

Dott. Stefano Giannobi

Dottore commercialista e Revisore legale
CTU del Tribunale di Monza

**STIMA DEL VALORE AL 24.05.2018 DEL RAMO DI AZIENDA PER L'ESERCIZIO
DELL'ATTIVITA' DI RESIDENCE DI PROPRIETA' DELLA PROGETTI IMMOBILIARI
S.R.L. IN LIQUIDAZIONE E FALLIMENTO**

Monza, 15 ottobre 2018

Corso Milano, 23 – 20900 Monza – tel. +39 039 2300430

1. L'INCARICO RICEVUTO.....	3
1.1 IL RAMO DI AZIENDA "CÀ DEI DOGI"	3
1.2 INDIPENDENZA, CONSAPEVOLEZZA DELLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE	3
1.3 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO.....	3
1.4 I PROFILI PECULIARI DELLA VALUTAZIONE.....	6
1.5 LA DOCUMENTAZIONE RACCOLTA	8
1.6 LE LIMITAZIONI ALLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	8
1.7 LE PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE NELLA VALUTAZIONE.....	9
2. DESCRIZIONE DEL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	9
2.1 ATTIVITÀ SVOLTA E MODELLO DI BUSINESS DEL RAMO DI AZIENDA "RESIDENCE"	9
3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE	16
3.1 LA SCELTA DEL CRITERIO PRINCIPALE DI VALUTAZIONE	16
3.2 LA VALUTAZIONE BASATA SUL METODO PATRIMONIALE.....	18
3.3 LA VALUTAZIONE BASATA SUL DCF.....	20
3.3.1. I FLUSSI RILEVANTI.....	21
3.3.2. IL COSTO DEL CAPITALE.....	22
3.3.3 I RISULTATI OTTENUTI.....	23
3.4 METODO DI CONTROLLO: MULTIPLI DI SOCIETÀ E DI TRANSAZIONI COMPARABILI	24
4. CONCLUSIONI	26



1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 Il ramo di azienda "Cà dei Dogi"

Con provvedimento del 25.05.2018 il Giudice Delegato alla procedura di fallimento della società Progetti Immobiliari Srl, dott. Luca Giani, autorizzava, su proposta del curatore fallimentare dott. Vito Potenza, la nomina dello scrivente dott. Stefano Giannobi, dottore commercialista con studio a Monza (MB) in Corso Milano n.23 iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Monza e Brianza al n. 860 e al Registro dei Revisori Legali al n. 92194, quale esperto stimatore del ramo d'azienda consistente nel complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività di "residence" sita in Comune di Martellago (VE), piazza della Vittoria n.15.

1.2 Indipendenza, consapevolezza dello scopo della valutazione

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dal fallimento della società Progetti Immobiliari Srl, dalla società che conduce in locazione il ramo di azienda, dai loro amministratori e dal Curatore Fallimentare, e di non aver alcun interesse diretto e/o indiretto, in operazioni riguardanti la società.

1.3 Natura e finalità dell'incarico

Di seguito si dettagliano i profili rilevanti della valutazione:

- Oggetto di stima.

Oggetto di stima è il valore del ramo di azienda, comprensivo degli immobili, consistente nel complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività di "residence" sita in Comune di Martellago (VE), piazza della Vittoria n.15, all'interno del campo da Golf "Cà della Nave" e composto da: (i) n.11 appartamenti arredati nel complesso denominato "Cà degli Archi"; (ii) n.17 appartamenti arredati nel complesso interno denominato "Cà Risorta" e da (iii) n.1 appartamento adibito a magazzino, dai locali a uso reception e da tutti i beni mobili e gli arredi e le autorizzazioni per lo svolgimento dell'attività ricettiva, per il quale sono state rilasciate dal Comune di Martellago le relative licenze ed autorizzazioni.



La Progetti Immobiliari Srl in liquidazione e fallimento, proprietaria del complesso immobiliare, ha concesso in locazione alla _____ il ramo di azienda con un contratto decorrente dal 1 gennaio 2017, durata sino alla vendita della struttura da parte della procedura fallimentare e corrispettivo annuo di euro _____

La curatela del fallimento è stata autorizzata dal Giudice Delegato a integrare il programma di liquidazione al fine di dare un valore autonomo al ramo di azienda e procedere con un'asta competitiva alla sua alienazione, unitamente al complesso immobiliare.

La curatela ha comunicato allo scrivente che il perimetro di valutazione del ramo aziendale deve considerare anche la disponibilità di ulteriori quattro appartamenti non arredati nel complesso interno denominato "Cà Risorta" e n.46 posti auto di pertinenza del ramo aziendale.

Ciò significa che l'unità di valutazione è rappresentata dall'intero ramo di azienda oltre che dai singoli beni immobili titoli che compongono il capitale.

- Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 25.05.2018, data di conferimento dell'incarico.

- I principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento

I principi e criteri generalmente riconosciuti sono rappresentati in primis dai principi di italiani di valutazione (PIV I.6.3) i quali definiscono il valore di mercato (*market value*) come segue:

"il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo



informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”

E il valore intrinseco (PIV I.6.8) inteso come ulteriore configurazione di valore nel caso di valutazioni di aziende, come segue:

“L’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operane sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi”.

- Scopo della stima

Scopo della stima è fornire alla curatela un potenziale valore al ramo d’azienda, comprensivo degli immobili, nell’ottica della futura cessione a terzi, secondo le procedure dell’art. 107 L.F..

In particolare, detta opinione di valutazione viene effettuata su incarico della curatela fallimentare nell’ambito del progetto di liquidazione del ramo d’azienda rappresentato dall’attività di “residence” sita in Comune di Martellago (VE) all’interno del campo da Golf “Cà della Nave”.

La valutazione esprime il valore della del valore del ramo d’azienda esaminato, ma detto valore potrà divergere dal prezzo che in concreto potrà essere realizzato dalla vendita.

- Prospettiva di valutazione

La prospettiva di valutazione è quella della curatela del fallimento della società Progetti Immobiliari Srl.

