

particolarmente depressi entro cui è risultato più difficile per gli armatori far emergere le proprie qualità commerciali nel *market timing*.

L'intercetta delle regressioni (C) rappresenta il premio puro commerciale spuntato da omissis nell'attività di noleggio *time charter* (in quanto non influenzato dalla variabile *dummy* BV e dalla variabile STP, entrambe significative ma assunte pari a zero nella previsione dei noli omissis⁹⁵) nel comparto *dry bulk*. Nelle regressioni maggiormente significative (evidenziate in blu nella tabella 6.1.3.3) il premio si assesta in misura pari a circa il 18%, misura che risulta superiore rispetto al premio medio ponderato (per i giorni di nolo) del campione di osservazioni utilizzato, pari al 9,57%. Ciò è dovuto al fatto che il premio medio ponderato è influenzato in gran parte dagli sconti registrati nei contratti iniziali di ciascuna nave *dry bulk* (effetto che risulta sterilizzato nell'analisi di regressione e non incide sul premio atteso se si pone la *dummy* pari a zero), ed in misura minore dalle minori performance raggiunte nell'attività base viaggio (che è esclusa per ipotesi nella stima del valore del ramo d'azienda). Il fatto che il coefficiente STP risulti consistentemente negativo e statisticamente significativo in tutte le regressioni maggiormente significative fornisce sufficienti evidenze per assumere un premio allineato all'intercetta delle medesime regressioni, pari a circa il 18%, quale misura di premio ai fini della previsione dei noli del ramo *shipping* di omissis in liquidazione.

⁹⁵ Ciò perché la previsione si fonda sull'ipotesi di attività *time charter* e sull'ipotesi che il ramo d'azienda utilizzi esclusivamente le navi di proprietà, che hanno superato l'anno di anzianità.

La metodologia di stima del premio medio ottenuto nel comparto "Aframax tanker" e le informazioni utilizzate

Se l'impostazione metodologica delle analisi effettuate nel comparto *tanker* è la medesima rispetto a quanto illustrato nel comparto *dry bulk*, alcune differenze emergono in sede applicativa per via del fatto che:

- A. nel comparto *tanker* i contratti base viaggio (BV) non sono definiti sulla base di un costo di trasporto della merce per tonnellata, ma sulla base di misure alternative (meglio descritte in seguito): ciò fa sì che la definizione del premio richieda una base dati in parte differente rispetto a quella utilizzata nel comparto *dry bulk*;
- B. alcuni contratti *period* sottoscritti da prevedono più scalini di prezzo di noleggio (qui definiti anche "contratti per *step*") e pertanto tali contratti figurano come osservazioni distinte pur rappresentando il medesimo contratto; sotto il profilo economico il rationale di tale soluzione contrattuale è la presenza di attese di discesa dei noli da parte dell'armatore, che tipicamente accetta uno sconto in vista di previsioni di nolo inferiori rispetto alle attese di mercato; per questo motivo è stata introdotta una variabile *dummy* [$Dummy_{STEP,t}$] che assume valore unitario se il contratto prevede più scalini e pari a zero se il contratto prevede un solo riferimento di prezzo;
- C. nel comparto *tanker* l'attività è meno soggetta a stagionalità e non si individuano mesi di picco ricorrenti: ciò fa sì che la *dummy peak* sia esclusa dall'analisi.

Con riferimento al primo elemento, i contratti BV nel comparto *tanker* sono definiti in due modalità alternative:

- il *worldscale* (WS): tale indicatore rappresenta un prezzo indice fissato per specifiche tratte dalla *Worldscale Association* cui tutti i partecipanti al mercato fanno riferimento ai fini della fissazione di contratti di trasporto. Il prodotto tra il prezzo indice *worldscale* (oggetto di negoziazione tra le parti), la tariffa *worldscale* (fissata dalla *Worldscale Association* e periodicamente rivista) ed i parametri di carico (quantità di materiale), restituiscono l'importo complessivo negoziato tra le parti per il trasporto della merce. Poiché tutti i parametri eccetto il WS sono fissi ed esogeni, il rapporto tra il WS negoziato ed il WS di mercato rappresenta il premio spuntato da omissis nel noleggio;
- i contratti *lump-sum* (LS): tali contratti sono direttamente espressi quale corrispettivo monetario per l'attività di trasporto, per via dell'assenza di una WS di riferimento.

Nel caso del comparto *tanker*, il prezzo può quindi essere un prezzo TC (espresso in USD/day) per i contratti TC, un prezzo WS (espresso in base 100) o un prezzo LS (espresso in USD) per i contratti BV: tutte definizioni cui si farà in questa sede riferimento in termini di "prezzo" per identificare le performance omissis rispetto al mercato.

La maggiore frammentazione di prezzo (per singola tratta, per tipologia di contratto base viaggio, ecc) ed il numero superiore di tratte coperte nel comparto *tanker*, richiede un'analisi più approfondita rispetto a quanto effettuato nel comparto *dry*

bulk, dove il numero di rotte è inferiore ed i traffici sono maggiormente definiti e standardizzati.

Nel confronto tra i prezzi *omissis* ed i prezzi di mercato, si è quindi ritenuto opportuno dar maggior peso al confronto diretto tra i prezzi spuntati da *omissis* ed i prezzi negoziati in viaggi comparabili, così come estratti dal database Thomson Reuters (che riporta circa 33 mila contratti, di trasporto e di noleggio, operati tramite motonavi *Aframax* nel periodo compreso tra il 2008 e Marzo 2018), rispetto ai prezzi sintetizzati dagli indici di mercato (tipicamente TC), utilizzati in questa sede solo per integrare il campione nel caso in cui non vi fosse disponibilità di sufficienti informazioni relative a viaggi comparabili. Pertanto, si è proceduto come segue:

1. sono stati ricercati i contratti potenzialmente comparabili ai contratti operati dalle *Aframax Tanker* di *omissis* in liquidazione riportati nel periodo compreso nei 7 giorni antecedenti e successivi la data di sottoscrizione del contratto *omissis* (ciò in quanto la reportistica di molti *broker* nel comparto *tanker* – cui hanno accesso gli armatori - è settimanale ed in tal senso anche alcuni contratti successivi sono sottoscritti sulla base della medesima base informativa). Tale ricerca ha condotto a circa 26'655 contratti potenzialmente oggetto di associazione operati da armatori diversi da *omissis*;
2. il *management* di *omissis* in liquidazione ha proceduto all'esclusione dei contratti operati da altri armatori che, pur rientrando nell'orizzonte temporale identificato al punto 1, non risultassero comparabili ai contratti *omissis* in relazione alla tipologia di contratto in esecuzione (TC o BV), alla modalità di fissazione del prezzo (LS o WS per i contratti BV) e alla rotta operata. Tale

operazione ha ridotto il numero di osservazioni comparabili a 3'553 ovvero, tenuto conto dei soli contratti dove vi sono associazioni, in media 14 contratti comparabili per ciascun contratto ;

3. il prezzo ciascun contratto è stato associato alla media dei prezzi dei contratti ad esso comparabili, così come selezionati al punto 2: il confronto tra i prezzi definisce il premio di secondo la seguente formulazione:

$$Premio = \left(\frac{P_t^{RBD_Afra} - P_t^{Mkt}}{P_t^{Mkt}} \right)$$

dove $P_t^{RBD_Afra}$ rappresenta il prezzo spuntato da e $P_t^{Mkt} = \frac{\sum_{j=1}^J P_{j,t}^{Mkt}}{J}$ il prezzo di mercato (media dei prezzi di contratti comparabili);

4. nel caso in cui l'associazione di cui al punto 2 e 3 non abbia condotto ad alcun risultato perché il contratto è di tipo *period* (ed il *database* Thomson Reuters non fornisce indicazione della durata di tali contratti) o, ad esempio perché non vi sono contratti *time charter* comparabili, sono state utilizzate le serie storiche di fonte *Baltic* e *Clarksons*, avendo cura di rispettare la durata contrattuale dei contratti. In particolare:

- a. per i contratti *time charter* (per ipotesi con durata inferiore a 60 giorni), è stato utilizzato il prezzo *spot* riportato dall'indice "*BDTI Aframax-TCE*";
- b. per i contratti *period* (per ipotesi con durata superiore a 60 giorni), è stato utilizzato il prezzo medio ponderato tra il prezzo *spot* riportato dall'indice "*BDTI Aframax-TCE*" $\left[P_t^{Mkt_{spot}} \right]$ ed il prezzo *period*

riportato dall'indice "1 Year Timecharter Rate Aframax (Long Run Historical Series)" $[P_t^{Mkt_{1YTC}}]$, come segue:

$$P_{j,t}^{Mkt} = P_t^{Mkt_spot} \cdot \left(\frac{60}{DC}\right) + P_t^{Mkt_{1YTC}} \cdot \left(\frac{DC-60}{DC}\right)$$

dove:

- $P_{j,t}^{Mkt}$ = prezzo del contratto j comparabile al contratto ;
- $P_t^{Mkt_spot}$ = prezzo nel mercato *spot*;
- $P_t^{Mkt_{1YTC}}$ = prezzo nel mercato *period*;
- DC = tempo, espresso in giorni, tra la data di sottoscrizione del contratto e la data di termine del contratto.

5. nel caso di contratti per *step*, il confronto è stato effettuato sulla base di un unico prezzo $P_{j,t}^{Mkt}$, rappresentativo del nolo a termine identificato sulla base della scadenza ultima del contratto: ciò garantisce che il premio medio ponderato sia effettivamente misurato nella prospettiva informativa disponibile alla sottoscrizione dello stesso.

Tenuto conto di tutte le differenze rispetto al comparto *tanker* sopra descritte, l'equazione ricercata ai fini dell'identificazione dei premi è la seguente:

$$Premium_t = \alpha + \beta_{STP} \times Dummy_{STP,t} + \beta_{AGE} \times AGE_t + \beta_{MOM} \times MOM_t \\ + \beta_{PEAK} \times Dummy_{PEAK,t} + \beta_{BV} \times Dummy_{BV,t} + \beta_{STEP} \times Dummy_{STEP,t} + \varepsilon$$

dove, come anticipato in precedenza, è stata introdotta la variabile $Dummy_{STEP,t}$ per tener conto di contratti sviluppati in più fasi.

I risultati delle analisi del premio nel comparto aframax tanker

Contrariamente a quanto osservato nel comparto *dry bulk*, la maggior parte dei contratti analizzati operati da *Aframax tanker* è di tipo base viaggio. La tabella 6.1.3.4 riporta una sintesi dei contratti oggetto di analisi, da cui emerge che solo 76 contratti su 324 (ovvero il 23% dei contratti) è stipulato sotto forma di *time charter* (o *period*), mentre i restanti 248 contratti sono base viaggio. La maggior parte di questi ultimi è definita in WS, per quanto vi siano comunque parecchi contratti stipulati sotto forma di LS.

