
RELAZIONE di STIMA

del VALORE ECONOMICO della SOCIETA'

Villaggio Turistico Sportivo San Giorgio S.r.l.

alla data del 31 dicembre 2020

Sommario

1) Natura ed oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.....	2
2) Breve presentazione della società	3
2.1 Dati generali	3
2.2 Descrizione delle specifiche attività svolte	4
2.3 Governance e struttura organizzativa.....	5
3) Analisi dei dati economici e patrimoniali della società.....	5
4) La scelta della metodologia valutativa	9
4.1 Metodi di valutazione	9
4.2 Scelta del metodo di valutazione	10
5) Stima del valore economico della Villaggio SG al 31 dicembre 2020.....	13
5.1) La determinazione del valore del Patrimonio Netto rettificato	13
5.1.1) Immobilizzazioni materiali.....	15
5.1.2) Crediti	17
5.1.3) Attività per imposte anticipate	17
5.2) Stima autonoma dell'avviamento.....	17
5.2.1) Stima del reddito medio atteso.....	18
5.2.2) La redditività normale attesa.....	19
5.2.3) Il valore attuale dell'avviamento	20
5.3) Il valore economico della Villaggio SG al 31 dicembre 2020.....	21
6) Conclusioni	21

1) Natura ed oggetto dell'incarico e documentazione esaminata

Con ricorso del 07.09.2020, depositato presso il Tribunale di Bari in pari data, la _____ con sede in _____ in persona del suo Amministratore Unico e legale rappresentante dr. _____, chiedeva di essere ammessa alla procedura di concordato preventivo, con concessione di termine per il deposito della proposta e del piano ex art.161, comma 6 l.f.. Con provvedimento del 17.09.2020 il Tribunale concedeva il termine di 60 giorni per la presentazione della proposta definitiva, nominando la prof.ssa Anna Lucia Muserra e l'avv. Enrico D'Innella _____ quali Commissari Giudiziali (C.P. n. 17/2020).

In data 05.01.2021 la ricorrente depositava il piano e la proposta definitiva di concordato di tipo liquidatorio, ovvero fondata sulla cessione di tutte le attività (partecipazioni, attrezzature, crediti e liquidità). Con decreto del 31.03.2021 il Tribunale di Bari, sussistendo i presupposti di ammissibilità, dichiarava aperta la procedura, nominando Giudice Delegato il dott. Nicola Magaletti e confermando Commissari Giudiziali la prof.ssa Anna Lucia Muserra e l'avv. Enrico D'Innella.

Dal momento che la proposta avanzata prevedeva la dismissione degli *asset* a mezzo di procedura competitiva ex art. 163-bis della L.F., i Commissari Giudiziali ravvisavano la necessità di affidare ad un professionista l'incarico di stimare il valore delle partecipazioni detenute dalla _____, tra le quali il Villaggio Turistico Sportivo San Giorgio S.r.l. (di seguito anche solo "Villaggio SG" o "Società").

In data 15 aprile 2021 il sottoscritto riceveva dall'Ill.mo G.D. Dott. Nicola Magaletti l'incarico di stimare il valore della partecipazione detenuta dalla _____ nella società Villaggio SG.; pertanto procedeva a richiedere tanto agli organi della procedura quanto al legale della ricorrente copiosa documentazione amministrativo contabile, propedeutica ad acquisire dati e informazioni utili alla valutazione in oggetto, ottenendone tuttavia solo una parte.

In particolare la presente relazione, redatta in conformità a criteri di diligenza professionale ed indipendenza di giudizio, prende le mosse dall'analisi della seguente documentazione:

- bilanci di esercizio dal 31/12/2016 al 31/12/2020;
- libro dei cespiti ammortizzabili 2020;
- schede contabili 2020;

Prof. Francesco Campobasso

*Associato nel Dipartimento di
Economia e Finanza
Università degli Studi di Bari
Dottore Commercialista*

- relazione di stima del complesso immobiliare denominato “Baia San Giorgio” del 5/05/2014, predisposta dal geometra Francesco Lorusso;
- visura della società.

La suddetta documentazione è stata valutata adottando ogni necessaria precauzione, ma non si può rispondere, per evidenti motivi, della sua completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività. Resta ferma, pertanto, la responsabilità della Villaggio SG per qualsiasi errore od omissione concernente i dati trasmessi e le informazioni fornite, nonché per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Tanto premesso, nel prosieguo della presente relazione si procede

- ad una breve presentazione della società (par. 2);
- all’analisi dei dati economici e patrimoniali della Società dal 31/12/2016 al 31/12/2020 (par. 3);
- all’illustrazione della metodologia di valutazione utilizzata (par. 4);
- alla stima del valore economico della Società con il metodo misto patrimoniale-reddituale (par. 5);
- alla rappresentazione delle conclusioni cui si è pervenuti, a seguito delle stime effettuate (par. 6).