Tutto ciò premesso occorre altresì chiarire che:

- 1) la presente relazione stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l’incarico che è stato affidato allo scrivente;



- 2) i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire alla curatela un potenziale valore al ramo d'azienda nell'ottica della futura cessione a terzi, secondo le procedure dell'art. 107 L.F..

1.4 I profili peculiari della valutazione

Di seguito si tratteggiano i profili peculiari della valutazione e le limitazioni nello svolgimento dell'incarico:

- 1) per la valutazione del complesso immobiliare si è fatto riferimento alla perizia di stima depositata in data 11.12.2017 dal geom. Luca Mutti con la quale il complesso immobiliare ad uso turistico-residenziale è stato valutato in blocco con la previsione della valorizzazione degli arredi all'interno delle abitazioni turistiche, che viene conservata agli atti dallo scrivente, con la precisazione che da tale perizia è stato scorporato il valore delle due unità immobiliari ubicate all'interno della Residenza Vivaio in quanto non utilizzate per l'esercizio dell'attività di residence e destinate ad essere alienate separatamente dalla Curatela del fallimento della Progetti Immobiliari Srl nell'ambito del programma di liquidazione della procedura;
- 2) la curatela del fallimento non dispone né ha accesso ad alcuna informazione riservata (informazione di natura privata) relativa ai dati economici e patrimoniali dell'affittuario pertanto la valutazione si è fondata esclusivamente su informazione pubblica di fonte: (i) fallimento Progetti Immobiliari Srl (colloqui con il curatore, bando di gara e relativo contratto di affitto di ramo di azienda, perizia del compendio immobiliare) (ii) principali portali web di viaggi (Booking, Expedia, Airbnb) e (iii) sulle informazioni che il sottoscritto perito ha raccolto dalla gestore dell'attività, in occasione di un incontro avvenuto a Martellago in data 11 luglio 2018. In particolare lo scrivente si è recato presso i locali in cui viene esercitato il ramo d'azienda di proprietà della fallita al fine di verificare lo stato di conservazione dei cespiti ivi compresi e al fine di raccogliere le informazioni rilevanti per la conoscenza del *business* aziendale;



- 3) alla data di svolgimento della valutazione non sono disponibili i bilanci di
dal quale desumere le informazioni storiche di conto economico,
trattandosi di soggetto non residente in Italia;
- 4) la principale fonte di ricavi è rappresentata dai proventi
derivanti dall'attività di "residence" nei confronti di clientela turistica e in minor
parte nei confronti di aziende che impiegano personale dipendente nella zona
industriale di Venezia. Benché i contratti con tali operatori non abbiano natura
pluriennale la visibilità dei risultati prospettici della società è assicurata dalla
localizzazione della struttura in prossimità di Venezia e del litorale veneziano che,
come certificato dall'Istat, rappresenta una delle cinque mete turistiche con
maggiore presenza di turisti in Italia;
- 5) per quanto riguarda il regime delle autorizzazioni allo svolgimento dell'attività è
bene precisare che le strutture ricettive alberghiere sono gli esercizi ricettivi aperti
al pubblico che forniscono alloggio, servizi generali centralizzati, ed eventualmente
vitto e servizi accessori. L'esercizio dell'attività di strutture ricettive turistiche,
incluse le loro dipendenze, non è più soggetto al rilascio di una specifica licenza
bensì è soggetto a segnalazione certificata di inizio attività (SCIA) ai sensi dell'
articolo 19 della legge 7 agosto 1990, n. 241 (Nuove norme in materia di
procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi) al
competente SUAP del Comune, corredata dalle dichiarazioni sostitutive di
certificazioni e dell'atto di notorietà rese ai sensi degli articoli 46 e 47 del testo
unico di cui al decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445
(Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di
documentazione amministrativa), il cui elenco è indicato nell'art. 37 della L.R. 9
dicembre 2016 n. 21. Inoltre per l'apertura e l'esercizio delle strutture ricettive
alberghiere, l'art. 231 del R.D. 27/07/1934 n. 1265 prevede il rilascio di
un'autorizzazione sanitaria, che si ritiene oggi superata allegando alla SCIA le
dichiarazioni sostitutive di certificazione e dell'atto di notorietà concernenti i
requisiti strutturali igienico-sanitari della struttura medesima (in precedenza
regolati con il rilascio dell'autorizzazione sanitaria), ovvero le asseverazioni dei



tecnici abilitati quando il contenuto tecnico-specialistico della asseverazione non consenta l'autocertificazione, ai sensi dell'articolo 19 della Legge 241/1990.

1.5 La documentazione raccolta

In assenza di possibilità di accedere ad informazione di natura privata relativa a

lo scrivente ha svolto la propria stima sulla base dei seguenti documenti, riferiti al ramo di azienda:

- a) perizia di stima del complesso immobiliare redatta dal geom. Luca Mutti in data 11.12.2017;
- b) bando di gara per l'affitto del ramo di azienda residence "Cà dei Dogi";
- c) contratto di affitto di ramo di azienda residence "Cà dei Dogi";
- d) perizia del compendio immobiliare redatta dal geometra Luca Mutti;
- e) informazioni che il sottoscritto perito ha raccolto dalla _____ in occasione di un incontro avvenuto a Martellago in data 11 luglio 2018.

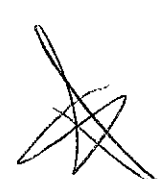
Il fascicolo dei documenti sopra citati consta di un numero rilevante di pagine e pertanto non viene allegato alla presente. I documenti sono in ogni caso conservati in modalità informatica presso lo studio dello scrivente.

Le informazioni acquisite nell'incontro con _____ sono state verificate con quelle fornite dal curatore fallimentare.

1.6 Le limitazioni allo svolgimento dell'incarico

Le limitazioni allo svolgimento dell'incarico, ulteriori rispetto a quanto sopra indicato, sono le seguenti:

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda considerato che si basa su elementi previsionali;
- il documento è unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.