Tabella 6.1.3.4: Sintesi dei contratti oggetto di analisi

Tipologia Contratto	<i>a</i>	<i>b</i>		<i>c = a - b</i>	<i>d</i>	<i>e = b - d</i>
	N° Contratti	Matching process			Outlier IC@99%	N° of Obs.
		Matched	Unmatched			
LS	100 31%	51 (51%)	49 (49%)		3 (3%)	48 (48%)
WS	148 46%	138 (93%)	10 (7%)		0 (0%)	138 (93%)
TC	76 23%	76 (100%)	0 (0%)		5 (7%)	71 (93%)
Totale	324 100%	265 (82%)	59 (18%)		8 (2%)	257 (79%)

(●) = percentuali sul totale dei contratti per tipologia

|● = percentuali sul totale dei contratti ommissi oggetto di analisi (324)

Il processo di associazione dei contratti conduce a risultati distinti, a seconda che si tratti di contratti TC o BV. In particolare, mentre per tutti i contratti TC è stato possibile completare l'associazione a contratti comparabili (o al limite agli indici *Aframax* del *Baltic* e di *Clarksons*), solo i contratti definiti in WS trovano numerosi riscontri in termini di contratti comparabili (93%), mentre i contratti stipulati nella forma di LS ottengono molti meno riscontri (51%). Tale evidenza non stupisce in quanto i contratti sottoscritti sotto forma di LS hanno le seguenti caratteristiche:

- sono tipicamente utilizzati dagli armatori per intercettare carichi nei viaggi di riposizionamento o di rientro ai porti di carico (*ballast trip*);

- sono rari e remunerati per importi tipicamente inferiori al mercato, in quanto lungo tali rotte l'offerta supera di gran lunga la domanda ed il mercato è del compratore;
- hanno durata contenuta;
- costituiscono di per sé un premio per l'armatore in quanto, a patto di non perdere particolare tempo nelle fasi di caricazione e scaricazione, consentono di recuperare i costi che l'armatore dovrebbe comunque sostenere per ri-posizionare la nave.

Per tali motivi è fuori luogo un confronto tra il TCE relativo a tali contratti rispetto agli indici TC, in quanto:

- essi sono negoziati per definizione a tariffe inferiori rispetto ai noli di mercato delle principali rotte commerciali;
- i prezzi fissati per le rotte di andata di contratti base viaggio dovrebbero già consentire il recupero dei costi di *ballast* del viaggio di ritorno e pertanto tali viaggi costituiscono un *bonus*.

La scelta di includere il confronto tra i fissati LS di omissis ed i prezzi spuntati da altri armatori sulle medesime rotte (ove disponibili) risponde ad un desiderio di completezza delle analisi: tale inclusione infatti garantisce la possibilità di utilizzare i premi rinvenuti anche sulla base di un tasso di utilizzo della flotta allineato a quello del generico partecipante al mercato operante tramite contratti *timecharter*.

I premi sono stati verificati in relazione alla dimensione e sono stati classificati quali *outliers* (e quindi esclusi dalle analisi) i premi che fuoriuscivano da un intervallo di confidenza al 99%. I premi esclusi (*outliers*) risultano ampiamente positivi: essi sono

infatti in media pari al 46,99% e in media ponderata (per i giorni di utilizzo) pari al 75,43% e rappresentano in buona parte premi ottenuti tramite contratti *time charter* particolarmente remunerativi con primari operatori di mercato. La loro esclusione quindi risulta del tutto prudente ai fini delle analisi in parola, ma necessaria, tenuto conto della natura distorsiva degli stessi ai fini dell'analisi statistica perseguita.

Al fine di fornire la massima trasparenza alle presenti analisi, sono state effettuate più regressioni tenendo conto dell'interazione tra le variabili (quindi con variabili di controllo delle iterazioni, c.d. ICV) e, anche al fine di vagliare l'eventualità che una differente origine del dato potesse influenzare i risultati, sono state effettuate analisi sui seguenti campioni ristretti:

- un campione ristretto composto dalle sole osservazioni fondate su premi estratti dal confronto diretto tra contratti e contratti comparabili (*Only Direct Match*);
- un campione ristretto composto dalle sole osservazioni relative a contratti TC.

La tabella 6.1.3.5 sintetizza i risultati delle regressioni effettuate. Per quanto tutte le regressioni restituiscano un'intercetta ampiamente positiva (rappresentativa di un premio compreso tra il 7,2% ed il 19,6% su contratti *time charter*) statisticamente significativa, le variabili di controllo presentano risultati instabili. Si noti che solo la variabile *momentum* risulta significativa in entrambe le regressioni maggiormente significative. La variabile *dummy STP* assume addirittura valore positivo in tali regressioni, quasi a significare la presenza di un premio per navi appena uscite dal cantiere, mentre torna ad essere negativa nelle regressioni con R^2 più contenuti. Tali effetti distorsivi sono

probabilmente connessi alla più contenuta numerosità di contratti *time charter* e ad una non uniforme distribuzione temporale degli stessi.

Tabella 6.1.3.5: Sintesi dei risultati della regressione ai fini dell'identificazione dei premi attesi nel comparto *afamax tanker*

AFRAMAX TANKER CONTRACT PREMIUM ANALYSIS					
<i>Method: Ordinary Least Square</i>					
<i>Equation: Premium_{it} = α + β_{STP} × Dummy_{STP, it} + β_{AGE} × AGE_{it} + β_{MOM} × MOM_{it} + β_{FEAK} × Dummy_{FEAK, it} + β_{BV} × Dummy_{BV, it} + β_{STEP} × Dummy_{STEP, it} + ε</i>					
Dependent Variable = Premium					
<i>Weighted Avg. Raw Premium over Entire Sample (ex outliers) = 1,53%</i>					
Sample:	Only Direct Match	Only Direct Match	Only TC	All	All
Independent Variables	OLS w/o ICV	OLS with ICV	OLS w/o ICV	OLS w/o ICV	OLS with ICV
C	0,072 * (1,907)	0,161 * (1,669)	0,196 * (1,959)	0,147 *** (3,546)	0,162 ** (2,149)
β _{STP}	-0,026 (-0,667)	-0,150 (-1,572)	0,142 (0,976)	-0,016 (-0,359)	0,101 (0,880)
β _{AGE}	-0,006 (-1,062)	-0,023 (-1,248)	-0,031 (-1,611)	-0,017 *** (-2,691)	-0,022 (-1,383)
β _{MOM}	-0,034 (-1,565)	-0,126 (-1,156)	-0,270 *** (-2,942)	-0,081 *** (-3,113)	-0,514 *** (-4,616)
β _{BV}	-0,070 ** (-2,437)	-0,156 (-1,567)		-0,101 *** (-3,174)	-0,157 * (-1,918)
β _{STEP}	-0,086 ** (-1,973)	-0,774 (-3,497)	-0,081 (-1,183)	-0,072 * (-1,702)	-0,257 ** (-2,535)
<i>Interaction Control Variables (ICV)</i>					
	BV*AGE		0,018 (0,912)		0,023 (1,303)
	BV*MOM		0,062 (0,736)		0,148 * (1,698)
	BV*STP				-0,272 ** (-2,285)
	AGE*MOM		0,008 (0,495)		0,071 *** (3,855)
	AGE*STP		0,179 (1,365)		0,212 (1,260)
	AGE*STEP		0,152 *** (3,264)		0,045 * (1,751)
	MOM*STP		0,126 (1,073)		0,343 *** (2,642)
	MOM*STEP		-0,031 (-0,251)		-0,192 * (-1,659)
	Number of Observations	225	225	71	257
Adj R²	1,91%	6,60%	12,45%	6,74%	18,16%

Si consideri peraltro che il premio medio ponderato (per i giorni di utilizzo) spuntato da relativamente ai contratti oggetto di analisi (esclusi *outliers*) è pari all'1,53%. La distanza tra tale parametro e l'intercetta delle regressioni non si giustifica sulla base di variabili di controllo (age, stp, bv, mom, step) consistentemente significative in tutte le regressioni e pertanto non trova un razionale di natura fondamentale di natura esogena al modello (come accade nel comparto *dry bulk*, tramite le variabili *dummy* STP e BV) che possa in modo univoco spiegare la distanza tra il premio medio ponderato ed il premio

desunto dall'analisi di regressione. È quindi probabile che vi siano altri elementi, non considerati (e non trattabili) nell'analisi di regressione, che consentano di riconciliare il premio medio ponderato con i premi stimabili tramite intercetta dell'analisi di regressione.

Tra gli elementi più convincenti, vi sono i seguenti:

- la strategia adottata da [] nell'utilizzo di contratti *time charter* è duplice: solo in taluni casi essa è orientata alla possibilità di sottoscrivere buoni contratti (quindi genuina) mentre in altri casi essa è dettata solamente dall'esigenza di stabilizzazione dei flussi di cassa. L'elevato livello di indebitamento della società (il cui peso ha gravato sulla società in misura superiore alle attese per via della crisi del comparto *dry bulk*) ha costretto ad una operatività sub-ottimale della Società per via dell'impossibilità di operare liberamente, da un punto di vista strategico, data l'esigenza di garantire flussi di cassa maggiormente stabili a servizio del debito. Tali vincoli operativi, connessi all'elevato livello di indebitamento di [], si presume saranno sciolti col passaggio del ramo d'azienda ad un terzo acquirente (oggetto di cessione è infatti il ramo privo di debiti navali);
- le performance nel comparto *afamax tanker* sono significativamente influenzate dalla possibilità di operare con grosse compagnie petrolifere e/o operatori di mercato. Ciò è possibile per società con solide basi finanziarie, mentre risulta più complesso per una società che ha attraversato momenti di tensione di liquidità e procedure concorsuali quale [], nel primo caso infatti si è parte negoziale forte (e si riescono a sottoscrivere anche contratti *time charter* a buone condizioni), mentre nel secondo caso si diventa "armatori di seconda scelta" per i committenti

(i quali intervengono maggiormente su base viaggio), il che naturalmente incide negativamente sulla negoziazione dei prezzi di nolo e trasporto; il fatto che [] abbia attraversato periodi di “normalità” finanziaria e periodi di “tensione” finanziaria, può costituire quindi elemento distorsivo non catturabile tramite analisi di regressione.

Alla luce di tali considerazioni, ai fini della stima del premio spuntato da [] in liquidazione nel comparto *Aframax tanker*, si è ritenuto prudente far riferimento alla misura di premio media ponderata sul campione di osservazioni utilizzato (*ex outliers* positivi), pari all'1,5%, pur nella consapevolezza che tale misura potrebbe risultare conservativa sia per via dell'esclusione di numerosi *outliers* positivi, sia per via del fatto che la debolezza finanziaria di [] potrebbe aver influito sulle performance operative delle navi *tanker*.