2) Breve presentazione della società

2.1 Dati generali

La Villaggio Turistico Sportivo S.r.l., con codice fiscale e P.IVA n. 00392660726 e capitale sociale deliberato e interamente versato di euro 2.200.000, costituita nel 1972, ha, attualmente, sede legale in Bari alla via Michelangelo Interesse n. 80. Il suo oggetto sociale è: *“La realizzazione, l’impianto, la gestione, l’assunzione o la cessione in affitto, totale o parziale, la compravendita, totale o parziale, la permuta di unità immobiliari anche di tipo non turistico, nonché la riconversione ad altra destinazione di motels, villaggi albergo, residenze turistico alberghiere, alberghi diffusi, bed & breakfast, residenze della salute (beauty farm), complessi turistici, villaggi, campeggi e, in genere, strutture ricettive alberghiere e paralberghiere, così come definite dall’art.9 del D.Lgs. 23 maggio 2011, la compravendita di roulotte, campers, prefabbricati e accessori, impianti sportivi; la*

compravendita di attrezzi e accessori; l'impianto, la costruzione e la gestione di porti turistici e relative infrastrutture; l'impianto, la costruzione e la gestione di porti turistici e relative infrastrutture; l'impianto e la gestione di attrezzature nautiche; la compravendita di barche e accessori, pubblici esercizi, stazioni di servizio per carburante e affini, ristoranti, pizzerie, punti di ristoro in genere, bar, caffè, pubblici ritrovi, sale da ballo, stabilimenti balneari, alberghi, strutture per il benessere e l'estetica e impianti extra alberghieri, case di riposo e ogni altra attività che, da sola o connessa con quanto innanzi detto, sarà ritenuta opportuna e vantaggiosa per l'incremento e lo sviluppo della società, compresa ogni altra attività avente la finalità di incentivazione dell'industria e delle connesse attività commerciali nell'ambito territoriale previsto dalle leggi relative alla industrializzazione del mezzogiorno, ivi compreso il rilascio di fidejussioni o garanzie reali, solo nel proprio interesse, il tutto nei limiti delle vigenti norme di legge”.

Dall'analisi della visura camerale estratta dal Registro delle Imprese, in costanza di redazione della presente perizia, è emersa la seguente composizione del capitale sociale:

Soci	Ammontare	% CS
	650.271	29,6%
	650.271	29,6%
	416.294	18,9%
	269.530	12,3%
	75.573	3,4%
	75.877	3,4%
	23.490	1,1%
	23.490	1,1%
	15.203	0,7%
Totale	2.200.000	100,0%

2.2 Descrizione delle specifiche attività svolte

Come anticipato, la Società, risulta attualmente attiva nel settore della balneazione e dell'alberghiero in una struttura 4 stelle di proprietà, denominata “Baia Sangiorgio”. Più in dettaglio Baia Sangiorgio è posizionata direttamente sul mare, dall'architettura orizzontale a

pochi passi dalla città e contiene al suo interno anche i trulli, caratteristiche abitazioni pugliesi in pietra. La struttura ricettiva dispone:

- di un hotel con 11 camere matrimoniali (o doppie), di cui una *superior* con terrazzi privati. Le camere sono a piano terra, con ingresso indipendente e patio con pergolato. L'hotel dispone anche di una *suite*;
- di un lido attrezzato;
- di una sala meeting tecnicamente attrezzata e con connessione wifi con capienza massima è di 80 persone;
- di 5 abitazioni a Trullo ubicate nell'area verde della struttura;
- di un'area campeggio;
- di un bar e ristorante.

2.3 Governance e struttura organizzativa

La gestione aziendale è affidata all'Amministratore ("AU") Unico Sig. coadiuvato di una struttura organizzativa composta mediamente da 8 unità. L'AU è stato nominato con atto del 19 aprile 2019 e resterà in carica fino all'approvazione del bilancio di esercizio 2021.

L'organo di controllo, nominato in precedenti esercizi ed attualmente in carica, è costituito dal Dott. _____ in composizione monocratica.

3) Analisi dei dati economici e patrimoniali della società

Di seguito si riporta l'evoluzione dei dati patrimoniali ed economici dal 2016 al 2020, così come desumibili dai bilanci depositati in forma abbreviata.

Villaggio SG - Stato Patrimoniale					
Attivo (Euro/000)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Immobilizzazioni immateriali	16	17	19	16	23
Immobilizzazioni materiali	3.554	3.582	3.582	3.574	3.574
Immobilizzazioni finanziarie	2	2	2	2	2
Totale immobilizzazioni	3.572	3.601	3.603	3.592	3.599
Crediti	90	88	95	90	196
<i>di cui Entro</i>	<i>13</i>	<i>10</i>	<i>17</i>	<i>12</i>	<i>119</i>
<i>di cui Oltre</i>	<i>77</i>	<i>78</i>	<i>78</i>	<i>78</i>	<i>77</i>
Imposte anticipate	5	5	5	5	5
Disponibilità liquide	46	6	1		5
Totale attivo circolante	141	99	101	95	206
Ratei e Risconti attivi	4	8	14	20	20
TOTALE ATTIVITA'	3.717	3.708	3.717	3.707	3.825

L'attivo patrimoniale della Villaggio SG al 31 dicembre 2020 è composto per Euro 3.572 mila dall'attivo immobilizzato, per Euro 141 mila dall'attivo circolante e per Euro 4 mila dai ratei e risconti attivi.

Più nel dettaglio, l'**attivo immobilizzato** è composto

- per Euro 16 mila dalle immobilizzazioni immateriali, riferibili principalmente a costi di impianto e ampliamento, costi di sviluppo e altre immobilizzazioni immateriali. Dalle analisi condotte non sono emersi intangibili distintivi non iscritti, meritevoli di valutazione;
- per Euro 3.554 mila dalle immobilizzazioni materiali, riferibili principalmente a terreni e fabbricati (Euro 2.126 mila), impianti e macchinari (Euro 391 mila), attrezzature industriali e commerciali (Euro 350 mila);
- per Euro 2 mila a partecipazioni in altre imprese.