1.7 Le principali difficoltà incontrate nella valutazione

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione attengono:

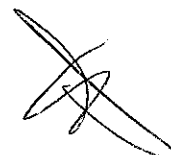
- a) all'assenza di una situazione patrimoniale ed economica dalla quale desumere la consistenza del patrimonio, della posizione finanziaria netta e della marginalità operativa, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni di seguito specificate;
- b) all'assenza di un piano di _____ dal quale desumere i risultati prospettici attesi dall'attuale gestore del ramo di azienda, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni elaborate sulla base di assunzioni prudentemente formulate dallo scrivente in base alle informazioni raccolte;
- c) alla circostanza che le previsioni sono state riferite a un orizzonte di dieci anni; la valutazione del ramo aziendale è fatta *stand alone* cioè senza che in essa si tenga conto del valore dell'immobile (che comunque verrà alienato unitamente al ramo di azienda), che è stato valutato separatamente. Tuttavia poiché il complesso immobiliare è indispensabile per svolgere l'attività ne è stato ipotizzato il godimento mediante un contratto di locazione di durata sei più sei anni che ai fini della perizia, in via prudenziale, viene ridotto a dieci anni. Questo periodo corrisponde all'orizzonte temporale di attualizzazione dei flussi di cassa della gestione;
- d) alla ridotta comparabilità con società quotate che operano nel settore dei residence ai fini dell'applicazione dei multipli di mercato. Si tratta infatti per lo più di società che operano nel settore dell'hotellerie.

2. DESCRIZIONE DEL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 Attività svolta e modello di business del ramo di azienda "residence"

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione è situato presso in Martellago (VE), piazza della Vittoria n.15, all'interno del campo da Golf "Cà della Nave" e composto da:

- (i) n.11 appartamenti arredati nel complesso denominato "Cà degli Archi";



- (ii) n.17 appartamenti arredati nel complesso interno denominato "Cà Risorta" e da
- (iii) n.1 appartamento adibito a magazzino oltre ai locali a uso reception e da tutti i beni mobili e gli arredi necessari per lo svolgimento dell'attività ricettiva di proprietà della società Progetti Immobiliari Srl in liquidazione e fallimento;
- (iv) n.4 appartamenti non arredati nel complesso interno denominato "Cà Risorta";
- (v) n.46 posti auto di pertinenza del ramo aziendale.

In particolare, si evidenzia che la _____ ha sottoscritto in data 29.12.2016 con la concedente il contratto d'affitto di ramo d'azienda del notaio Valerio Tacchini di Milano. Detto contratto, registrato presso l'Agenzia delle Entrate, ufficio di Milano I in data 20.01.2017 al n. 1670 serie 1/T, di decorrente dal 1 gennaio 2017, ha durata sino alla vendita della struttura da parte della procedura fallimentare e corrispettivo annuo di euro _____ = oltre Iva, fatta salva la possibilità per il fallimento di recedere dal contratto di affitto di ramo di azienda ai sensi dell'art. 104-bis L.F..

Il contratto prevede il divieto di subaffitto, anche parziale, nonché il divieto di cessione del contratto.

Per quanto concerne l'attrattività del residence il medesimo gode del flusso di visitatori della laguna veneziana e del litorale veneziano ed è favorito dalla posizione strategica che occupa rispetto a tali destinazioni. Vi è poi da considerare la specificità della clientela che è rappresentata, in gran parte, da turisti stranieri provenienti da tutto il mondo che possono disporre di una buona capacità di spesa.

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione è composto dal complesso immobiliare stimato in blocco, come sopra specificato, dai beni mobili situati presso il residence di Martellago (VE), dal contratto di affitto di ramo d'azienda e, più in generale dall'avviamento.

I mercati di riferimento

Il principale mercato di riferimento del ramo di azienda è costituito dal mercato italiano delle residenze turistiche a breve termine in prossimità delle città d'arte. Esso si caratterizza per una penetrazione dei residence assai maggiore e più stabile rispetto agli



hotel di pari livello d'offerta per la competitività dei prezzi e la facilità di accesso da parte di clientela di massa la cui presenza nelle città d'arte è in costante crescita in accordo con l'offerta di trasporti a basso costo sia aereo che su gomma (Easyjet, Ryanair, Flixbus) verso tali destinazioni.

Il turismo ha assunto nei paesi sviluppati le attuali caratteristiche e rappresenta l'espressione di un nuovo tessuto socio-economico e dell'interazione dei fattori da cui dipende: aumento del tempo libero e del reddito disponibile, sviluppo dei mezzi di trasporto e innalzamento del livello di alfabetizzazione.

Le attività svolte

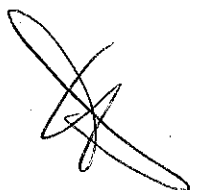
Le attività svolte dal ramo di azienda sono riferibili a tre principali aree:

- 1) locazioni a più lungo termine ad aziende operanti nel bacino industriale di Venezia che impiegano proprio personale dipendente in sito;
- 2) locazioni a breve termine a clientela turistica internazionale con destinazione la laguna veneziana e il suo litorale;
- 3) servizi di bar e ristorazione correlati al soggiorno presso la struttura.

I clienti

Fra il clienti ci sono grandi aziende operanti nel bacino industriale di Venezia che impiegano proprio personale dipendente in sito e utilizzano la struttura del residence come foresteria per offrire un alloggio a lungo termine a dirigenti, quadri, ingegneri impegnati in attività lavorative in zona.

Vi è poi la clientela turistica: in un recente rapporto di Airbnb, la più grande piattaforma di affitti turistici al mondo, riporta che nel 2017 a Venezia ci sono stati 73,8 turisti per residente ("Healthy Travel and Healthy Destinations"). Con questo dato Venezia risulta la capitale mondiale del turismo a breve termine: supera di dieci volte Amsterdam (7,8) e di quindici volte Barcellona (4,7). Il residence è inoltre situato all'interno del campo da Golf



“Cà della Nave”, con 18 buche, 2 ristoranti, 2 piscine, campi da tennis e calcetto e ciò lo rende ancor più attrattivo per la clientela turistica internazionale.