La stima dei noli del ramo shipping []

La tabella 6.1.3.6 riporta:

- la stima dei noli attesi del ramo d'azienda shipping di [] in liquidazione, nell'ipotesi in cui le condizioni di noleggio siano allineate a quelle del generico *market participant*: in tale scenario i noli attesi sono fondati sulle previsioni macroeconomiche riportate nei capitoli 3.1 e 3.2, che tengono conto dello scenario di maggiore prudenza che è necessario riflettere nella cessione del ramo d'azienda tramite procedura di asta pubblica;
- la stima dei noli attesi del ramo d'azienda shipping di [] in liquidazione, nello scenario che considera l'abilità di [] di spuntare un premio sui noli di mercato in misura pari al 18% per le navi afferenti al comparto *dry bulk* e pari all'1,5%

per le navi afferenti al comparto *afamax tanker*. In alcuni casi la Società ha sottoscritto contratti *period* la cui durata si estende oltre la data di riferimento della valutazione e che, tecnicamente, potrebbero essere oggetto di trasferimento all'acquirente nel caso in cui il *charterer party* esercitasse l'opzione di rinnovo presente nel contratto. Il nolo contrattuale esprime, rispetto alle previsioni utilizzate nella presente valutazione, premi:

- superiori (25,7%) rispetto al premio del 18% delle *bulk carrier*, nel caso della M/N Mariolina de Carlini;
- inferiori (12%) rispetto al premio del 18% delle *bulk carrier*, nel caso della M/N Giuseppe Mauro Rizzo;
- pari a zero, nel caso delle motonavi *capsize*, per via del fatto che il contratto fa riferimento a noli allineati ai noli di mercato (media delle 4 rotte dell'indice *Baltic Capsize*);
- negativi nel caso delle motonavi *afamax*.

ai fini della stima dei noli 2018, si è quindi proceduto a correggere il nolo stimato tenendo conto, nel periodo di vigenza di tali contratti, delle tariffe contrattuali, attribuendo il 50% di probabilità al rinnovi del contratto da parte del *charterer party* oltre la prima scadenza (ma sempre entro il limite massimo temporale contrattualmente previsto). La tabella 6.1.3.7 riporta i dati e le ipotesi sottostanti tale correttivo.

La tabella riporta anche il valore attuale (al costo del capitale del ramo d'azienda) dei premi attesi dal ramo shipping di in liquidazione, pari a circa USD 54,4 mln.

Tabella 6.1.3.6: Determinazione del valore attuale dei maggiori ricavi del ramo oggetto di acquisizione rispetto ai ricavi del generico partecipante al mercato

I. TC revenues Mkt Part.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	
1 Giuseppe Mauro Rizzo	2602546	3498137	3788125	2965710	3000147	3414532	3699601	3703712	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	340571
2 Maria Cristina Rizzo	2602546	3498137	3788125	2965710	3129463	3273436	3699601	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3703712	2277570
3 Mariolina De Carini	2602546	3353586	3951406	2843160	3129463	3414532	3546725	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3703712	2607498
4 RBD Italia	2602546	3498137	3788125	2965710	3129463	3273436	3699601	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3863355	3703712	3863355	3703712	3250712
5 Roberto Rizzo	3831216	4882385	5127772	3482985	3892644	3065674	5200553	6648363	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6373637	5018324
6 Ugo De Carini	3831216	5092833	5284972	3482985	3892644	3065674	6070917	6373637	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6373637	380082
7 Orsola Bottiglieri	3831216	5092833	5127772	3539060	4060431	4836940	6070917	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6648363	6373637	6648363	6373637	6648363	6648363	6648363	6373637
8 Adele Marina Rizzo	2893228	5320904	7207080	7034940	6195179	5465183	4468153	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	654603
9 RBD Anema e Core	2893228	5320904	7207080	7034940	6195179	5465183	4468153	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	1641574
10 Totono Bottiglieri	2893228	5320904	7207080	7034940	6462212	5239340	4468153	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	2290477
11 Giovanni Battista De Carini	2893228	5320904	7207080	7034940	6195179	5465183	4468153	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	1309206
12 RBD Gino Ferretti	2893228	5320904	7517730	6744240	6462212	5465183	4283519	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3734458
13 Maria Bottiglieri	2893228	5320904	7517730	7034940	6195179	5465183	4283519	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3734458	3895426	3734458	3895426	3895426	3895426
TOTALE	39263198	60841472	75490077	63964260	61939396	60928896	59047067	57373535	58175725	57418095	58016082	58014757	57373535	58175725	57418095	58016082	58014757	55743496	58974114	

II. TC Revenues estimate	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	
1 Giuseppe Mauro Rizzo	3024390	4127802	4469988	3499538	3540173	4029148	4365530	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	401874
2 Maria Cristina Rizzo	3071004	4127802	4469988	3499538	3692767	3862654	4365530	4370380	4558738	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	2687532
3 Mariolina De Carini	3112055	3957232	4662659	3354929	3692767	4029148	4185136	4370380	4370380	4558738	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	3070848
4 RBD Italia	3071004	4127802	4469988	3499538	3692767	3862654	4365530	4370380	4558738	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	4558738	4370380	3842920
5 Roberto Rizzo	4134755	5761214	6503071	4109922	4593320	3977495	6867663	7845069	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7520892	0
6 Ugo De Carini	4214634	6009543	6236266	4109922	4593320	3977495	7163683	7520892	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7520892	691576
7 Orsola Bottiglieri	4227947	6009543	6503071	3940091	4791308	3730491	7163683	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7845069	7520892	7845069	7520892	7845069	7845069	7520892	7520892
8 Adele Marina Rizzo	2936626	5400717	7315186	7140464	6288107	5547161	4533175	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	664422
9 RBD Anema e Core	2936626	5400717	7315186	7140464	6288107	5547161	4533175	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	1666502
10 Totono Bottiglieri	2936626	5400717	7315186	7140464	6559146	5317939	4533175	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	2330924
11 Giovanni Battista De Carini	2929883	5400717	7315186	7140464	6288107	5547161	4533175	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	1528844
12 RBD Gino Ferretti	2859228	5400717	7630496	6845404	6559146	5547161	4347772	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3790474
13 Maria Bottiglieri	2860073	5400717	7630496	7140464	6288107	5547161	4347772	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3790474	3953857	3790474	3953857	3953857	3953857
TOTALE	42306852	66525242	81840767	68561202	66867139	66522829	65312997	63950539	64817444	64003120	64629065	64654061	63950539	64817444	64003120	64629065	64654061	62027093	31956667	

* Adjusted for Period Contract in place

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Revenue Premium [=(I. - I.)]	3043654	5683770	6350660	4596942	4927748	5593933	6265930	6577004	6641719	6585025	6612983	6639304	6577004	6641719	6585025	6612983	6639304	6283597	2982553
Discount Factor	0,944	0,871	0,804	0,741	0,684	0,631	0,582	0,537	0,495	0,457	0,422	0,389	0,359	0,331	0,305	0,282	0,260	0,240	0,221
Net Present Value Revenue Premium	2874488	4952127	5103381	3408143	3370478	3529343	3646889	3531305	3290083	3009300	2787515	2581886	2359594	2198287	2010297	1862494	1725102	1506243	659438
NPV TC Revenues Premium	54'407'353																		

Tabella 6.1.3.7: Calcolo del correttivo da applicare ai premi 2018 per tener conto di contratti già sottoscritti che si estendono oltre la data di riferimento della valutazione (16.04.2018)

	Data fine viaggio senza estensione	Data fine viaggio con estensione	Giorni Contrattuali Certi	Giorni Contrattuali Potenziali (premio @ 50%)	Nolo Mkt	Nolo Contrattuale	Performance	Minori Premi rispetto ai premi storici
Giuseppe Mauro Rizzo	10/06/2018	10/08/2018	55	61	10'660	12000	12,57%	46'614
Maria Cristina Rizzo			0	0	10'660			0
Mariolina De Carlini	19/05/2018	28/06/2018	33	40	10'660	13400	25,71%	-41'051
RBD Italia			0	0	10'660			0
Roberto Rizzo	24/07/2018	24/10/2018	99	92	15'692	Index Based		386'080
Ugo De Carlini	24/06/2018	24/09/2018	69	92	15'692	Index Based		306'201
Orsola Bottiglieri	19/06/2018	19/09/2018	64	92	15'692	Index Based		292'888
Adele Marina Rizzo			0	0	11'850			0
RBD Anema e Core			0	0	11'850			0
Totonno Bottiglieri			0	0	11'850			0
Giovanni Battista De Carlini	27/04/2018	26/06/2018	11	60	11'850	11750	-0,85%	10'743
RBD Gino Ferretti	24/06/2018	24/07/2018	69	30	11'850	11000	-7,17%	81'398
Maria Bottiglieri	19/06/2018	19/07/2018	64	30	11'850	11000	-7,17%	76'553

6.1.4 Le performance operative: i running costs

La struttura e la classificazione dei costi

La seconda componente differenziale di valore consiste nei maggiori *running costs* del ramo oggetto di valutazione (*entity specific*) rispetto ai *running costs* di un generico partecipante al mercato (*market participant*). Volendo assumere il *report* Drewry come rappresentativo dei costi operativi delle navi (qui definiti *running costs*, nella prospettiva del *market participant*), ai fini di effettuare un confronto con i costi di [] è necessario procedere ad alcune riclassificazioni in quanto:

- i. Drewry suddivide i costi sulla base di un criterio funzionale, accorpando le funzioni amministrative *onshore* e *offshore* all'interno di un'unica voce *management and administration* (M&A);
- ii. [] suddivide i costi sulla base di un criterio operativo, distinguendo tra costi direttamente attribuibili alle motonavi (nella terminologia interna [] *running costs*, mentre qui definiti costi *offshore*) e costi centrali (c.d. costi *onshore*).

Poiché i costi amministrativi *onshore* sono tipicamente costi indiretti, essi dipendono significativamente dalla dimensione della flotta oggetto di analisi⁹⁶ e dal paese in cui tali costi sono sostenuti (tenuto conto dell'elevata incidenza del costo del personale nelle *onshore operations*). Il vincolo imposto nella procedura di vendita del ramo [] e relativo al mantenimento della sede e del personale in Italia e nell'area di Napoli suggerisce un separato trattamento per tutti quei costi centrali che non rientrino in un livello medio normale del generico partecipante al mercato.

⁹⁶ A riguardo Drewry, contattata dallo scrivente tramite conference call, ha specificato che le ipotesi sottostanti i costi centrali fanno riferimento a società che hanno da 10 a oltre 30 motonavi

Pertanto, ai fini del confronto tra i *running costs* del *market participant* (di fonte Drewry) ed i *running costs entity specific* (), questi ultimi sono stati definiti come segue (al fine di eguagliare i perimetri dei costi):

Running Costs = Offshore () Costs + Onshore Market Participants costs

dove “*Offshore () Costs*” rappresentano i costi operativi delle navi () così come estratti dai reports gestionali mentre “*Onshore Market Participants costs*” rappresentano una misura *standard* di costo amministrativo *onshore* allocata sulla base dell’ipotesi che l’ipotetico acquirente del ramo d’azienda potrebbe incrementare il numero di navi gestite ed in tal senso riallineare la componente amministrativa *onshore* di *running cost* di () con quella del *market participant*.