L'**attivo circolante** è composto

- per Euro 90 mila da crediti, di cui Euro 13 mila entro l'esercizio e Euro 77 mila oltre l'esercizio successivo;
- per Euro 5 mila da imposte anticipate rilevate in anni precedenti;
- per Euro 46 mila da disponibilità liquide.

Villaggio SG - Stato Patrimoniale					
Passivo (Euro/000)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Capitale sociale versato	2.200	2.300	2.300	2.100	2.100
Riserva legale					
Altre riserve	22	(168)	(126)	(145)	(137)
Utile (perdita) d'esercizio	(50)	(64)	(45)	(36)	(8)
Totale Patrimonio netto	2.172	2.068	2.129	1.919	1.955
Trattamento di fine rapporto	22	20	17	13	10
Debiti	1.523	1.620	1.572	1.774	1.859
<i>di cui Entro</i>	254	1.491	1.420	1.428	247
<i>di cui Oltre</i>	1.269	129	152	346	1.612
Ratei e risconti passivi				1	
TOTALE PASSIVITA'	3.717	3.708	3.717	3.707	3.825

Il passivo patrimoniale della Villaggio SG al 31 dicembre 2020 è composto per Euro 2.172 mila dai mezzi propri, per Euro 22 mila dal trattamento di fine rapporto e per Euro 1.523 mila dai debiti (di cui Euro 254 mila entro l'esercizio).

A loro volta i **debiti** sono principalmente così composti:

- debiti verso Istituti di credito per mutui e affidamenti per Euro 1.407 mila, di cui Euro 155 mila entro l'esercizio;
- debiti verso fornitori per Euro 27 mila;
- debiti tributari per Euro 68 mila.

Villaggio SG - Conto economico					
Conto Economico (Euro/000)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ricavi delle vendite e prestazioni	262	420	443	503	485
Altri ricavi e proventi	8	10	11		1
Totale Ricavi	270	430	454	503	486
Costi per materie prime, materiali e di consumo	(21)	(38)	(38)	(84)	(55)
Costi per servizi e godimento beni di terzi	(95)	(146)	(152)	(157)	(165)
Costi del personale	(92)	(158)	(166)	(171)	(155)
Oneri diversi di gestione	(39)	(77)	(64)	(53)	(40)
Totale Costi	(247)	(419)	(420)	(465)	(415)
MARGINE OPERATIVO LORDO	23	11	34	38	71
Ammortamenti e svalutazioni	(65)	(65)	(64)	(67)	(65)
MARGINE OPERATIVO NETTO	(42)	(54)	(30)	(29)	6
Gestione finanziaria	(8)	(10)	(7)	(6)	(9)
Risultato prima delle imposte	(50)	(64)	(37)	(35)	(3)
Imposte			(8)	(1)	(5)
Utile/perdita d'esercizio	(50)	(64)	(45)	(36)	(8)

Il conto economico al 31/12/2020 mostra un ammontare di ricavi per complessivi Euro 270 mila (ridotto significativamente rispetto ai precedenti esercizi – di oltre 40% - per effetto degli impatti derivanti dall'emergenza sanitaria da COVID-19) ed un ammontare di costi operativi per complessivi Euro 247 mila, sostanzialmente in linea con i ricavi. Nel corso degli esercizi analizzati risulta costante l'impatto degli ammortamenti e della gestione finanziaria, rispettivamente pari a circa Euro 65 mila e ad Euro 8 mila al 31/12/2020.

Il margine operativo lordo è positivo per circa Euro 23 mila, mentre il margine operativo netto è negativo per Euro 42 mila. Quest'ultimo, al netto dell'effetto fiscale, conduce ad una perdita di esercizio di circa Euro 50 mila.

Dall'analisi dei su riportati prospetti relativi al quinquennio 2016-2020 è possibile concludere che, sebbene i mezzi propri mostrino un valore significativo, il trend economico negativo ha determinato una situazione di tensione finanziaria che potrà aggravarsi in assenza di adeguati flussi reddituali a supporto del circolante.

4) La scelta della metodologia valutativa

4.1 Metodi di valutazione

La valutazione del capitale economico di un'azienda è strutturalmente connotata da incertezza e soggettività, in quanto basata essenzialmente su previsioni.

La dottrina e la prassi hanno prodotto negli anni una serie di soluzioni per applicazioni teoricamente solide e operativamente realizzabili, volte a determinare il valore creato dall'impresa. Tali applicazioni (che esprimono, per quanto possibile, "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità") sono da ricondurre a due fondamentali macro-categorie: metodi diretti e metodi indiretti.

L'utilizzo dei metodi diretti si basa sull'individuazione del valore d'azienda sulla scorta dei prezzi espressi dal mercato per quote del suo capitale. Qualora l'azienda non abbia titoli quotati sul mercato, l'unica forma di valutazione diretta consiste nell'individuazione di prezzi effettivamente pagati per aziende similari ovvero per essa stessa, ma in periodi precedenti.

I limiti applicativi di tali metodi sono evidenti, stante l'oggettiva difficoltà di disporre, nella generalità dei casi, dei dati necessari per procedere alla valutazione. Proprio questo è il motivo per il quale, nel tempo, ha trovato diffusione il ricorso a metodi cosiddetti indiretti, che fondano la stima del capitale economico dell'impresa su elementi differenti (quali il reddito medio prospettico, la consistenza del patrimonio ovvero i flussi finanziari).

Nell'ambito di tali metodi i più diffusi nella prassi sono per l'appunto il reddituale, il finanziario, il patrimoniale, il misto patrimoniale-reddituale e il metodo dei multipli di mercato o di Borsa.