Il modello di business

Il modello di business del ramo di azienda si caratterizza per:

- un grado elevato di visibilità e stabilità, grazie all'utilizzo dei principali canali di vendita web (Booking, Expedia, Airbnb) per la promozione e vendita dei servizi della struttura e del rating elevato assegnato al residence da parte dei clienti;
- un basso grado di rischio, grazie al controllo degli *assets* critici non replicabili (infrastruttura immobiliare) necessari allo svolgimento dell'attività svolta e allo sviluppo di nuovi servizi correlati;
- una elevata redditività, grazie all'elevato livello di efficienza operativa degli *assets* e all'elevato livello di efficienza dei costi;
- una buona capacità di generazione di cassa in relazione al fatto che il pagamento dei soggiorni presso il residence avviene per lo più in modo anticipato.

La dotazione di assets

Il ramo di azienda dispone di (i) n.11 appartamenti arredati nel complesso denominato “Cà degli Archi”; (ii) n.17 appartamenti arredati nel complesso interno denominato “Cà Risorta” e da (iii) n.1 appartamento adibito a magazzino, dai locali a uso reception e da tutti i beni mobili e gli arredi necessari per lo svolgimento dell'attività ricettiva (iv) n.4 appartamenti non arredati nel complesso interno denominato “Cà Risorta” (v) n.46 posti auto di pertinenza del ramo aziendale e di proprietà della società Progetti Immobiliari Srl in liquidazione e fallimento.

La manutenzione ordinaria dell'immobile, degli impianti e delle attrezzature, nonché e l'efficienza dell'organizzazione del ramo sono state poste a carico dell'affittuario del ramo di azienda.



La curatela ha informato lo scrivente della proposta che la _____ intende formulare al fallimento di sostenere tutti i costi per la realizzazione di una piscina nel terreno di pertinenza dell'immobile da destinare agli ospiti della struttura, assicurando il pagamento mediante garanzia bancaria. La proposta dovrebbe prevedere un indennizzo per la realizzazione della miglioria pari al minor valore tra l'importo della spesa e il maggior valore del ramo di azienda. Inoltre vi sarebbe la previsione che in caso di vendita al ribasso del ramo di azienda, anche l'indennizzo, come sopra determinato, dovrebbe essere proporzionalmente diminuito.

Il costo sostenuto per la realizzazione della piscina rappresenta una miglioria su beni di terzi che deve essere considerata non separabile dai beni stessi (ossia si tratta di un bene senza una autonoma funzionalità). In altri termini, la piscina secondo quanto prospettato, diventerebbe un *unicum* con il bene immobile principale, migliorandone la funzionalità e l'attrattiva per la clientela, ma senza generare una linea autonoma di ricavi: gli effetti sui ricavi non sono cioè misurabili in modo certo e diretto. L'unico valore certo che può essere assunto a base per un indennizzo è rappresentato dal costo di costruzione o realizzazione della piscina.

La struttura dei ricavi

Nel corso dell'incontro del 11 luglio 2018 la _____ ha illustrato allo scrivente la struttura dei ricavi d'esercizio del ramo di azienda. Non è stato effettuato alcun riscontro documentale o contabile e pertanto lo sviluppo del conto economico è avvenuto sulla base di alcune assunzioni in base alle caratteristiche rilevate della struttura, a quanto affermato dalla _____ e ai costi di strutture simili. Le linee di ricavo sono tre.

La prima riferita alle locazioni a lungo termine di n.11 appartamenti a un canone mensile medio di 1.300.= euro che, assunto un tasso di occupazione del 60%, portano i ricavi a 102.960.= euro annui.

La seconda linea di ricavo è riferita ai corrispettivi derivanti dalle locazioni turistiche di n.7 monocali, di n.5 appartamenti a piano terra e di n.2 bilocali a un canone settimanale medio di 500.= euro per i primi, di 600.= euro per i secondi e di 800.= euro per i bilocali;



per questi immobili è stato assunto un tasso di occupazione più elevato pari al 63% considerato che nel periodo di alta stagione non ci sono mini appartamenti liberi e il tasso di occupazione è del 100%. I ricavi sono stati assunti pari a 244.944.= euro annui. A tali valori devono essere aggiunti i ricavi dei n.4 appartamenti non arredati che la curatela ha incluso nel perimetro da valutare a un canone settimanale medio di 600.= euro con il medesimo tasso di occupazione. I ricavi sono stati assunti pari a 72.576.= euro annui.

Vi è infine la terza linea di ricavi rappresentati dai corrispettivi del bar, dotato di tavolini con divanetti e sdraio dove gli ospiti normalmente si fermano la sera dopo cena per consumare bevande di vario genere e socializzare. La struttura organizza anche serate a tema (grigliate). Il corrispettivo per l'utilizzo di questi servizi non è compreso nella locazione dei mini appartamenti e, come affermato dalla _____ rappresenta una voce di ricavo significativa per la struttura che si aggiunge a quella della locazione dei mini appartamenti ed è stata assunta pari a 40.000.= euro annui.

RICAVI	giorni	mesi	tot. sett.	tasso occupazione	canone medio		Totale
					mese	sett.	
Locazioni a lungo termine	11	12		60%	1.300		102.960
Locazioni turistiche							
monolocali	7	12	4	48	63%	500	105.840
piano terra	5	12	4	48	63%	600	90.720
bilocali	2	12	4	48	63%	800	48.384
Altri ricavi (bar)							244.944
Locazioni turistiche n.4 appartamenti	4	12	4	48	63%	600	40.000
Totale ricavi							460.480

La struttura dei costi

Nel corso dell'incontro del 11 luglio 2018 la _____ ha illustrato allo scrivente la struttura dei costi d'esercizio del ramo di azienda. Non è stato effettuato alcun riscontro documentale o contabile e pertanto lo sviluppo del conto economico è avvenuto sulla base di alcune assunzioni in base alle caratteristiche rilevate della struttura, a quanto affermato dalla _____ nonché facendo riferimento ai costi di strutture simili.

Le principali voci di costo sono rappresentate dal materiale di consumo vario (materiale pulizia, biancheria), dall'acquisto di merci per la gestione del bar, dai costi per il servizio di lavanderia, dalle manutenzioni dalle commissioni di vendita corrisposte agli operatori dei portali web di viaggi (Booking, Airbnb, Expedia). Vi sono poi i costi del personale

(receptionist e addetti alle pulizia) e le spese condominiali incluse le utenze (energia, acqua, riscaldamento).