Il valore attuale dei maggiori costi *onshore* rispetto alla componente già inclusa nel *running costs* (e di conseguenza nel valore delle navi) definisce un minuendo nella valutazione del ramo d’azienda *shipping* tramite criterio SOTP.

La figura 6.1.4.1 riporta la riconciliazione tra le figure di costo riportate nel *report* Drewry e le misure di costo di () in liquidazione.

La contabilità di () include voci di costo estranee al ramo d’azienda *shipping* che vanno escluse. La tabella 6.1.4.2 riporta una matrice di classificazione ai fini della sterilizzazione delle poste contabili non rilevanti nella stima del valore del ramo d’azienda. In particolare, sono da escludere tutti i componenti positivi e negativi di reddito che fanno riferimento ad attività:

1. di finanziamento: la valutazione adotta una prospettiva *asset side*, essendo il ramo ceduto senza debito;

2. di gestione delle partecipazioni e degli immobili: le partecipazioni e gli immobili non sono inclusi nel ramo oggetto di cessione;
3. di *trading* su derivati: l'attività di trading/copertura tramite *Forward Freight Agreement* (FFA) è sospesa ed, avendo natura speculativa, non può rientrare nella valutazione del ramo oggetto di cessione;

Figura 6.1.4.1: Schema di raccordo tra classificazione dei costi Drewry ed

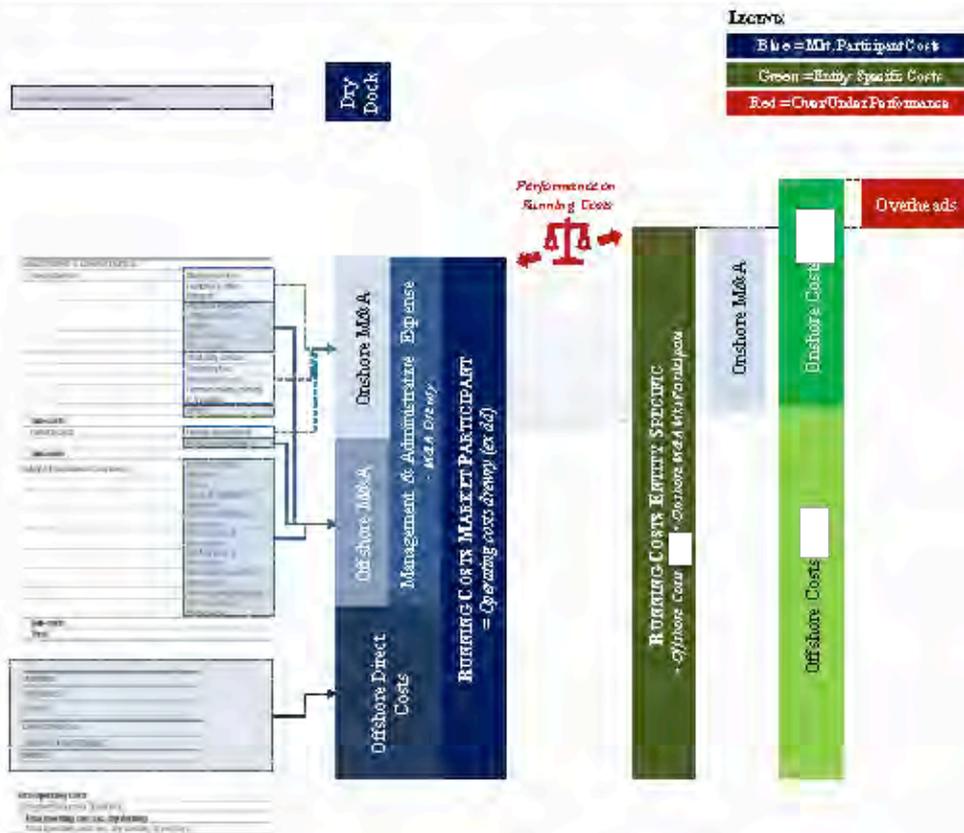


Tabella 6.1.4.2: Matrice di classificazione delle voci utilizzata dal management della società

		Tipologia di posta contabile						
		Altri Costi	Bunker relativo ad attività su navi noleggiate	Costi per noli passivi	Costi di Struttura	Ricavi	Running Costs	Razionale Esclusione
Funzione di appartenenza	Altre Attività	Eschise	-	-	-	Eschise	-	Da escludere in quanto voci legate ad accordi di Joint Ventures
	Amministrazione	Eschise	-	-	<u>Onshore M&A</u>	Eschise	<u>Offshore M&A</u>	Eschise in quanto relative ad attività di finanziamento e di gestione delle partecipazioni
	FFA	Eschise	-	-	-	-	-	Eschise in quanto relative ad attività di trading su contratti derivati (FFA)
	Navi Noleggio	Eschise	Eschise	Eschise	-	Eschise	-	Eschise in quanto relative ad attività svolta su imbarcazioni prese a noleggio da terze parti
	Navi Proprie	-	-	-	-	Ricavi	<u>Offshore Operating Costs</u>	

N.B: le poste sottolineate rappresentano le voci considerate ai fini dell'analisi sui costi

Analisi effettuata in USD mln

Analisi effettuata in USD/day

4. di attività su navi non di proprietà: il nolo di navi prese a nolo da terzi armatori è un'attività particolarmente rischiosa⁹⁷, che si sviluppa sulla base di fatti e circostanze specifici. Si è quindi ritenuto che la valutazione del ramo debba prescindere dalla volontà o meno da parte dell'acquirente di riprendere tali attività, al momento interrotte.

Le voci di costo identificate⁹⁸ come pertinenti con il ramo oggetto di valutazione appartengono alle seguenti categorie:

- Navi Proprie – *Offshore operating costs*;
- Amministrazione – *Offshore M&A*;
- Amministrazione – *Onshore M&A*.

La riconciliazione tra informazioni estratte dai *report* gestionali e informazioni di contabilità generale di non è tecnicamente praticabile per via delle diverse valute di riferimento. La società infatti non dispone di un software gestionale che includa un programma di contabilità analitica in valuta operativa (USD): tutte le analisi di attribuzione dei costi a ciascuna nave e di classificazione delle voci inerenti i costi di struttura sono state sviluppate, nel corso degli anni, dalle funzioni amministrative della Società sulla base di estrazioni dal sistema di contabilità generale espresso in EUR, riconvertite in USD al tasso di cambio medio annuo. Pertanto, le riconciliazioni tra le

⁹⁷ L'acquisizione di una nave a nolo prevede il pagamento di un prezzo determinato nel contratto di tipo *period*. Si è quindi esposti, nell'attività di nolo della medesima M/N a terzi, in relazione ad un potenziale ribasso dei prezzi dei noli.

⁹⁸ L'analisi non è stata supportata da una *due diligence* delle informazioni contabili. La scelta è stata quindi guidata dal confronto con il *management*, senza entrare nel dettaglio delle singole voci contabili determinanti.

informazioni contabili e le informazioni gestionali soffrono del differenziale tra il cambio puntuale di ciascuna operazione ed il cambio medio annuale.

Running costs:

I *running costs* rappresentano la componente principale di costo per un armatore ed esprimono l'insieme dei costi operativi (diretti ed indiretti) della nave che rimangono in capo all'armatore indipendentemente dalla modalità di utilizzo della nave stessa (noleggiata a *time charter* o utilizzata per viaggi *voyage*).

Con il supporto del management di [] in liquidazione lo scrivente ha provveduto a confrontare i *running costs* di [] con i *running costs* del generico *market participant* (dati di fonte Drewry), desumendo dal rapporto la *performance* di [] con riferimento ai *running costs*. Il confronto è stato possibile solo per gli esercizi 2014-2016 in quanto per il 2017 non sono disponibili le analisi gestionali con un sufficiente grado di dettaglio e precisione da consentire un confronto omogeneo. Peraltro è opportuno segnalare che i dati di fonte Drewry fanno riferimento a differenti *reports* (quello corrente ed i *reports* degli esercizi precedenti) e che Drewry ha lievemente modificato la metodologia secondo cui viene effettuato l'*assessment* dei costi. Pertanto è stato necessario ri-esprimere le informazioni di dettaglio estratte dai *reports* degli esercizi antecedenti il 2017 in forma coerente con l'ultima metodologia utilizzata da Drewry, per disporre di serie storiche omogenee. I fattori correttivi sono riportati in nota⁹⁹.

⁹⁹ Il fattore correttivo è definito quale produttore per desumere dal dato storico il dato corrente e si fonda sul presupposto (non verificato) che l'aggiustamento sia uniforme tra le voci considerate.

Le tabelle 6.1.4.3, 4 e 5 riportano analiticamente i passaggi del confronto, dapprima provvedendo a riallineare i dati storici Drewry con la più recente metodologia ed in seguito effettuando il confronto tra *running costs* del *market participant* stimati da Drewry e *running costs* ¹⁰⁰.

È opportuno fin da subito segnalare gli elementi più significativi che spiegano buona parte dei differenziali, in termini di maggiori costi, tra ed il generico *market participant*:

- requisiti normativi richiesti dal fatto che le navi portano bandiera italiana e sono iscritte al RINA, per cui devono sottostare alla normativa marittima nazionale: ciò comporta significativi costi connessi alla classificazione, al maggior numero di uomini qualificati a bordo, alle ispezioni da parte delle Autorità competenti sulle motonavi (al fine di garantire il rispetto delle normative vigenti). Costi cui un generico partecipante al mercato, che utilizzasse una diversa bandiera, non sarebbe soggetto;
- maggiori oneri assicurativi connessi agli incidenti occorsi su motonavi *dry bulk*, i quali hanno innalzato i valori complessivi dei *running costs* al di sopra del riferimento di mercato in media di c.ca 450 USD/Day per le motonavi Capesize, di circa c.ca 200 USD/Day per motonavi Post-Panamax e di c.ca 100 USD/Day per motonavi Aframax (dove in quest'ultimo caso il dato risente della classe di

Fatt Adjustment	2014	2015	2016	2017
Cape BULK	1,02	1,02	1,00	1,00
P-Pana BULK	1,02	1,02	1,00	1,00
Afra TANK	0,97	0,93	1,00	1,00

¹⁰⁰ Si segnala che i dati estratti dai *reports* talvolta sono già espressi in forma giornaliera (USD/day), talvolta sono invece forniti su base annuale e sono successivamente convertiti in forma giornaliera. Ciò fa sì che talvolta i dati possano risultare lievemente distorti in quanto frutto di differenti livelli di approssimazione.

rischio della società di *shipping* in relazione agli incidenti avvenuti nel comparto *dry bulk*).