Secondo il metodo reddituale, il valore del capitale economico discende direttamente ed esclusivamente dalla capacità reddituale prospettica che l'azienda presenta in un determinato momento. Detto altrimenti, il suddetto valore è funzione diretta del reddito che si prevede possa essere prodotto in un arco temporale futuro.

Risulta evidente che la dotazione patrimoniale dell'azienda non influisce sulla stima, se non in relazione ai soli elementi reddituali che discendono direttamente da voci dello Stato Patrimoniale (Immobilizzazioni / ammortamenti, Debiti / interessi passivi, e così via).

Il metodo finanziario prende in considerazione il valore attuale dei flussi di cassa che si stima possa essere prodotto in un arco temporale futuro. A differenza del metodo reddituale, i flussi

qui considerati rappresentano flussi monetari disponibili in ciascuno dei periodi presi in considerazione.

Radicalmente differente dai precedenti si presenta l'approccio del metodo patrimoniale, il cui presupposto è che il valore aziendale sia funzione della composizione e dell'entità dell'attivo e del passivo patrimoniale. In questo ambito è possibile distinguere metodi *patrimoniali semplici*, i quali non prendono in considerazione le attività immateriali, e metodi *patrimoniali complessi*, i quali invece le prendono in considerazione (in maniera differente a seconda che siano metodi patrimoniali complessi analitici o empirici).

Il metodo misto patrimoniale reddituale trova il suo fondamento nell'apprezzamento bilanciato di elementi reddituali e patrimoniali. In particolare, nella sua formulazione di base, tale metodo pone in evidenza l'elemento reddituale attraverso il *goodwill*, definito quale *surplus* di reddito che l'azienda è in grado di produrre rispetto all'ordinario (al contrario si definisce il *badwill*). Tale metodo è molto diffuso per la valutazione delle PMI e considera congiuntamente sia la dimensione patrimoniale (quello che c'è) che quella reddituale prospettiva (quello che farà). Inoltre, rappresenta un buono strumento di sintesi soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati.

Il metodo dei multipli di mercato o di borsa presuppone che all'azienda oggetto di valutazione venga riconosciuto un valore sulla base di parametri riscontrati sul mercato borsistico per società assimilabili.

4.2 Scelta del metodo di valutazione

Non è possibile riconoscere quale sia il metodo di valutazione migliore in assoluto; piuttosto si cerca di sceglierne uno idoneo a tracciare in maniera attendibile i confini della realtà aziendale oggetto di valutazione, ovvero tale da cogliere le caratteristiche della sua struttura produttiva in funzione delle esigenze dei fruitori dell'elaborato di stima.

Nel caso della Villaggio SG il fattore patrimoniale risulta di particolare consistenza, in considerazione degli asset materiali di proprietà nei quali l'attività aziendale viene svolta. È evidente, pertanto, che la metodologia valutativa da applicare al caso di specie non può prescindere da una considerazione specifica della dotazione patrimoniale disponibile.

D'altro canto, però, non sarebbe corretto ignorare la componente reddituale della Società, anch'essa tutt'altro che trascurabile.

Alla luce di quanto sopra ed in considerazione del fatto che le grandezze flusso-stock contemperano i necessari requisiti di “razionalità”, “generalità”, “obiettività” e “stabilità” della stima, il metodo più appropriato sembra essere quello misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell’avviamento. Esso, in particolare, consente da un lato di apprezzare il valore corrente dei singoli elementi attivi e passivi (tangibili/intangibili) che costituiscono il patrimonio aziendale, dall’altro lato di tenere conto, per un periodo di tempo entro il quale è ragionevole effettuare attendibili previsioni, dell’avviamento / disavviamento dell’attività (*goodwill / badwill*).

La formula per il calcolo è la seguente:

$$W = K' + (R - K'_j)_{n-i}$$

dove

W è il valore del capitale economico dell’azienda;

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito atteso dell’azienda;

K'_j è la redditività normale del patrimonio netto rettificato;

n-i indica la formula della rendita limitata per n anni ad un tasso di attualizzazione i.

Il criterio parte dal presupposto che il valore minimo di un’azienda sia rappresentato dal patrimonio netto rettificato, che costituisce il primo addendo della formula. Il secondo addendo, positivo o negativo, è rappresentato dalla capacità della società di conseguire una remunerazione superiore o inferiore a quella che imprese similari ottengono mediamente con un certo ammontare di patrimonio netto.

Il reddito atteso dell’azienda R non viene, dunque, utilizzato come addendo a sé stante, ma è posto a confronto con la sua redditività normale del suo patrimonio effettivo K'_j. Se:

$R > K'_j$, allora la redditività della società è superiore alla redditività normale e si è in presenza di un avviamento. In questo caso la società è in grado di esprimere un plusvalore, in quanto è in grado di conseguire una remunerazione maggiore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento;

$R < K'_j$, allora la redditività della società è inferiore alla redditività normale e si è in presenza di un “badwill”, ovvero di un avviamento negativo. In questo caso la società presenta una remunerazione minore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento.

Mette conto rilevare che R rappresenta il reddito netto che un'impresa è in grado di conseguire stabilmente nel futuro, tenendo conto dei redditi/perdite conseguiti nel passato e delle eventuali strategie in corso di implementazione. Esso è misurato dal risultato operativo netto (MON o EBIT) a cui vengono sottratte anche le imposte calcolate sulla base delle teoriche aliquote fiscali, ovvero dal risultato operativo netto dopo le imposte, qualificato nella terminologia comune come “net operative profit after taxes (Nopat)”.