Fra i costi non è stato considerato il canone di locazione del ramo di azienda attualmente in corso che ammonta a euro 45.000.= oltre Iva, mentre è stato assunto un canone di locazione figurativo dell'immobile calcolato in misura pari a 4% del valore di perizia (euro 2.299.020.=) pari a euro 91.961.=.

COSTI DI GESTIONE							
materiale di consumo vario (materiale pulizia, biancheria)	2%						7.714
acquisto merci bar	30%						10.800
manutenzioni e spese varie	1%						4.555
servizio di lavanderia	1.100	12					13.200
commissioni vendita	15%						60.456
costi del personale (receptionist)							18.000
costi del personale (addetti alle pulizia)							18.000
canone di locazione figurativo	2.299.020	4%					91.951
spese condominiali e utenze							80.000
Totale costi di gestione							304.705

Il Conto Economico pro-forma si fonda sulla rappresentazione in chiave prospettica di queste voci di costo.

Complessivamente, il modello evidenzia una struttura dei costi operativi che ha una incidenza pari a circa il 66,4% dei ricavi pro-forma, cui consegue un tasso di marginalità operativa pari a 33,6 %. Al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni, tale incidenza scende al 32,6% In questo ambito il costo per il personale e l'incidenza delle commissioni sono la componente più rilevante (21,1% circa dei ricavi totali).

Investimenti

La principale attività di investimento considerata nella valutazione del ramo d'azienda è rappresentata dall'acquisto di attrezzature varie (tende da sole, rinnovo arredi e stoviglie, arredi da esterni) quantificato in 30 mila euro, ammortizzate al 15% che corrispondono a 4.500.= euro di ammortamenti annui stanziati a conto economico.

La situazione economica

Il conto economico pro-forma che viene assunto ai fini del presente documento è pertanto il seguente:

Ricavi		
Locazioni a lungo termine	102.960	22,4%
Locazioni turistiche	317.520	
Altri ricavi	40.000	8,7%
Total ricavi	460.480	100%
Costi per la produzione		
Acquisto merci dettaglio	(12.000)	(2,6)%
Acquisto materiale di consumo	(7.714)	(1,7)%
Manutenzioni e spese varie	(4.605)	(1,0)%
Commissioni di vendita	(60.466)	(13,1)%
Costo personale (incl. esterno)	(36.000)	(7,8)%
Spese condominiali	(80.000)	(17,4)%
Godimento beni di terzi	(91.961)	(20,0)%
Variazione rimanenze	0	0,0%
Spese per servizi	(13.200)	(2,9)%
Totale costi produzione	(305.945)	(66,4)%
EBITDA	154.535	33,6%
Ammortamenti e accantonamenti	(4.500)	(1,0)%
EBIT	150.035	32,6%
Interessi netti banca	(1.200)	(0,3)%
Proventi e oneri straordinari	0	0,0%
EBT	148.835	32,3%

3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

3.1 La scelta del criterio principale di valutazione

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

- a) la finalità della valutazione;
- b) il bene oggetto di conferimento;
- c) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- d) l'informazione disponibile.

Con riferimento alla tipologia di operazione si rileva che la valutazione viene richiesta per le finalità liquidatorie regolate dall'art. 107 l.f.: La stima, nello specifico, attiene il ramo d'azienda d'impresa assoggettata a fallimento, in presenza di un contratto di affitto del

ramo di azienda per l'esercizio dell'attività di residence stipulato successivamente alla sentenza che lo ha dichiarato.

Questo profilo non comporta alcun effetto rispetto alla presente *opinion* considerato che non è in corso un processo di negoziazione tra parte cedente e parte acquirente, bensì la valutazione è a beneficio della procedura fallimentare, la quale intende conoscere quale sia il prezzo più probabilmente esitabile a seguito delle procedure competitive di vendita.

Il processo di valutazione subisce la limitazione degli elementi documentali evidenziati nell'apposito paragrafo.

La scelta del metodo di stima del ramo d'azienda è stata condizionata in maniera sensibile dalla specificità e dallo stato del medesimo.

Si rileva infatti che l'attività commerciale della fallita è di fatto continuata dopo la dichiarazione di fallimento della medesima con la _____ che ha sottoscritto un contratto di affitto del ramo di azienda per l'esercizio dell'attività di residence. Tale contesto ha evitato la valutazione in ottica di liquidazione atomistica dei cespiti costituenti il ramo d'azienda, ed è quindi stato considerato positivamente l'avviamento di tale attività nell'ottica di acquisizione del ramo d'azienda oggetto di stima nella medesima combinazione produttiva unitamente al complesso immobiliare da parte di terzi.

Tale circostanza, rafforzata dall'indiscussa valenza di possedere un ramo d'azienda dotato di ottima diffusione nel mercato di sbocco, ha portato a ritenere che gli *assets* immateriali non abbiano subito una perdita di valore connessa alla dichiarazione di fallimento e sia comunque ancora possibile valutare il ramo d'azienda nell'ottica della continuità d'impresa, pur con i necessari correttivi imposti dalla peculiare situazione aziendale.

A supporto di tale decisione vi è da considerare che il ramo d'azienda viene ceduto senza alcun debito mentre le prospettive correlate alla realizzazione del volume d'affari sono corroborate dai dati evidenziati.

L'attendibile previsione futura di flussi reddituali, su un arco temporale di medio-lungo periodo, è stata condotta in relazione al fatto che l'attività verrà ceduta unitamente agli immobili nei quali viene esercitata.



Gli approcci di valutazione normalmente utilizzati ai fini della stima del valore delle aziende (qualunque sia la configurazione di valore ricercata) sono:

1. l'approccio del reddito (income approach);
2. l'approccio di mercato (market approach);
3. l'approccio patrimoniale (asset approach o cost approach);

o loro varianti conosciute come criteri misti patrimoniali e reddituali.