Con riferimento a tale ultimo punto, poiché il cambio di proprietà del ramo d'azienda potrebbe costituire un presupposto per la rinegoziazione delle tariffe assicurative, si è ritenuto opportuno effettuare un confronto tra *running costs* e *running costs* del generico partecipante al mercato che escludesse il differenziale connesso ai maggiori costi assicurativi. In quest'ultimo caso si può apprezzare un marcato riallineamento delle due figure di costo.

Il maggior onere connesso all'utilizzo di personale Italiano sulle navi, quantomeno per le funzioni più qualificate, ha un'incidenza più contenuta sulla performance complessiva rispetto agli effetti della normativa nazionale che richiede equipaggi più numerosi. Del resto, il mantenimento sia del personale italiano sia della sede della società armatoriale in Campania sono requisiti stabiliti dalla procedura di vendita e pertanto è opportuno tenerne conto.

Tabella 6.1.4.3: Confronto tra running costs del generico market participant e running costs [] per motonavi Post-Panamax

POST-PANAMAX										
<i>USD/Day</i>				DREWRY as reported						
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	MEDIA
MANNING	2'588	2'587	2'606	3'119	2'775	2'939	17,63%	5,30%	12,77%	11,90%
INSURANCE	651	681	552	877	815	861	31,47%	17,49%	55,84%	34,93%
STORES	344	342	340	1'692	2'017	2'078				
LUBRICATING OILS	499	408	507							
SPARES	348	346	469							
REPAIR & MAINTENANCE	647	644	359							
Offshore M&A	199	201	260							
Onshore M&A	595	601	644							
TOTAL OPERATING COSTS ex DD	5'277	5'208	5'093	5'688	5'606	5'878	5,23%	5,70%	15,40%	8,78%
INTERMEDIATE/SPECIAL SURVEY	707	714	713							
TOTAL OPERATING COSTS	5'983	5'922	5'806	6'298	6'219	6'522	4,70%	5,11%	13,67%	7,83%
Market Participant Costs				Entity specific costs			Under (over) performance			
<i>= DREWRY Adj. (for homogeneous cost base)</i>										
MANNING	2'651	2'635	2'606	3'119	2'775	2'939	17,63%	5,30%	12,77%	11,90%
INSURANCE	667	694	552	877	815	861	31,47%	17,49%	55,84%	34,93%
STORES	352	348	340	1'692	2'017	2'078				
LUBRICATING OILS	511	415	507							
SPARES	356	352	469							
REPAIR & MAINTENANCE	663	656	359							
Offshore M&A	204	205	260							
<i>Sub-total other running costs</i>	<i>2'087</i>	<i>1'976</i>	<i>1'935</i>	<i>1'692</i>	<i>2'017</i>	<i>2'078</i>	<i>-18,90%</i>	<i>2,08%</i>	<i>7,40%</i>	<i>-3,14%</i>
TOTAL OPERATING COSTS (Offshore)	5'405	5'304	5'093	5'688	5'606	5'878	5,23%	5,70%	15,40%	8,78%
Onshore M&A	610	612	644	610 *	612 *	644 *				
RUNNING COSTS	6'015	5'917	5'737	6'298	6'219	6'522	4,70%	5,11%	13,67%	7,83%
<i>RC Insurance Adjusted</i>	<i>6'015</i>	<i>5'917</i>	<i>5'737</i>	<i>6'080</i>	<i>5'929</i>	<i>6'091</i>	<i>1,08%</i>	<i>0,21%</i>	<i>6,16%</i>	<i>2,48%</i>

* Mkt Participant share of Onshore M&A Costs

Tabella 6.1.4.5: Confronto tra running costs del generico market participant e running costs [] per motonavi Aframax

AFRAMAX										
<i>USD/Day</i>										
	DREWRY as reported									
	2014	2015	2016							
MANNING	3'540	3'590	3'620							
INSURANCE	820	890	900							
STORES	2'230	2'100	1'400							
LUBRICATING OILS										
SPARES										
REPAIR & MAINTENANCE	432	429	370							
Offshore M&A	380	384	342							
Onshore M&A	684	691	608							
TOTAL OPERATING COSTS ex DD	8'086	8'084	7'241							
INTERMEDIATE/SPECIAL SURVEY	1'167	1'179	1'178							
TOTAL OPERATING COSTS	9'253	9'263	8'419							
Market Participant Costs										
<i>= DREWRY Adj. (for homogeneous cost base)</i>										
	2014	2015	2016	Entity specific costs			Under (over) performance			
				2014	2015	2016	2014	2015	2016	MEDIA
MANNING	3'448	3'354	3'620	3'966	3'693	3'684	15,03%	10,14%	1,77%	8,98%
INSURANCE	799	831	900	1'018	855	917	27,48%	2,84%	1,90%	10,74%
STORES	2'172	1'962	1'400	2'068	2'578	2'699				
LUBRICATING OILS										
SPARES										
REPAIR & MAINTENANCE	420	401	370							
Offshore M&A	371	359	342							
<i>Sub-totale other running costs</i>	<i>2'963</i>	<i>2'722</i>	<i>2'112</i>	<i>2'068</i>	<i>2'578</i>	<i>2'699</i>	<i>-30,21%</i>	<i>-5,28%</i>	<i>27,76%</i>	<i>-2,57%</i>
TOTAL OPERATING COSTS (Offshore)	7'210	6'907	6'632	7'053	7'126	7'300	-2,18%	3,18%	10,07%	3,69%
Onshore M&A	666	645	608	666 *	645 *	608 *				
RUNNING COSTS	7'876	7'552	7'241	7'719	7'772	7'908	-2,00%	2,91%	9,22%	3,38%
<i>RC Insurance Adjusted</i>	<i>7'876</i>	<i>7'552</i>	<i>7'241</i>	<i>7'405</i>	<i>7'679</i>	<i>7'642</i>	<i>-5,98%</i>	<i>1,69%</i>	<i>5,54%</i>	<i>0,41%</i>

* Mkt Participant share of Onshore M&A Costs

I grafici 6.1.4.6, 7 e 8 evidenziano la distanza tra i *running costs* del generico *market participant* ed i *running costs* di *non insurance adjusted*, da cui emerge come solo nell'esercizio 2016 i due parametri abbiano mostrato una significativa divergenza. La sterilizzazione del maggior onere assicurativo porterebbe ad una significativa riduzione degli scostamenti (*Post-Panamax* = da 7,83% a 2,48%; *Capesize* = da 19,54% a 12,04%; *Aframax* = 3,38% a 0,41%), che tuttavia non è stata in questa sede considerata per motivi di prudenza.

Tabella 6.1.4.6: Confronto tra *running costs* del generico *market participant* e *running costs* *non insurance adjusted* per motonavi *Post-Panamax* (USD/day)

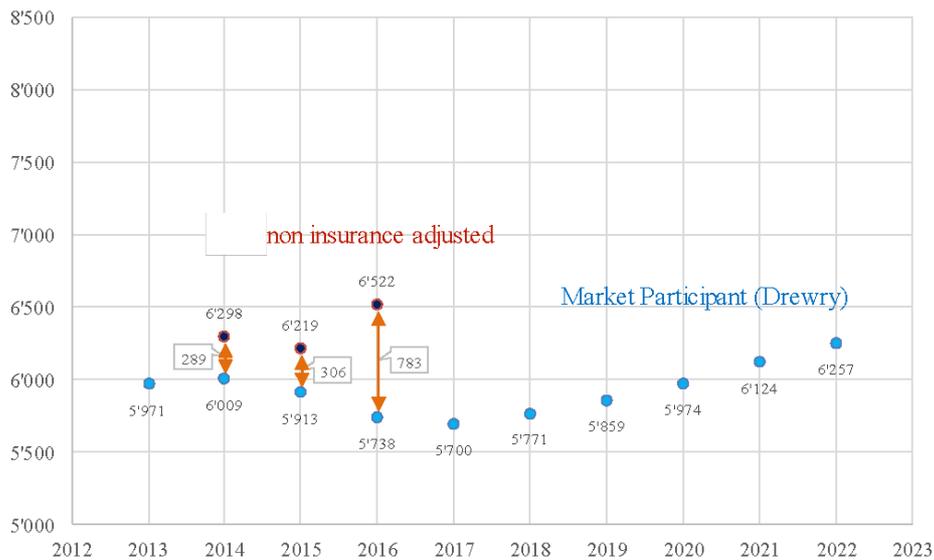


Tabella 6.1.4.7: Confronto tra running costs del generico market participant e running costs non insurance adjusted per motonavi Capesize (USD/day)

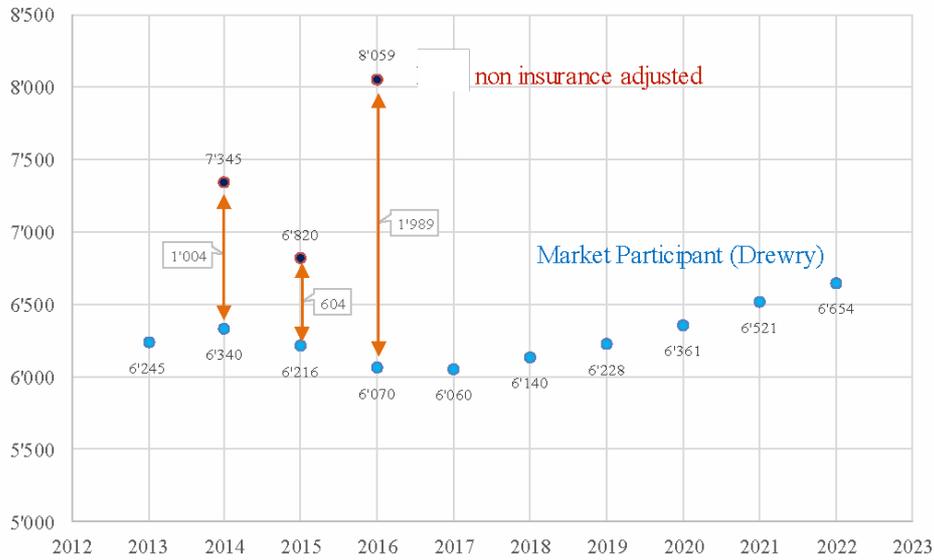
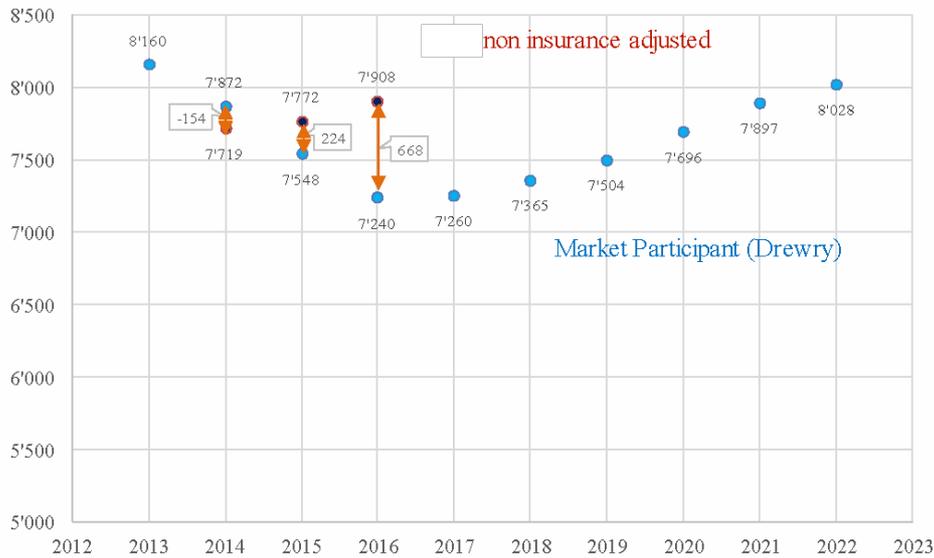