La redditività normale del patrimonio netto effettivo K'_j indica, invece, la remunerazione mediamente conseguita da coloro che apportano capitale proprio (leggasi soci o investitori) in un determinato settore. Sovente tale redditività è misurata da un indice di bilancio, il “return on equity” (ROE). Il ROE a cui occorre fare riferimento in questo caso non è quello della singola impresa, ma quello medio a livello di comparto.

La differenza tra R e K'_j , sia positiva che negativa, non esaurisce i suoi effetti in un solo esercizio. Per questo motivo la formula richiede che tale differenza sia valorizzata attraverso una formula della matematica finanziaria denominata “rendita limitata” per un orizzonte temporale “n” ed un tasso di attualizzazione “i” determinato con la formula del CAPM (*Capital Asset Price Model*). Il valore dell'azienda con il metodo misto è dunque, come visto, pari a

$$W = K' + (R - K'_j)_{n-i}$$

Ciò detto, occorre

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente delle attività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento, apportando le opportune rettifiche al loro valore contabile;
- individuare gli effetti fiscali connessi alle rettifiche di valore identificate;
- determinare la redditività attesa del complesso aziendale, anche in considerazione degli effetti economici netti derivanti dalle rettifiche individuate, da confrontare con la redditività media di comparto. La stima della redditività aziendale è, infatti, strettamente correlata ai valori attribuiti agli elementi patrimoniali, attesa la coerenza che necessariamente sussiste tra K ed R. Tale aspetto assume particolare concretezza nella ridefinizione del processo di ammortamento di quei beni oggetto di rideterminazione dei valori rispetto a quelli contabilmente attribuiti;

▪ determinare il tasso di attualizzazione della redditività attesa attraverso la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). In particolare esso viene determinato moltiplicando il beta-factor β , che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario dell'azienda, per il premio medio di mercato, dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario R_m e il rendimento degli investimenti privi di rischio (R_f):

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Il valore di β risulta inevitabilmente influenzato dalla volatilità dei flussi operativi. Nel caso di aziende quotate su mercati regolamentati, la stima di tale valore è fondata sull'osservazione diretta dei dati relativi al rendimento del titolo oggetto di valutazione nel tempo, oltre che dei dati relativi al rendimento del mercato (considerato nel suo complesso); nel caso, invece, di aziende non quotate, sarà necessario ricorrere a stime di "beta medi" relativi ad aziende appartenenti al medesimo settore.

In tale ultima ipotesi si può utilizzare il cd. beta *unlevered* di settore (detto anche *Business Risk Index*), ossia l'indicatore della sola rischiosità operativa del settore.

5) Stima del valore economico della Villaggio SG al 31 dicembre 2020

5.1) La determinazione del valore del Patrimonio Netto rettificato

Il procedimento di stima prende le mosse dalla rilevazione analitica dei valori iscritti nella situazione contabile al 31 dicembre 2020, cui vengono apportate rettifiche in aumento e in diminuzione in ragione delle considerazioni che verranno espone nel prosieguo.

Esula dal presente incarico qualsiasi forma di revisione contabile dei dati posti a fondamento della stima e, pertanto, resta ferma la responsabilità della Società per errori ed omissioni concernenti informazioni e documenti forniti allo scrivente.

Il valore del Patrimonio Netto rettificato è stato assunto pari ad Euro 4.725 mila, come di seguito esposto.

Attivo (Euro/000)	Bilancio 31/12/2020	Rettifiche da analisi di bilancio	Bilancio 31/12/2020 - rettificato	Rettifiche da valutazione	Patrimonio Netto Rettificato
Immobilizzazioni immateriali	16		16		16
Immobilizzazioni materiali	3.554	(651)	2.903	4.616	7.519
Terreni			372	1.160	1.532
Fabbricati			1.753	3.456	5.209
Impianti e macchinari			391		391
Attrezzature			350		350
Altre			21		21
Immobilizzazioni in corso			16		16
Immobilizzazioni finanziarie	2		2		2
Totale immobilizzazioni	3.572	(651)	2.921	4.616	7.537
Crediti	90		90	(77)	13
di cui Entro	13		13		13
di cui Oltre	77		77	(77)	
Imposte anticipate	5		5	(5)	
Disponibilità liquide	46		46		46
Totale attivo circolante	141		141	(82)	59
Ratei e Risconti attivi	4		4		4
TOTALE ATTIVITA'	3.717	(651)	3.066	4.534	7.600

Passivo (Euro/000)	Bilancio 31/12/2020	Rettifiche da analisi di bilancio	Bilancio 31/12/2020 - rettificato	Rettifiche da valutazione	Patrimonio Netto Rettificato
Capitale sociale versato	2.200		2.200		2.200
Riserva legale					
Altre riserve	22		22		22
Utile (perdita) d'esercizio	(50)	(651)	(701)		(701)
Totale Patrimonio netto	2.172	(651)	1.521		1.521
Trattamento di fine rapporto	22		22		22
Debiti	1.523		1.523		1.523
di cui Entro	254		254		254
di cui Oltre	1.269		1.269		1.269
Imposte Differite				1.330	1.330
TOTALE PASSIVITA'	3.717	(651)	3.066	1.330	4.396

PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO					4.725
-------------------------------------	--	--	--	--	--------------

Tenuto conto dell'analisi preliminare precedentemente condotta sui dati di bilancio al 31 dicembre 2020, di seguito verranno analizzate le singole poste patrimoniali interessate dalle rettifiche e le motivazioni di queste ultime. Si evidenzia che, ai fini di una migliore intellegibilità dell'elaborato, le rettifiche apportate sui dati contabili suddetti sono state scomposte tra rettifiche da analisi di bilancio e rettifiche da valutazione.