Avuto riguardo degli assunti di cui sopra, lo scrivente ha utilizzato un criterio misto rappresentato dalla valutazione patrimoniale, per quanto riguarda il complesso immobiliare considerato in blocco, e dal metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF) per quanto riguarda la componente di valore relativa all'esercizio dell'attività di "residence".

La logica di fondo di questo approccio si basa sulla considerazione che il valore del capitale economico è determinato dalla somma di due fattori: (i) il valore delle attività aziendali in essere; (ii) il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle medesime.

Il metodo misto correla il valore d'impresa sia al valore "effettivo" del suo patrimonio, sia alla capacità di generare flussi futuri. L'approccio utilizza quindi contemporaneamente il metodo patrimoniale (semplice o complesso) e il metodo basato sui flussi di risultato (finanziario o reddituale).

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

3.2 La valutazione basata sul metodo patrimoniale

L'approccio si sostanzia nella stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a determinare il capitale investito della società. Il metodo prevede,



innanzitutto, l'individuazione dei singoli asset da considerare nel processo di stima. Invero, l'attività valutativa può considerare:

- i soli valori iscritti in bilancio (metodo patrimoniale semplice), ovvero
- estendersi anche tutti gli altri elementi attribuibili a beni immateriali (*intangible*),

che sebbene non direttamente espressi nel sistema dei valori di bilancio, sono ciononostante ritenuti parte integrante del patrimonio aziendale e in quanto tali oggetto di esplicita stima (metodo patrimoniale complesso).

Relativamente alla attività valutativa in senso stretto, il metodo si prefigge l'obiettivo di rappresentare gli elementi attivi e passivi del patrimonio "a valori correnti". Al riguardo, si sottolinea che laddove la natura dei beni oggetto di stima presenta un elevato contenuto tecnico, si rende necessario l'intervento di esperti con professionalità specifiche per ottenere valutazioni congrue, sia sotto l'aspetto economico che sotto quello fisico-tecnico.

Ai fini della presente opinione il metodo patrimoniale è stato applicato con riferimento alla valutazione del complesso immobiliare di proprietà del fallimento Progetti Immobiliari Srl. In particolare il valore degli immobili è quello che emerge dalla perizia di stima depositata in data 11.12.2017 dal geom. Luca Mutti. Tale perizia ha valutato il complesso immobiliare ad uso turistico-residenziale in blocco con la previsione della valorizzazione degli arredi all'interno delle abitazioni turistiche. Da essa emerge un valore complessivo del compendio immobiliare di euro 2.400.000.= al netto della riduzione del 15% per la cessione in blocco.

Come indicato nel paragrafo 1.4 da tale perizia è stato scorporato il valore delle due unità immobiliari ubicate all'interno della Residenza Vivaio in quanto non utilizzate per l'esercizio dell'attività di residence e come tali destinate ad essere alienate separatamente dagli altri immobili da parte della Curatela del fallimento della Progetti Immobiliari Srl secondo quanto previsto dal programma di liquidazione della procedura. Il valore di stima di tali unità è di euro 118.800.= che al netto della riduzione del 15% per la cessione in blocco si riduce a euro 100.980.=.

Pertanto il **valore della componente patrimoniale** oggetto di valutazione, rappresentata dal compendio immobiliare, viene assunto ai fini del presente lavoro per **euro 2.299.020.=**.



3.3 La valutazione basata sul DCF

Il processo valutativo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF) porta alla determinazione del valore attualizzato dei flussi, che sarà disponibile per gli azionisti. Più specificamente, fissato un orizzonte temporale entro cui si prevede saranno collocati i flussi futuri, rappresentati dai flussi di cassa operativi e dall'eventuale valore residuo esistente a fine periodo (valore atteso dei flussi che saranno generati oltre l'orizzonte temporale di riferimento), si dovrà procedere alla determinazione della differenza tra il valore atteso dei flussi monetari, scontati ad un tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale totale (determinato in funzione dei tassi di remunerazione da corrispondere agli azionisti e ai finanziatori esterni), e i debiti finanziari onerosi derivabili dalle risultanze iscritte in bilancio.

L'applicazione del metodo basato sui DCF è avvenuta in ossequio al principio della prudenza. In particolare lo scrivente ha scelto di assumere un tasso annuo di crescita (g) dell'EBT pari al 2%.

Il metodo finanziario (Discounted Cash Flow, DCF) si basa sui medesimi presupposti concettuali di quello reddituale, nel senso che entrambi sottintendono l'analisi dei flussi e non di grandezze "stock". E' evidente che la dinamica del reddito rispetto a quella del flusso di cassa, o del dividendo, è diversa specialmente nel breve periodo, mentre nel lungo periodo i risultati dovrebbero presentare dinamiche tendenzialmente allineate.

Il limite principale è peraltro da rinvenirsi nella difficoltà di determinazione dei flussi di cassa prospettici in assenza di piani aziendali formalizzati attraverso collaudate procedure di *budgeting*, ovvero in presenza di realtà in fase di *start up* o con strategie di sviluppo facilmente modificabili.

Nel caso del ramo di azienda oggetto di valutazione, tale metodo viene utilizzato per la stima del valore economico in quanto sulla base delle considerazioni svolte è possibile effettuare proiezioni della futura dinamica finanziaria aziendale affidabili, tenuto altresì conto del fatto che la componente patrimoniale del ramo d'azienda è stata valorizzata con il metodo patrimoniale semplice che tiene conto della grandezza "stock".



3.3.1. I flussi rilevanti

Come accennato in precedenza la stima del valore del ramo di azienda, in assenza di un conto economico e di documentazione contabile, si è dovuta fondare su informativa pubblica e, in particolare, di fonte fallimento Progetti Immobiliari Srl (colloqui con il curatore, bando di gara e relativo contratto di affitto di ramo di azienda, perizia del compendio immobiliare) e sulle informazioni che il sottoscritto perito ha raccolto dalla in occasione di un incontro avvenuto a Martellago in data 11 luglio 2018.