Tabella 6.1.4.8: Confronto tra running costs del generico market participant e running costs non insurance adjusted per motonavi Aframax (USD/day)



La tabella 6.1.4.9 riporta la stima dei *running costs* del *market participant* e di [] per tutto l'orizzonte di previsione esplicita considerato ai fini delle presenti analisi (sino al 2036), sulla base delle seguenti ipotesi:

- *running costs* del *market participant* 2018-2022 allineati ai dati stimati da Drewry per ciascuna tipologia di nave;
- crescita dei *running costs* del *market participant* oltre il 2022 sulla base del tasso di inflazione atteso di fonte IMF;
- *running costs* [] fondati sui *running costs* del *market participant*, incrementati dei maggiori oneri sostenuti da [] sulla base delle percentuali di *underperformance* (ante sterilizzazione delle componenti assicurative) osservate nel periodo 2014-2016.

Il valore attuale, al costo medio ponderato del capitale dell'azienda, di tali maggiori *running costs*, è pari a USD 26,3 mln.

Tabella 6.1.4.9: Stima dei maggiori running costs rispetto al generico market participant

A. Running Costs Mkt Part		Codice Tipologia	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
1	Giuseppe Mauro Rizzo	P-Pana BULK	1483069	2138560	2180493	2233328	2287712	2306234	2369549	2413670	2438612	2504592	2531023	2598534	2646908	2696193	2746397	2797535	2849625	2902685	2957230
2	Maia Cristina Rizzo	P-Pana BULK	1483069	2138560	2180493	2233328	2287712	2306234	2369549	2413670	2438612	2504592	2531023	2598534	2646908	2696193	2746397	2797535	2849625	2902685	2957230
3	Manolina De Cralini	P-Pana BULK	1483069	2138560	2180493	2233328	2287712	2306234	2369549	2413670	2438612	2504592	2531023	2598534	2646908	2696193	2746397	2797535	2849625	2902685	2957230
4	RBD Italia	P-Pana BULK	1483069	2138560	2180493	2233328	2287712	2306234	2369549	2413670	2438612	2504592	2531023	2598534	2646908	2696193	2746397	2797535	2849625	2902685	2957230
5	Roberto Rizzo	Caps BULK	1577912	2273342	2321848	2380056	2428563	2475783	2519844	2566764	2614537	2663240	2712830	2763343	2814796	2867207	2920595	2974976	3030370	3086796	3144272
6	Ugo De Cralini	Caps BULK	1577912	2273342	2321848	2380056	2428563	2475783	2519844	2566764	2614537	2663240	2712830	2763343	2814796	2867207	2920595	2974976	3030370	3086796	3144272
7	Orsola Bottigliari	Caps BULK	1577912	2273342	2321848	2380056	2428563	2475783	2519844	2566764	2614537	2663240	2712830	2763343	2814796	2867207	2920595	2974976	3030370	3086796	3144272
8	Adele Maana Rizzo	Afrs LE2 TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
9	RBD Anema e Cos	Afrs LE2 TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
10	Totomas Bottigliari	Afrs LE2 TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
11	Giovanna Battista De Cralini	Afrs LE2 TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
12	RBD Gio Fenetth	Afrs TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
13	Maia Bottigliari	Afrs TANK	1892731	2739079	2809149	2882403	2930178	2984738	3040314	3096924	3154589	3213527	3273160	3334106	3396187	3459424	3523838	3589452	3656288	3724368	3793716
TOTAL			22'922'400	31'808'743	32'542'410	33'375'900	34'001'602	34'634'712	35'279'610	35'936'616	36'606'664	37'287'262	37'981'540	38'688'767	39'409'141	40'142'939	40'898'401	41'661'780	42'442'736	43'244'774	43'180'131
B. Running Costs		Codice Tipologia	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
1	Giuseppe Mauro Rizzo	P-Pana BULK	1599166	2300969	2351184	2410312	2462483	2508334	2555040	2602614	2651075	2700438	2750720	2801939	2854111	2907254	2961387	3016528	3072696	3129910	279512
2	Maia Cristina Rizzo	P-Pana BULK	1599166	2300969	2351184	2410312	2462483	2508334	2555040	2602614	2651075	2700438	2750720	2801939	2854111	2907254	2961387	3016528	3072696	3129910	1869239
3	Manolina De Cralini	P-Pana BULK	1599166	2300969	2351184	2410312	2462483	2508334	2555040	2602614	2651075	2700438	2750720	2801939	2854111	2907254	2961387	3016528	3072696	3129910	2140017
4	RBD Italia	P-Pana BULK	1599166	2300969	2351184	2410312	2462483	2508334	2555040	2602614	2651075	2700438	2750720	2801939	2854111	2907254	2961387	3016528	3072696	3129910	2672838
5	Roberto Rizzo	Caps BULK	1892731	2717575	2775560	2841142	2903127	2957184	3012246	3069334	3128467	3188663	3242943	3303336	3368834	3427488	3491307	3556316	3622534	3689966	329529
6	Ugo De Cralini	Caps BULK	1892731	2717575	2775560	2841142	2903127	2957184	3012246	3069334	3128467	3188663	3242943	3303336	3368834	3427488	3491307	3556316	3622534	3689966	329529
7	Orsola Bottigliari	Caps BULK	1892731	2717575	2775560	2841142	2903127	2957184	3012246	3069334	3128467	3188663	3242943	3303336	3368834	3427488	3491307	3556316	3622534	3689966	3788693
8	Adele Maana Rizzo	Afrs LE2 TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	655438
9	RBD Anema e Cos	Afrs LE2 TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	1642967
10	Totomas Bottigliari	Afrs LE2 TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	2259403
11	Giovanna Battista De Cralini	Afrs LE2 TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	1510576
12	RBD Gio Fenetth	Afrs TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	3921382
13	Maia Bottigliari	Afrs TANK	1956675	2831616	2904053	2977782	3029171	3085574	3143027	3201551	3261163	3321886	3383740	3446745	3510923	3576297	3642888	3710718	3779812	3830192	3921382
TOTAL			23'795'466	34'366'298	35'165'735	36'055'367	36'734'339	37'418'333	38'115'862	38'824'765	39'547'682	40'284'069	41'034'149	41'798'206	42'576'487	43'369'261	44'176'797	44'999'369	45'837'257	46'770'778	24'803'279
B - A Running Costs unlopp performance			1'773'067	2'567'556	2'613'325	2'679'467	2'732'737	2'783'621	2'835'462	2'888'248	2'942'027	2'996'808	3'052'608	3'109'448	3'167'346	3'226'322	3'286'396	3'347'589	3'409'921	3'523'029	1'623'148
Discount Factor			0,94	0,87	0,80	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,42	0,39	0,36	0,33	0,31	0,28	0,26	0,24	0,22
NPV (Higher running costs)			16'743'02	22'283'34	21'011'36	19'865'40	18'691'38	17'563'00	16'092'86	1'530'837	1'457'381	1'369'536	1'268'740	1'209'199	1'150'331	1'067'853	1'003'281	942'822	880'005	796'664	358'875
NPV Higher running costs			26'330'883																		

6.1.5 Il valore attuale dei costi di struttura

Il personale a supporto delle operazioni è composto da 35 unità¹⁰¹, che si occupano delle seguenti funzioni:

1. *Chartering & Claim;*
2. *Operation;*
3. *Technical;*
4. *DPA&Safety;*
5. *Crew;*
6. *Administration & Control;*
7. *General Services and IT.*

Una descrizione dettagliata delle attività svolte dalle diverse funzioni e l'attribuzione delle mansioni a ciascuna unità interna è presentata nell'allegato 7.

I costi di struttura sono stati stimati sulla base delle indicazioni ricevute dal management, con riferimento ai costi sostenuti negli esercizi precedenti (2014-2017) e sono stati aggiornati per tener conto de:

- i minori oneri legati all'utilizzo di un immobile alternativo rispetto alla sede attuale della Società (Villa Olivella), che sarà oggetto di separata cessione nell'ambito del programma di liquidazione sviluppato dalla Curatela;

¹⁰¹ Rispetto al dato 2017, il dato pro-forma del ramo shipping considera le unità che hanno cessato il rapporto di lavoro (o che lo cesseranno) entro la data presumibile della vendita (Luglio 2018) e la riallocazione al perimetro del ramo immobiliare di un'unità formalmente assunta da ma integralmente operativa all'interno della controllata HLP.

- gli efficientamenti che nel frattempo sono stati realizzati dapprima nel corso della procedura di concordato e più recentemente dalla Curatela stessa nell'ambito dell'esercizio provvisorio;
- gli efficientamenti che un generico acquirente potrebbe realizzare sulla base delle informazioni contabili disponibili. In particolare, si tratta di una riduzione del costo connesso alle utenze (in particolare telefoniche) e delle consulenze (per la quota direttamente o indirettamente connessa alle procedure concorsuali del più recente passato).

Con riferimento al costo connesso all'utilizzo di locali sufficienti ad ospitare le funzioni centrali, si fa riferimento alle seguenti informazioni disponibili:

- indennità determinata dal Giudice Delegato e riconosciuta da Deiulemar shipping in liquidazione (ex società armatoriale di Torre del Greco) a UBI Leasing a fronte dell'utilizzo temporaneo, nell'ambito dell'esercizio provvisorio dell'attività antecedente la liquidazione del ramo d'azienda (la flotta di Deiulemar era composta da 12 unità operanti nel comparto dry bulk), della sede di Deiulemar Shipping precedentemente oggetto di locazione finanziaria tra le parti¹⁰², pari ad € 60 migliaia;
- costo stimato da un esperto immobiliare per il canone di locazione e le spese ordinarie di un immobile da adibire a sede del ramo shipping di oggetto di cessione, pari ad euro 51'600 (36'000 di canone; 15'600 di spese).

¹⁰² Si veda a riguardo l'allegato 8.