In particolare, saranno analizzate le voci “immobilizzazioni materiali”, “crediti” e “imposte anticipate”. Le ulteriori voci di bilancio, per le quali non è stato possibile svolgere analisi di dettaglio, sono state assunte al loro valore nominale.

5.1.1) Immobilizzazioni materiali

Preliminarmente, dall’analisi condotta sui dati di bilancio al 31/12/2020 emerge che la Società:

- a) ha erroneamente capitalizzato circa Euro 666 mila di interessi passivi su finanziamenti. Questi ultimi sono stati oggetto di rettifica da parte del sottoscritto, in virtù delle previsioni del principio contabile OIC 16, in quanto la loro capitalizzazione non è consentita a partire dal momento in cui il bene è pronto all’uso; infatti il principio contabile, al paragrafo relativo agli “oneri finanziari”, dispone che questi sono capitalizzabili solo per la quota maturata per dilazionato pagamento ai fornitori di beni e servizi fino al momento in cui all’immobilizzazione materiale è pronta per l’uso, incluso il normale tempo di montaggio e messa a punto. In altre parole l’arco temporale di riferimento, ai fini della capitalizzazione degli oneri finanziari, risulta quello strettamente necessario alle attività tecniche volte a rendere il bene utilizzabile.
- b) non ha tenuto conto, come emerge dalla squadratura con il libro dei beni ammortizzabili reso disponibile al sottoscritto, di circa Euro 15 mila relativi ad immobilizzazioni in corso, peraltro rilevati in precedenti esercizi.

Tanto premesso, come evidenziato nella colonna “*rettifiche da analisi di bilancio*” della precedente tabella sinottica, i dati al 31 dicembre 2020 sono stati rettificati (in negativo) per complessivi Euro 651 mila. Tale valore è stato corrispondentemente rilevato nella voce del “Patrimonio netto”, anche al fine di tener conto delle previsioni dell’OIC 29, con particolare riferimento alla “correzione di errori” contabili.

La voce “Immobilizzazioni materiali” include, tra gli altri, il valore netto contabile dei terreni e dei fabbricati di proprietà sui quali insistente l’attività caratteristica della Villaggio SG. In particolare, le voci afferiscono ai valori netti contabili del complesso immobiliare ricettivo, di complessivi 50.000 mq, denominato “Baia Sangiorgio” ubicato alla via Michelangelo Interesse in Bari e suddiviso nelle seguenti zone:

- servizi e parcheggio;
- albergo;

- balneazione;
- anfiteatro;
- sportiva;
- campeggio;
- altre.

Il sottoscritto ha avuto accesso alla relazione di stima al 31/12/2013 del più probabile valore di mercato del complesso immobiliare suddetto, rassegnata in data 5 maggio 2014 dal geom. Francesco Lorusso, iscritto al collegio dei Geometri della provincia di Bari con n.2657. Il suddetto professionista, a fronte di specifico incarico ricevuto dall'organo amministrativo, aveva determinato il relativo valore di mercato in Euro 7,7 milioni applicando il metodo del costo di ricostruzione.

Si è ritenuto, pertanto, opportuno tener conto dei plusvalori latenti attribuibili alla voce "terreni e fabbricati", seppure rettificandoli per tener conto del periodo intercorso (7 anni) tra la data di redazione della perizia estimativa e la data di riferimento del presente elaborato. Tale rettifica è stata apportata sul presupposto che i beni in analisi possano aver subito un fisiologico deterioramento, tanto più che dall'analisi dei dati contabili, per il periodo 2014-2020, non sono stati identificati investimenti che possano essere rappresentativi di manutenzioni straordinarie sui suddetti beni.

L'ammontare della rettifica è stato determinato in misura pari all'ammortamento cumulato nel periodo 2014-2020, effettuato con una aliquota del 3% in ragione d'anno. Quest'ultimo non è stato applicato ai terreni, il cui valore è stato determinato partendo dal dato complessivo della perizia del Geom. Lorusso ed applicando la norma tecnica inerente allo scorporo dei valori del terreno (20%). Di seguito la tabella sinottica esplicativa:

Voci di Bilancio valori in Euro/000	31.12.2020	ADJ	Valore perizia Gem. Lorusso	Ammortamento (4.437*3%*7anni)	Valore attuale
Terreni	372	1.160	1.532	0	1.532
Fabbricati	1.753	4.375	6.128	(919)	5.209
Totale	2.125	5.535	7.660	(919)	6.741

In conseguenza della suesposta rettifica valutativa, così come previsto dai principi contabili di riferimento (OIC 25), il sottoscritto ha rilevato, nel passivo patrimoniale, la fiscalità differita calcolata con l'aliquota fiscale teorica del 28,82%. La determinazione, pari a complessivi Euro 1.330 mila, è esposta nella successiva tabella sinottica:

Prof. Francesco Campobasso

*Associato nel Dipartimento di
Economia e Finanza
Università degli Studi di Bari
Dottore Commercialista*

Voci di Bilancio valori in Euro/000	31.12.2020	ADJ	Valore perizia Gem. Lorusso	Ammortamento (4.437*3%*7anni)	Valore attuale
Terreni	372	1.160	1.532	0	1.532
Fabbricati	1.753	4.375	6.128	(919)	5.209
Totale	2.125	5.535	7.660	(919)	6.741

A

B

Valore imponibile (A+B)	4.616
--------------------------------	--------------

Aliquota fiscale teorica	28,82%
---------------------------------	---------------

Ammontare imposte differite	1.330
------------------------------------	--------------

5.1.2) Crediti

Nella corrispondente voce del bilancio d'esercizio al 31.12.2020, ante rettifiche da valutazione, sono ricompresi crediti di natura commerciale pari a complessivi Euro 90 mila di cui Euro 77 mila oltre l'esercizio.

