108	19,53%	133.809	13,28%
Totale costi di produzione (netto affitti)	557.374		759.010		740.405	
Oneri diversi di gestione	19.659	2,22%	35.471	4,00%	50.518	5,01%
EBITDAR	215.468	27,19%	428.884	35,06%	322.176	31,96%

Anche in questo caso abbiamo in EBITDAR che si attesta ad Euro 322.176 ed una

percentuale dello stesso sui ricavi del 31,96%.

Alla luce del confronto effettuato, si ritiene pertanto pienamente plausibile che l'EBITDAR medio normalizzato per l'"Hotel Le Tamerici" possa attestarsi al 30% dei ricavi.

Quale ultimo parametro il CTU ritiene che l'orizzonte temporale su cui calcolare la redditività aziendale, visto il settore di riferimento, possa attestarsi a 20 anni.

Quindi, assumendo un ammontare dei ricavi mediamente registrato in 6 anni dal 2016 al 2021 dal ramo d'azienda pari ad euro 803.532, la redditività normalizzata, data l'incidenza del 30% dell'EBITDAR medio sui ricavi, può essere calcolata in euro 235.125,30 ($803.532 \cdot 30\%$) quale EBITDAR medio annuo normalizzato.

8.4.1 La quantificazione dei ricavi attraverso il metodo induttivo sulla base della % di copertura delle camere

Quale ulteriore parametro di confronto, il sottoscritto CTU ha provveduto a ricostruire induttivamente i ricavi annui potenzialmente conseguibili dall'azienda "Hotel Le Tamerici" sulla base della % di copertura delle camere ipotizzando una tariffa media applicabile per tipologia di camera distinguendo tra bassa, media ed alta stagione. Il calcolo predisposto ha restituito un valore di ricavi annuali pari ad euro 1.002.138,18. Il CTU pur evidenziando una certa significatività del dato ottenuto in termini di ricavi potenziali su base annua della struttura ricettiva, ritiene tuttavia, prudenzialmente, di optare per il valore medio calcolato sugli ultimi 6 anni di gestione dell'Hotel Le Tamerici pari ad euro 803.532,00.

In questa sede è stato inoltre tenuto conto, sempre prudenzialmente, dell'attuale liquidazione giudiziale a cui è sottoposta la MONOPOLI SRL e del relativo mancato riscontro dell'effettiva redditività dell'azienda "Hotel Le Tamerici" per il periodo in cui è stata affittata alla xx dal 2

febbraio 2024 alla data di risoluzione del contratto del 17/11/2025 periodo che, di fatto, ha abbracciato, 2 periodi di alta stagione i più remunerativi per una struttura a vocazione turistico-balneare come quella oggetto di analisi.

Fatte tutte le premesse possiamo procedere al calcolo del valore dell'azienda andando a quantificare separatamente anche l'avviamento.

Per cui

- Capitale Netto rettificato K € 4.512.810;
- Rendimento medio BTP a 10 anni 3,44%;

- premio per il rischio (Total Equity Risk Premium) 4,95%;
- coefficiente β settore "Hotel/Gaming" 0,77;
- tasso di capitalizzazione K_e (i) 4,6027%;
- orizzonte di riferimento temporale 20 anni;
- reddito medio normalizzato € 235.125,30;
- tasso di attualizzazione (i') 3,19%;
- an^{-i} ⁶ 14,61945979

Elencati tutti gli elementi funzionali al calcolo si procede alla stima del valore dell'azienda con il metodo misto patrimoniale-reddituale:

$$W = K + (R - iK') \cdot an^{-i}' =$$

$$= 4.512.810 + (235.125,30 - 4.512.810 \cdot 4,6027\%) \cdot a_{20}^{-3,19\%} =$$

$$= 4.913.590,71 \text{ euro}$$

Il valore complessivo del ramo di azienda "Hotel Le Tamerici" può essere pertanto calcolato in **€. 4.913.590,71** di cui **€. 400.780,71** ascrivibili ad avviamento⁷:

9. Metodi di confronto

Il CTU al fine di verificare il calcolo predisposto andrà a quantificare il valore dell'azienda utilizzando sia il metodo Reddituale Puro con capitalizzazione illimitata di tempo sia il metodo del valore medio

Con il metodo reddituale puro viene "bypassata" completamente la problematica legata alla valorizzazione degli elementi di natura patrimoniale, di cui una azienda alberghiera è dotata in modo significativo.

La formula utilizzabile per la valutazione di una azienda con il metodo reddituale puro è la seguente:

$$W = R/i$$

⁶ il fattore "a figurato n al tasso i", rappresenta il valore attuale di una rendita unitaria, temporanea, immediata e posticipata di (n) rate costanti in regime di capitalizzazione composta al tasso (i):

$$an^{-i} = \{[(1+i)^n - 1] / [i \cdot (1+i)^n]\}$$

⁷ Avviamento = (235.125,30 - 4.512.810 * 4,6027%)

Considerando i dati già utilizzati per la stima di cui al paragrafo precedente avremo

$$W = 235.125,30 / 4,6027\% = 5.108.421,14$$

Il valore dell'azienda "Hotel Le Tamerici" calcolato con il metodo reddituale semplice risulta quindi pari ad euro 5.108.421,14.