Alla luce di tali evidenze, si è ritenuto opportuno ipotizzare un onere complessivo prudentemente pari ad euro 100 migliaia, al fine di includere voci di costo azzerate (in quanto connesse all'attuale sede) ma che potrebbero comunque manifestarsi nel corso dell'ordinaria attività (pulizie, vigilanza, traslochi, spese di rappresentanza, ecc), nonché di sopperire al fatto che la cessione del ramo d'azienda escluderà la componente di *equipment* (principalmente apparecchiature elettroniche della sede di Villa Olivella) cui l'acquirente dovrà far fronte per rendere operativa la struttura (e che si ipotizza possano essere prese a nolo esternamente).

Il prospetto riportato in tabella 6.1.5.1 sintetizza le ipotesi formulate ed identifica una misura di costo normalizzato connesso alle attività *onshore* pari ad euro 4,77 milioni.

È opportuno sottolineare come la principale voce che ha impatto sullo scostamento complessivo è legata alla retribuzione dei *top manager* dell'ex , ora sostituiti da personale interno all'organizzazione, sulla base dell'ipotesi che un generico partecipante al mercato abbia già una capogruppo cui siano affidate le funzioni di indirizzo strategico.

La stima pro-forma di costi *onshore* è stata poi corretta in arco piano per via del fatto che alcune unità giungeranno al termine della propria vita lavorativa e, ricorrendo le condizioni per il pensionamento, si ipotizza le stesse possano lasciare l'azienda ed essere sostituite da personale del generico partecipante al mercato (ipotizzando che il venir meno di tali unità contribuisca quindi a generare economie di scala). Nessuna delle succitate unità è comunque operativa nel *chartering*. Un dettaglio delle retribuzioni attualmente percepite da tali unità è riportato in tabella 6.1.5.2.

Tabella 6.1.5.1: Stima dei costi onshore, basata su dati storici

Descrizione Conto	Es. 2014 al 31/12/2014	Es. 2015 al 31/12/2015	Es. 2016 al 31/12/2016	Es. 2017 al 31/12/2017	Ipotesi	Delta vs 2017	Pro-Forma
	EUR	EUR	EUR	EUR		EUR	EUR
emolumenti amministratori	-1'000'000	-1'000'000	-1'000'000	-1'054'589	Stimate	-1'054'589	0
Totale Emolumenti	-1'100'000	-1'100'000	-1'100'000	-1'054'589		-1'054'589	0
formazione e addestramento	-4129	-4280	-3825		Media 2014-2017		-4078
altri costi personale amministrativo	-5237	-4305	-1604	-5986	Media 2014-2017		-4283
retribuzioni personale amministrativo	-3'271'688	-3'300'434	-3'305'549	-3'172'010	Adjusted	-512'346	-2'659'663
retribuzioni collaboratori			-88'330	-20'874	Hp: 2017		-20'874
contributi inps impieg / dirigi / ispett / operai	-805'872	-791'676	-779'560	-784'931	Adjusted	-126'783	-658'148
contrib previdai dirigenti	-81'196	-83'916	-30'799	-32'236	Hp: 2017		-32'236
contrib fasi dirigenti	-17'620	-18'602	-18'864	-18'864	Hp: 2017		-18'864
contributi inail	-24'582	-28'852	-25'864	-24'815	Hp: 2017		-24'815
acc.to fr amn.vi	-164'888	-158'254	-143'451	-137'061	Adjusted	-22'138	-114'922
t.f.e. impiegati, ispettori, operai e dirigenti			-59'915	-133'130	Hp: 2016		-59'915
Totale Personale Amministrativo	-4'375'212	-4'390'319	-4'457'761	-4'329'906		-661'267	-3'597'799
AFFITTO FIGURATIVO PER SEDE (con connessi oneri di gestione)					Affitto Figurativo		-10'000
rimborsi da assicuratori per avaria navi	37'284	13'247	42'390	0	Media 2014-2017		23'230
acquisto carburante per automezzi	-34'092	-25'889	-21'571	-24'230	Esclusa		0
acquisti diversi relativi ad automezzi	-4'365	-4'706	-4'047	-1'355	Esclusa		0
noleggio auto	-1'930	-1'519	-935	-233	Esclusa		0
canone Leasing auto BMW X5 EA468GZ	-2'005	0	0	0	Esclusa		0
canone Leasing BMW 730LD EB266BX	-2'1919	-5'146	0	0	Esclusa		0
canone Leasing auto AUDI A6 EB981XC	-1'6176	-15'549	-13'662	-13'286	Esclusa		0
canone Leasing auto BMW 520d EL089TV	-11'280	-11'674	-1'459	0	Esclusa		0
acquisto cancelleria e stampati	-32'666	-37'288	-42'546	-28'398	Media 2014-2017		-35'225
acquisto materiale edp	-2'524	-2'941	-4'554	-889	Media 2014-2017		-2'727
costi per fotocopie	-192	0	-500	0	Media 2014-2017		-173
acquisto materiale elettrico uffici	-2'667	-3'164	-4'990	-1'229	Media 2014-2017		-3'013
acquisto materiale diverso per ufficio	-1'337	-35	-2'122	-5'152	Media 2014-2017		-2'162
acquisto libri, riviste e giornali	-2'292	-2'355	-3'445	-2'456	Media 2014-2017		-2'637
acquisto valori bollati	-3'171	-3'929	-3'705	-5'031	Media 2014-2017		-3'959
acquisti diversi	-29'957	-26'186	-17'319	-5'821	Esclusa per cambio sede		0
acq. diversi per manutenzione parco villa olivella	-10'650	-7'475	-5'379	-7'065	Esclusa per cambio sede		0
Canone leasing Dell Financial Service	-3'526	-3'899	-309	0	Hp: 2017		0
spese viaggio impiegati dirigenti e amministratori	-250'091	-153'888	-124'508	-135'046	Media 2014-2017		-165'883
partecipazione a congressi e seminari	-320	0	0	0	Media 2014-2017		-80
Pedaggi Autostradali	-8'564	-6'999	-7'819	-5'015	Media 2014-2017		-7'099
parcheggi	-3'829	-7'889	-7'048	-4'803	Media 2014-2017		-5'892
consulenze	-1'077'343	-835'503	-971'024	-743'460	2017 Adjusted	-346'695	-396'765
pubblicita e promozione	-270	0	0	0	Media 2014-2017		-68
Eventi-Fiere-Conferenze-Convegni	-14'919	-16'880	-605	-625	Hp: 2017		-625
Sponsorizzazioni varie	-2'500	0	0	0	Media 2014-2017		-625
utenze	-349'348	-324'610	-313'717	-367'123	2017 Adjusted	-83'774	-229'943
postali e telegrafiche	-1'220	-1'177	-1'351	-1'853	Media 2014-2017		-1'400
spese di amministrazione fabbricati	-3'636	-10'066	-3'705	-2'755	Esclusa per cambio sede		0
pulizia, vigilanza, traslochi	-86'509	-86'810	-107'647	-97'683	Esclusa per cambio sede		0
manutenzioni e riparazioni	-124'024	-305'174	-158'340	-140'954	Esclusa per cambio sede		0
assicurazioni	-54'670	-53'484	-58'602	-44'959	Hp: 2017		-44'959
Abbonamenti a riviste e quotidiani	-9'616	-15'806	-15'394	-18'000	Media 2014-2017		-14'704
servizi accessi relativi agli automezzi	-958	-1'850	-2'739	-7'453	Esclusa		0
assistenza	-3'318	-405	-1'1415	-11'765	Media 2014-2017		-6'725
canone audiovisivi	-1'187	0	0	0	Hp: 2017		0
consulenze finanziarie	0	-14'389	-11'982	0	Esclusa		0
spese legali	-186	-46'575	-2'461	0	Media 2014-2017		-12'306
smaltimento apparecchiature elettr.-es.austi stampa	-400	0	0	0	Hp: 2017		0
contributi associativi	-20'864	-9'312	-10'200	-8'700	Hp: 2017		-8'700
Compensi collegio sindacale	-50'324	-53'804	-53'018	-52'405	Hp: 2017		-52'405
altri servizi diversi - spese di amministrazione	-32'206	-9'661	-350	-12'002	Esclusa (formalita vendite navi)		0
contributi inps co.co.co	-38'340	-33'747	-14'133	-3'340	Hp: 2017		-3'340
contributi inail	-230	-29	-425	-85	Hp: 2017		-85
erogazioni liberali	-22'518	-2'032	-9'100	-3'900	Esclusa		0
omaggi-regali di rappresentanza	-7'697	-6'073	-3'608	-768	Hp: 2017		-768
sp. viaggio non documentate	0	-19'641	0	0	accorpato in spese non doc.		0
spese non documentate	-3'547	-178	-27'093	-5'175	Hp: 2017		-5'175
spese indeducibili	-36'031	-537	-6'709	-779	Hp: 2017		-779
Spese di rappresentanza sede	-60'506	-50'724	-17'613	-13'369	Esclusa per cambio sede		0
I.M.U.	-72'979	-83'042	-83'012	-83'012	Esclusa per cambio sede		0
diritti annuali cciaa	-3'432	-2'345	-2'319	-2'104	Hp: 2017		-2'104
imposte indirette e tasse	-19'428	-18'576	-17'853	-17'644	Esclusa per cambio sede		0
multe ammende e sanzioni	-5'993	-929	-7'703	-15'551	Esclusa		0
tassa registri sociali	-516	-516	-516	-516	Hp: 2017		-516
sanzioni ritardato pagamento	-15'313	-13'748	-165	-112	Esclusa		0
spese di rappresentanza indeducibili	-175'611	-46'912	-18'521	-738	Esclusa		-18'521
contributi Antitrust e Autorità trasporti	-11'089	-5'966	-6'654	-8'976	Media 2014-2017		-8'171
altri oneri diversi di gestione	0	0	-32	-594'463	Esclusa per fuori perimetro (Caranzia BNB Bank Cav Cav)		0
spese e commissioni bancarie	-129'063	-59'606	-54'387	-58'126	Hp: 2017		-58'126
commissioni su fidejussioni e altre	-1'248	0	0	0	Hp: 2017		0
Interessi su leasing Bmw 730LD targata EB266BX	-213	-71	0	0	Esclusa		0
Interessi su leasing Bmw X5 targata EA468GZ	-38	0	0	0	Esclusa		0
Interessi su leasing Bmw targata EL089TV	-397	-108	-5	0	Esclusa		0
rettifica pro-rata iva	14'500	14'500	0	0	Hp: 2017		0
Totale Spese Di Amministrazione	-2'829'455	-2'423'071	-2'215'927	-2'558'400			-1'072'429
TOTALE SPESSE GENERALI	-8'304'668	-7'913'390	-7'773'688	-7'942'895			-4'770'228

Ai fini della stima del minuendo connesso ai maggiori costi *onshore* di è opportuno ricordare che parte degli stessi (nella misura “di mercato”) risultano già assorbiti dai *running costs* del generico partecipante al mercato e pertanto sono da escludersi ai fini della presente analisi. La tabella 6.1.5.3 riporta la stima del maggior costo *onshore* di in pro-forma al 2017.