Questi ultimi attengono principalmente a crediti in contenzioso, pari a nominali Euro 85 mila, sui quali, in esercizi precedenti, è stato rilevato un fondo svalutazione crediti di Euro 14 mila. La restante parte è riferita a crediti per depositi cauzionali.

L'analisi dei bilanci ha fatto emergere che l'ammontare dei crediti in contenzioso risale all'esercizio 2016. Pertanto il sottoscritto, in assenza di elementi sulla possibilità di recupero e tenuto conto della vetustà, ha ritenuto opportuno svalutare integralmente tale ammontare.

5.1.3) Attività per imposte anticipate

Al 31.12.2020 sono iscritte attività per imposte anticipate per Euro 5 mila, senza avere informazioni circa la base imponibile che le ha generate. Il saldo risulta risalente ad esercizi precedenti.

In assenza di un piano industriale dal quale dedurre la capacità dell'azienda di generare reddito e benefici economico-finanziari nei prossimi anni, e sulla base di un andamento storicamente negativo dei risultati d'esercizio, si ritiene prudentiale svalutare integralmente tale ammontare.

5.2) Stima autonoma dell'avviamento

Come precedentemente esposto, la stima autonoma dell'avviamento viene determinata attraverso l'attualizzazione della capacità reddituale prospettica. A tal fine come vedremo è stato determinato il reddito medio atteso dell'azienda R da confrontare con la redditività

normale K_j , quest'ultima quantificata sulla base dell'indice di bilancio ROE per il settore di riferimento.

5.2.1) Stima del reddito medio atteso

I metodi più diffusi nella prassi, oltre che in dottrina, per stimare i flussi reddituali attesi sono sostanzialmente riconducibili alle seguenti due categorie:

- 1) quella fondata sui flussi storici;
- 2) quella fondata sui flussi previsionali.

La prima categoria si caratterizza per il fatto che i flussi attesi vengono stimati sulla base dei risultati storici, opportunamente "normalizzati" (ovvero depurati delle componenti straordinarie o extra caratteristiche ed espressi nella moneta corrente dell'anno di riferimento della stima). L'applicazione di tali metodi appare opportuna ove si ritenga che, durante l'orizzonte temporale futuro preso in considerazione dallo stimatore, l'azienda possa produrre flussi reddituali in linea con quelli conseguiti nel passato.

La seconda categoria fonda la previsione dei flussi attesi sul contenuto dei piani strategici e dei *budget* forniti dal *management* aziendale o, comunque, su ipotesi ragionevolmente fondate in merito alla possibile evoluzione delle variabili aziendali capaci di incidere sulla futura redditività dell'impresa, trascurando, quindi, i trend storici che potrebbero essere non significativi delle possibili evoluzioni aziendali.

In considerazione dell'assenza agli atti di un piano strategico e di un *budget* predisposti dal *management* aziendale si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo fondato sui flussi storici. A tal proposito, in considerazione degli andamenti descritti e degli effetti pandemici che hanno interessato l'esercizio 2020, il sottoscritto ha utilizzato i dati relativi al quinquennio 2015-2019. Il reddito medio atteso, pari ad Euro 158 mila negativi, tiene conto dei ricavi e dei costi caratteristici ed include l'effetto economico dei maggiori ammortamenti connessi alla rideterminazione del valore dei terreni e fabbricati. Di seguito la tabella sinottica riepilogativa:

Valori in Euro/000	2019	2018	2017	2016	2015	Media
Ricavi Operativi	420	443	503	485	509	
Costi Operativi	(484)	(484)	(533)	(480)	(491)	
Maggiori ammortamenti	(131)	(131)	(131)	(131)	(131)	
Margine operativo Netto (EBIT)	(195)	(172)	(161)	(126)	(114)	
Imposte	(1)	(8)	(1)	(5)	(6)	
Net operative profit after taxes (NOPAT)	(196)	(180)	(162)	(131)	(120)	(158)

Si segnala che non si è tenuto conto delle imposte anticipate che si sarebbero generate sulla perdita fiscale, in quanto non vi è certezza del loro recupero.

5.2.2) La redditività normale attesa

Come riportato nel paragrafo relativo alla metodologia prescelta il risultato economico atteso, determinato nel precedente paragrafo, è posto a confronto con la redditività normale dell'impresa. Quest'ultima indica la remunerazione mediamente conseguita da coloro che apportano capitale proprio in un determinato settore e può essere convenzionalmente misurata dall'indice di bilancio Return on Equity (ROE). A tal fine, il sottoscritto ha determinato la redditività normale attesa della Villaggio SG applicando il ROE medio di comparto rilevato dal documento di ricerca "Osservatorio sui bilanci delle Srl 2019 e stime 2021-2021 – Focus settore ristorante e alberghi" della Fondazione Nazionale dei Commercialisti al patrimonio netto rettificato (K).

Di seguito un estratto della richiamata pubblicazione dell'Osservatorio, dal quale emerge che il ROE medio di comparto per l'esercizio 2019 relativo a società con fatturato compreso tra Euro 350 mila e Euro 2 milioni, come il caso di che trattasi, è pari al 6,2%.