Dall'analisi dei flussi di cassa stimati emerge che le previsioni economiche del ramo di azienda sono state sviluppate tenuto conto della elevata visibilità sul business per un orizzonte temporale più protratto (dieci anni) grazie al fatto la destinazione della struttura è a residence turistico e i flussi di turisti nell'area di Venezia non sono destinati a diminuire. Tale arco temporale coincide con quello di previsione analitica dei risultati attesi. Si stima che in questo periodo di tempo l'azienda si svilupperà ad un saggio di crescita tendenziale di lungo termine del 2,00% medio annuo.

Il metodo finanziario è stato applicato nella prospettiva c.d. *asset side*, cioè volta alla determinazione indiretta del valore economico del patrimonio netto dell'azienda attraverso la stima dell'Enterprise Value, ossia del valore economico attribuibile all'attivo aziendale, a cui viene sottratta la Posizione Finanziaria Netta. In tale prospettiva le variabili fondamentali da considerare sono:

- i flussi di cassa operativi attesi per i primi 10 anni (previsione analitica);
- il tasso di attualizzazione dei flussi netti deflazionati, che nella prospettiva valutativa adottata coincide con il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital, wacc*);
- il fattore di crescita annuale g dell'EBT che assume quindi una crescita di pari misura dei costi e dei ricavi;
- i flussi operativi successivi, sintetizzati nel cosiddetto *terminal value* (previsione sintetica) non sono stati considerati per il fatto che, al termine dell'orizzonte temporale sul quale sono stati attualizzati i flussi di cassa, il principale *asset*



aziendale sarà rappresentato dal complesso immobiliare e bene è oggetto di autonoma valutazione.

3.3.2. Il costo del capitale

Il costo del capitale utilizzato ai fini della stima dell'Enterprise Value del ramo di azienda è calcolato nella configurazione di costo medio ponderato del capitale (WACC),

Detto tasso esprima il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e presso terzi finanziatori; deve quindi corrispondere alla media ponderata tra il costo del capitale proprio **ke** (*cost of equity*) e il costo del capitale di debito **kd** (*cost of debt*), utilizzando quali fattori di ponderazione rispettivamente il valore economico del capitale proprio e la posizione finanziaria netta che, nel caso in esame, è stata assunta pari a zero.

Il cost of equity (ke)

La stima del costo del capitale proprio (coe) è fondata sul capital asset pricing model (CAPM), per cui: $coe = rf + \beta L \times ERP$

dove:

rf = tasso risk free, stimato sulla base del rendimento dei titoli privi di rischio a lungo termine. A tal fine, si è deciso di considerare il rischio paese all'interno del tasso risk free: pertanto il parametro utilizzato è desunto quale valore del decennale dei titoli di stato Italiani (BTP) alla data di redazione dell'incarico del 25.05.2018 perizia pari all'2,40%;

βL = coefficiente beta levered che esprime il grado di rischio sistematico del business, come ricostruito sulla base dei beta unlevered di società quotate comparabili (109 aziende quotate Europa, fonte: Damodaran) del settore hotellerie e della struttura finanziaria target assunta nella proporzione 40/60; il valore del beta è pari al 1,45%;

ERP = Equity Risk Premium o premio per il rischio azionario relativo al mercato di riferimento, assunto in misura pari al 8,94%. Tale valore corrisponde all'equity risk premium medio implicito (italian equity risk premium, fonte: Damodaran).



Il cost of equity stimato è quindi pari a: $coe = 15,36\%$

Il cost of debt (kd)

Nella stima dello spread, poiché la stima del costo del debito deve essere coerente con la prospettiva di valutazione di un business, la cui vita è indefinita, è necessario tener conto di una *duration* del debito di lungo termine. A tal fine è stato assunto il valore del tasso Irs a 30 anni pari all'1,55% al quale è stato aggiunto uno spread del 3%; il tax rate è stato assunto pari al 24%.

Il costo del debito Post-Tax del ramo di azienda è stimabile pari a 3,46%.

Il costo medio ponderato del capitale stimato

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) stimabile sulla base dei parametri sopra descritti e di una struttura finanziaria target corrispondente ad un D/E del 60/40 è pari al 8,24%.

Il wacc muove quindi dalla stima del costo del capitale proprio e di costo del capitale di debito e rappresenta il tasso di attualizzazione con il quale scontare i flussi di cassa operativi prospettici.

3.3.3 I risultati ottenuti

Determinati tutti gli elementi necessari, si procede alla stima del valore economico del ramo di azienda. Secondo il metodo prescelto questo sarà pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi nel periodo di previsione analitica considerato un saggio di sviluppo tendenziale di lungo termine del 2,00%.

Essendo le *assumptions* prima indicate per la proiezione reddituali relative all'intera gestione operativa e finanziaria della Società, per le modalità di determinazione dei flussi di cassa operativi (FCFO) si rimanda a quanto sopra illustrato. I risultati delle previsioni finanziarie e patrimoniali sono sintetizzati nei seguenti prospetti di rendiconto finanziario e di stato patrimoniale, la variazione delle cui poste determina la creazione o il consumo di risorse finanziarie.



(a)	+ RISULTATO OPERATIVO	150.035	153.126	156.278	159.494	162.774	166.119	169.532	173.012	176.563	180.184
(b)	+ AMMORTAMENTI	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
(c)	- IMPOSTE (figurative)	- 41.850	- 42.722	- 43.602	- 44.499	- 45.414	- 46.347	- 47.299	- 48.270	- 49.261	- 50.271
d=(a+b+c)	= FLUSSO DI CASSA PRE INVESTIMENTI	112.675	114.904	117.177	119.495	121.860	124.272	126.732	129.242	131.802	134.413
(e)	+/- VARIAZIONI C.C.N.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(f)	+/- INVESTIMENTI (manut straord) /DISINVESTIMENTI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
g=d+(e+f)	= FLUSSO MONETARIO GEST. OPERATIVA	112.675	114.904	117.177	119.495	121.860	124.272	126.732	129.242	131.802	134.413
g=d+(e+f)	= FLUSSO DI CASSA NETTO	112.675	114.904	117.177	119.495	121.860	124.272	126.732	129.242	131.802	134.413
	Coefficiente di attualizzazione	1,00	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	1,09	1,11	1,13	1,14
	= FLUSSO DI CASSA NETTO ATTUALIZZATO	112.675	112.651	112.627	112.603	112.580	112.557	112.535	112.513	112.491	112.470
	= FLUSSO DI CASSA PROGRESS. NETTO ATT.	112.675	225.326	337.953	450.556	563.135	675.693	788.227	900.740	#####	1.125.702
	Inflazione tendenziale		2,0%								
(=)	WACC		8,24%								