Un aspetto a favore di tale metodologia di valutazione potrebbe consistere nel fatto che un eventuale investitore potrebbe, fra 20 o 30 anni, aver già recuperato tutto il capitale investito attraverso l'esercizio prolungato dell'attività, e trovarsi comunque ancora a disposizione un certo patrimonio immobiliare da realizzare sul mercato. Tuttavia, l'imponderabilità di un futuro tanto remoto non permette di ottenere una stima sufficientemente accurata. Tale metodologia costituisce tuttavia un elemento attendibile di confronto riguardo alla stima del valore dell'azienda.

L'altro metodo di confronto potrebbe consistere nel cosiddetto metodo del valore medio, il quale effettua una media tra valore patrimoniale (K) e reddituale con capitalizzazione illimitata nel tempo (R/i). Tale metodo consente sia di valorizzare una consistenza patrimoniale, di vitale importanza per un'azienda del settore alberghiero, sia di "normalizzare" i risultati di una valutazione con orizzonte temporale illimitato.

$$W = \frac{1}{2} * (R/i + K) = \frac{1}{2} * (5.108.421,14 + 4.512.810,00) = \frac{1}{2} * (9.621.231,14) = 4.810.615,57$$

Per cui W, il valore del ramo d'azienda calcolato con il metodo del valore medio può essere quantificabile in euro 4.810.615,57.

Nonostante i vari metodi esposti, si ritiene comunque più accurata una valutazione con orizzonte temporale massimo a 20 anni e, pertanto, il metodo di riferimento più attendibile per questo tipo di valutazione resta il metodo Misto Patrimoniale - Reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

10. CONCLUSIONI

Il presente elaborato è volto a fornire una valorizzazione attendibile del ramo

aziendale di pertinenza della procedura di Liquidazione Giudiziale, 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 la valutazione 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. In quanto tale, una Procedura Concorsuale non può, come un imprenditore *in bonis*, decidere di non alienare per un lungo periodo di tempo, attendendo i momenti più propizi del mercato. Né può una curatela alienare un bene immobile, in questo caso preminente nel processo di stima, fornendo la garanzia del venditore, circostanza pacifica tra soggetti *in bonis*.

Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il valore a cui la Curatela metterà il ramo d'azienda sul mercato, pertanto, riflette anche le peculiari circostanze che la obbligano a vendere in tempi ristretti, che sono diverse da quelle di un venditore in una normale trattativa di mercato tra privati.

Da ultimo, il luogo in cui è situato il ramo d'azienda, potrebbe favorire una celere alienazione visto il carattere a forte vocazione turistica dell'Isola d'Elba e di Marciana Marina in particolare per cui l'Hotel Le Tamerici potrebbe risultare particolarmente appetibile sul mercato. In forza di tutto quanto sopra considerato, lo scrivente ritiene che il presumibile valore di mercato del ramo di azienda facente capo alla società MONOPOLI SRL possa stimarsi in €. 4.913.590,71 arrotondato ad **€. 4.913.000,00** di cui:

- € 4.440.000,00 per beni immobili;
- € 72.810,00 per attrezzature ed altri beni mobili;
- € 400.190,00 ascrivibili ad avviamento.

Con Osservanza

Livorno, 11 febbraio 2026



Il sottoscritto dott. Guido Nardoni C.F. (NRDGDU63H14E625A) nato il 14/06/1963 a LIVORNO (LI) iscritto al n. 86945 con D.M. del 27/07/1999 del Registro dei revisori legali istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze assevera la veridicità dei contenuti dell'allegata perizia affidatagli dalla Curatela della Liquidazione Giudiziale di MONOPOLI S.R.L. attestando di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico affidatogli, quale perito, al solo scopo di far conoscere la verità assumendone tutte le responsabilità.

Allegati:

1. Bilanci in formato CEE di MONOPOLI SRL depositati al Registro delle Imprese dal 31/12/2016 al 31/12/2023;
2. Contratto di affitto dell'azienda Hotel Le Tamerici del 02/02/2024, risolto in data 17/11/25 da parte della Curatela;
3. PEC recante la risoluzione del contratto di affitto d'azienda del 17/11/2025 inviata dal curatore dott. Daniele Veratti alla xx.;
4. Perizia di stima del compendio immobiliare redatta dall'Ing. Stefano Valdambri con relativa integrazione;
5. Bilancio di verifica al 31/12/2023 della MONOPOLI SRL;
6. Modello iva x anno 2025 per l'anno 2024;
7. Valutazione delle attrezzature e dei beni mobili della MONOPOLI SRL effettuata dall'Istituto Vendite Giudiziarie di Pisa-Livorno-Grosseto del 22/01/2026;
8. Bilanci della società x dal 2019 al 2024;
9. Rendimento BTP 10 anni-Asta 29-30.01.2026;
10. Total Equity Risk Premium;
11. Total Beta Europe;
12. DM 22.12.2025 recante il tasso di attualizzazione in vigore;
13. Osservatorio Bilanci FNC, Focus Ristoranti e Alberghi, Bilanci 2023;
14. Stima dei ricavi con metodo induttivo.