Principali indici di bilancio per classe dimensionale delle Srl del settore Ristoranti e alberghi con patrimonio netto e risultato d'esercizio positivi

Tabella 14 - Principali indici di bilancio del settore Ristoranti e alberghi. Anno 2019

INDICI	Da 0 a 350	Da 350 a 2.000	Da 2.000 a 10.000	Più di 10.000	Tutte le società
Indice di liquidità	0,835	0,840	0,941	0,859	0,872
Indice di indebitamento	2,881	2,219	2,727	2,248	2,426
Indice di indebitamento a breve	0,313	0,258	0,264	0,312	0,276
Indice di indeb. a medio e lungo	0,302	0,238	0,307	0,190	0,258
Indice di durata media dei crediti	17	17	22	26	21
Indice di durata media dei debiti	50	64	67	87	69
Indice di rotazione del capitale investito	0,455	0,661	0,748	0,837	0,693
ROE	10,4%	6,2%	11,4%	9,6%	8,7%
ROA	5,0%	4,5%	6,6%	6,4%	5,5%
ROI	9,6%	7,0%	10,3%	9,2%	8,6%
ROS	10,0%	6,7%	8,6%	7,5%	7,7%

Ne discende che la redditività normale attesa per la Villaggio SG, come di seguito rappresentato, è pari ad Euro 293 mila.

Patrimonio netto rettificato (K)	4.725
Reddito medio atteso (R)	(158)
Redditività del PN rettificato (Kj)	293

Per quanto sin qui rappresentato, tenuto conto che il reddito medio atteso R è risultato essere inferiore alla redditività normale K_j , emerge una differenza negativa tra l'uno e l'altra di Euro 451 mila, evidenziando che la Villaggio SG presenta una remunerazione minore di quella che ci si dovrebbe attendere.

5.2.3) Il valore attuale dell'avviamento

Il metodo prescelto assume che il reddito, sia esso positivo o negativo, non possa esaurire la sua potenzialità in un solo esercizio e, pertanto, la formula richiede che tale valore sia stimato con la tecnica della "rendita limitata" della matematica finanziaria. Tale tecnica prevede che il reddito sia attualizzato ad un tasso i calcolato con la formula del *Capital Asset Price Model* (CAPM) per un orizzonte temporale n , per il quale si ritiene che tale valore sia mantenuto. Il tasso CAPM come di seguito esposto è stato assunto pari al 5,82%:

CAPM (Capital asset price model)	
Risk-free rate (R)	0,00%
Market risk premium (Rm)	6,85%
Beta unlevered (B)	0,85
Tasso CAPM	5,82%

In particolare:

- il *Risk free rate* è stato assunto pari a zero in considerazione dei rendimenti negativi dei BTP a 3 anni;
- il *Market risk premium* è stato stimato in misura pari al 6,85%, considerato rappresentativo del premio medio richiesto per il rischio per gli investimenti borsistici nel mercato italiano, riportato nell'analisi condotta dal Prof. Damodaran aggiornata a gennaio 2021;
- il coefficiente *Beta unlevered*, pari a 85 bp, è tipico del settore di appartenenza della società (fonte Damodaran.com).

L'ulteriore variabile, rappresentata dall'orizzonte temporale (n), è stata assunta prudentemente pari a 3 annualità, nella considerazione che la prassi professionale identifica tale orizzonte con il lasso di tempo minimo necessario per il risanamento di una azienda in crisi.

Per quanto sin qui rappresentato, nella successiva tabella sinottica si riporta il valore attuale dell'avviamento negativo della Villaggio SG pari a complessivi Euro 1.208 mila.

Redditività (R-Kj)	(451)
Anni (n)	3
Coefficiente di attualizzazione (i)	5,82%
Valore attuale dell'avviamento	(1.208)

5.3) Il valore economico della Villaggio SG al 31 dicembre 2020

Il valore economico della Villaggio SG al 31 dicembre 2020, stimato con il metodo misto patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, in considerazione degli obiettivi e delle ipotesi del presente incarico, risulta pari ad **Euro 3.517 mila**.

Tale importo, come di seguito rappresentato, deriva dalla somma del patrimonio netto rettificato, pari a Euro **4.725 mila**, e dell'avviamento negativo (*badwill*) pari ad Euro **1.208 mila**.

Patrimonio netto rettificato (K)	4.725
Reddito medio atteso (R)	(158)
Redditività del PN rettificato (Kj)	293
Redditività (R-Kj)	(451)
Anni (n)	3
Coefficiente di attualizzazione (i)	5,82%
Valore attuale dell'avviamento	(1.208)
Valore economico Villaggio SG	3.517

6) Conclusioni

Sulla scorta della documentazione contabile ed amministrativa fornita dal *management* aziendale, nonché delle ulteriori informazioni disponibili ottenute dallo scrivente, è possibile concludere che il valore della quota di partecipazione (12,3%) detenuta dalla nella Villaggio SG, parametrandola alla consistenza del valore economico di quest'ultima, sia pari ad **Euro 433 mila**.

Bari, 15 ottobre 2021

(prof. Francesco Campobasso)



Prof. Francesco Campobasso
Associato nel Dipartimento di
Economia e Finanza
Università degli Studi di Bari
Dottore Commercialista

Allegati:

1. bilanci di esercizio dal 31/12/2016 al 31/12/2020;
2. libro dei cespiti ammortizzabili 2020;
3. schede contabili 2020;
4. relazione di stima del complesso immobiliare denominato “Baia San Giorgio” del 5/05/2014, predisposta dal geometra Francesco Lorusso;
5. visura della società.