Dall'applicazione del metodo in esame, alla data di riferimento della stima, il **valore della componente economica** è pari a **euro 808.925.=**

3.4 Metodo di controllo: multipli di società e di transazioni comparabili

Con il metodo dei multipli di società e di transazioni comparabili il valore d'impresa viene determinato attraverso multipli di alcune caratteristiche quantità aziendali espressi dal mercato e riferiti a società quotate ed operanti nel medesimo settore di riferimento (ad esempio il rapporto tra il valore d'impresa e il margine operativo lordo, EV/EBITDA, o il rapporto tra il prezzo di mercato e l'utile per azione, price/earning).

Tale metodo è stato utilizzato a soli fini di controllo. Le ragioni vanno ricercate nell'assenza di società quotate strettamente comparabili e di transazioni aventi per oggetto società simili al ramo di azienda. Di seguito si riportano i risultati delle analisi compiute presentandoli in forma idonea alla verifica di ragionevolezza dei risultati raggiunti con il criterio principale (DCF), il quale ha di fatto confermato il valore del ramo di azienda.

Il criterio di controllo che si è ritenuto opportuno utilizzare per stimare il valore economico del ramo di azienda è quello sintetico-comparativo, che trova espressione nel metodo dei multipli (MM). In base ad esso, la valutazione dell'azienda è operata facendo riferimento a prezzi correnti che il mercato nel complesso (imprese quotate) o singole negoziazioni (imprese non quotate) determinano per imprese giudicate comparabili. La valutazione è, pertanto, "relativa" e il risultato stesso non è, a rigor di logica, la quantificazione del valore intrinseco dell'impresa (espresso invece dai metodi assoluti, quali il reddituale e il finanziario), ma piuttosto un prezzo probabile che si potrebbe realizzare in un dato istante sul mercato. Dato un campione di società comparabili, l'*equity value* è pertanto

determinato applicando i moltiplicatori desumibili da tale campione, alle grandezza di bilancio (utili, dividendi, fatturati, patrimonio, ecc.) dell'azienda da valutare.

Multipli di società comparabili

Sono state selezionate le società quotate similari all'azienda da valutare, al fine della creazione di un campione di società omogenee sotto più profili (appartenenza al medesimo settore, mercati di riferimento, articolazione dell'attività, clientela etc.). Sono stati estratti dal sito di <http://www.stern.nyu.edu/~ebayazit/> i multipli per le società quotate ritenute comparabili al ramo di azienda "residence" sulla base dell'affinità dei settori di operatività e dei mercati di riferimento rappresentati nella tabella che segue:

Data updated:	05-gen-16								
Created by:	Asv@stern.nyu.edu								
What's the data?	Enterprise Value Multiples								
Home Page:	http://www.stern.nyu.edu/~ebayazit/								
Data Website:	http://www.stern.nyu.edu/~ebayazit/AboutHomePage.htm								
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~ebayazit/Assets/Assets.htm								
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~ebayazit/Assets/Assets.htm								
		Only positive EBITDA firms				All firms			
Industry Name	Number of firms	EV/EBITDAR&D	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT (1-P)	EV/EBITDAR&D D2	EV/EBITDA 3	EV/EBIT	EV/EBIT (1-P) 5
Healthcare	10	10.76	11.00	11.00	11.00	13.70	12.76	12.76	12.76

I moltiplicatori si suddividono in:

- *equity side* (multipli di capitale): il numeratore è costituito dal prezzo di borsa delle azioni o dalla capitalizzazione di borsa, ovvero dal valore corrente del capitale;
- *asset side* (multipli dell'attivo): il numeratore è costituito dall'investimento nell'attivo lordo, inteso come sommatoria tra capitalizzazione di borsa e debito finanziario netto (valore del capitale più debiti, al netto della liquidità).

I principali multipli asset side risultano essere i seguenti:

- Enterprise Value/Sales (EV/REV);
- Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA);
- Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT).

La stima del valore economico del ramo di azienda "residence" è stata effettuata attraverso l'applicazione di multipli su serie storiche di società quotate, opportunamente scontate come indicato in dottrina per tener conto della particolarità dell'*asset* oggetto di valutazione, come segue:

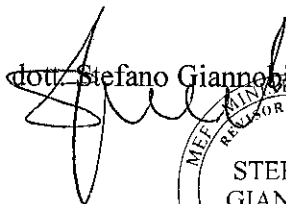
Grandezza di Bilancio	Ramo di azienda	Multiplo di mercato	Sconto multiplo	Multiplo applicato	MK value
Ebitda	147.736	11,06	40%	6,63	980.200
Ebit	143.236	21,26	40%	12,76	1.827.438
				media	1.403.819

La media dei valori ottenuti con l'applicazione di ciascun multiplo conduce alla stima, fondata su valori storici, del probabile prezzo attribuibile al ramo di azienda sul mercato o in una transazione privata. I risultati espressi dal metodo indiretto confermano che la valutazione con il metodo diretto è minore, a conferma della ragionevolezza delle assunzioni e delle stime formulate in sede di valutazione.

4. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi svolte e tenuto conto delle finalità, delle peculiarità e delle difficoltà dell'incarico ricevuto descritte nel capitolo primo di questa relazione, lo scrivente ritiene che il valore complessivamente attribuibile al ramo di azienda "residence" di proprietà della società Progetti Immobiliari Srl in liquidazione e fallimento, comprensivo della componente immobiliare valutata in blocco come *infra* descritto, possa essere ragionevolmente stimato alla data di riferimento del 24.05.2018 in **euro 3.107.945.= che si arrotonda a 3.100.000.= (tremilionicentomila/00).**

Monza, 15 ottobre 2018


 dott. Stefano Giannobi