Tabella 6.1.5.2: Retribuzioni delle unità che giungeranno al termine del servizio entro il periodo di previsione esplicita

	EUR	USD
	Pensionamenti Attesi su Retribuzioni 2017	Pensionamenti Attesi su Retribuzioni 2017
2019	90'134	101'824
2020	0	0
2021	0	0
2022	0	0
2023	0	0
2024	0	0
2025	0	0
2026	234'809	265'264
2027	0	0
2028	68'282	77'138
2029	0	0
2030	0	0
2031	0	0
2032	0	0

Tabella 6.1.5.3: Stima del maggior costo onshore di rispetto al generico market participant

	EUR	USD/Day	USD
Headquarter <input type="text"/> Costs Pro-Forma (@ 2017)	4'770'228		5'388'927
<i>M&A included in Drewry Operating Costs but not in <input type="text"/> Running Costs</i>			
Cape BULK		945	1'035'030
P-Pana BULK		887	1'295'080
Afra LR2 TANK		786	1'147'520
Afra TANK		786	573'760
Sub-total			4'051'390
Overheads <input type="text"/> not included in Running Costs Estimate = Overheads			1'337'537

La tabella 6.1.5.4 riporta il calcolo del valore attuale, al costo del debito, dei maggiori costi *onshore* di pari a USD 17,8 milioni, stimati adeguando all'inflazione il maggior costo riportato in tabella 6.1.5.3 e tenendo conto dei minori oneri connessi al pensionamento del personale di cui alla tabella 6.1.5.2.

Tabella 6.1.5.4: Valore attuale dei maggiori costi onshore di

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Overheads	1'337'537	1'362'442	1'387'810	1'413'651	1'439'973	1'466'786	1'494'097	1'521'917	1'550'255	1'579'121	1'608'524	1'638'475	1'668'984	1'700'060	1'731'715	1'763'960	1'796'805	1'830'261	1'864'341	1'899'055
Personnel Savings on Overheads at 2017 prices			101'824	0	0	0	0	0	0	265'264	0	77'138	0	0	0	0				
Personnel Savings on Overheads at current prices			105'651	0	0	0	0	0	0	313'176	0	94'494	0	0	0	0				
% Year		71%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Net Overheads		966'112	1'282'159	1'413'651	1'439'973	1'466'786	1'494'097	1'521'917	1'550'255	1'265'946	1'608'524	1'543'982	1'668'984	1'700'060	1'731'715	1'763'960	1'796'805	1'830'261	1'864'341	1'899'055
Discount Factor		0,96	0,91	0,86	0,82	0,78	0,74	0,70	0,66	0,63	0,59	0,56	0,53	0,51	0,48	0,45	0,43	0,41	0,39	0,37
NPV(Net Overheads)		930'120	1'170'084	1'222'692	1'180'573	1'139'904	1'100'637	1'062'566	1'025'963	794'158	956'496	870'156	891'601	860'887	831'232	802'480	774'836	748'144	722'372	697'386
NPV Net Overheads	17'782'288																			

6.1.6 Il valore attuale dei rischi potenziali rinvenienti dall'acquisto da un fallimento

All'atto della cessione del ramo d'azienda tutte le navi di risultano libere da vincoli giudiziali e la probabilità che una nave venga sequestrata è da considerarsi remota e legata solo ad una non conoscenza della legge fallimentare italiana da parte di autorità ed entità straniere.

Tuttavia, è stato rilevato, nel corso di colloqui intercorsi in passato con operatori di mercato, come non sia possibile escludere il rischio che almeno una nave sia oggetto di fermo temporaneo. Per questo motivo si è scelto di quantificare il rischio di sequestro di una nave sulla base delle seguenti ipotesi:

- la richiesta di fermo nave potrà avere effetto solo nei tempi tecnici necessari ad allertare le autorità competenti del procedimento di svincolo delle navi dal fallimento di Per questo motivo il tempo di fermo nave atteso è stimato in misura pari a 30 giorni;
- il fermo nave avverrà nell'anno successivo all'acquisizione (per ipotesi il 31.12.2018);
- il soggetto che richiederà il sequestro opererà nei confronti della nave di maggior valore, quindi per ipotesi si è assunto che i minori noli corrispondano ai noli della nave che riguarda i maggiori proventi;
- il danno equivalga al mancato guadagno derivante dall'utilizzo della nave, stimato in misura pari al prezzo del nolo atteso della nave stessa nel 2019.

La tabella 6.1.6.1 illustra la determinazione del valore attuale del rischio potenziale, che risulta pari a circa USD 0,5 mln.

Tabella 6.1.6.1: Determinazione del valore attuale del rischio potenziale derivante dal fermo di una nave per trenta giorni

Days offhire assumed	30
Revenue Provision	-493'935
NPV(Revenue Provision)	-466'477

6.1.7 Il valore del ramo d'azienda shipping tramite criterio per somma di parti

La tabella 6.1.7.1 e il grafico 6.1.7.2 illustrano la composizione del valore del ramo d'azienda sulla base del criterio reddituale SOTP. In tabella sono presentati i valori sia in dollari statunitensi (USD) sia in euro (EUR), sulla base di un cambio EUR-USD puntuale al 16.04.2018 pari a 1,2370 estratto dall'ufficio italiano cambi presso Banca d'Italia.

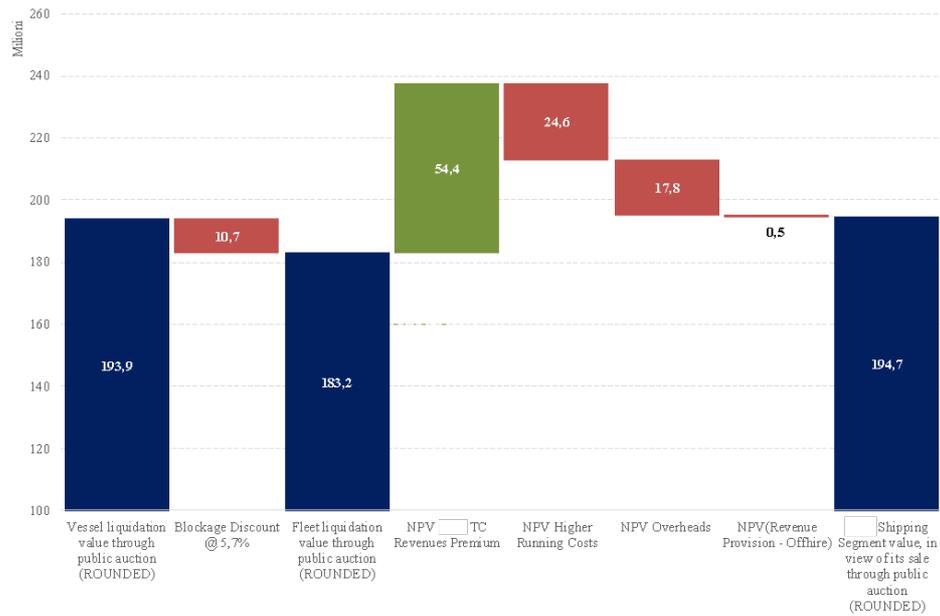
Tabella 6.1.7.1: Sintesi del valore del ramo d'azienda secondo il criterio reddituale SOTP

	USD	EUR	%
Vessels Liquidation value in the current conditions (ROUNDED)	249'500'000	201'700'000	
Discount for public auction	-55'600'000	-44'900'000	
Vessel liquidation value through public auction (ROUNDED)	193'900'000	156'800'000	-22,3%
Blockage Discount @ 5,7%	-10'700'000	-8'600'000	
Fleet liquidation value through public auction (ROUNDED)	183'200'000	148'100'000	-26,6%
NPV <input type="checkbox"/> FC Revenues Premium	54'400'000	44'000'000	
NPV Higher Running Costs	-24'600'000	-19'900'000	
NPV Overheads	-17'800'000	-14'400'000	
NPV(Revenue Provision - Offhire)	-500'000	-400'000	
<input type="checkbox"/> Shipping Segment value, in view of its sale through public auction (ROUNDED)	194'700'000	157'400'000	-22,0%

Come si può notare il ramo d'azienda ha un valore superiore rispetto al valore delle singole navi.

Sulla base di tale stima il valore del ramo operativo risulta pari 157,4 milioni di euro (corrispondenti a 194,7 milioni di USD al 16.04.2018).

Grafico 6.1.7.2.: Determinazione del valore del ramo d'azienda (USD mln)



6.2 Il valore del ramo d'azienda shipping tramite criterio diretto

La stima del valore del ramo d'azienda shipping di in liquidazione tramite criterio diretto muove da una prospettiva a vita definita (fino al termine della vita utile delle motonavi) con liquidazione degli attivi al termine del periodo di previsione esplicita. In particolare, il criterio del discounted cash flow, opportunamente adattato al caso in parola, segue la seguente formulazione:

*Enterprise Value*_{Shipping;RBD}

$$= \sum_{t=1}^n \frac{UCF_t}{(1+coc)^t} + \frac{V_{Scrap}}{(1+coc)^n} - NPV(Revenue Provision)$$

dove:

- UCF_t = *Unlevered Free Cash Flow* (o flusso di cassa) nel periodo di previsione esplicita (2018-2036);
- V_{Scrap} = *Scrap Value* delle motonavi della flotta;
- n = periodo di previsione esplicita;
- coc = costo del capitale del ramo shipping;
- $NPV(Revenue Provision)$ = valore attuale delle passività potenziali, così come determinato nel precedente paragrafo 6.1.6.

L'*unlevered cash flow* rappresenta una configurazione di flussi finanziari così determinata:

+ EBITDA
- Imposte
- CAPEX
- ΔCCN

= *Unlevered Cash Flow*

Ai fini della stima è opportuno segnalare quanto segue:

1. le variazioni di capitale circolante netto sono state assunte pari a zero in quanto il capitale circolante netto, in caso di attività *time charter*, è negativo ed il CCN *core* del ramo shipping di risulta essere negativo al 31.12.2017. In particolare, ipotizzando un utilizzo tramite contratti *time charter* della flotta, accade che:
 - a. i crediti sono composti al massimo da 15 giorni di nolo nei soli casi in cui non è chiesto il pagamento anticipato dei noleggi. Tale evenienza tipicamente si verifica in presenza di clienti la cui rilevanza fa sì che il maggior prezzo del nolo rispetto alla media accolga remunerazione del costo opportunità del denaro per il periodo (15gg) considerato;
 - b. i debiti verso fornitori hanno un tempo medio di pagamento di 30 giorni;
 - c. la restante componente è legata all'obbligazione di trasporto per concludere l'attività iniziata ma non ancora ultimata (in caso di pagamento anticipato);da cui emerge una posizione di circolante negativa. Sotto il profilo valutativo è improprio considerare variazioni di circolante sulla base di un capitale circolante netto negativo: per questo motivo tali variazioni sono state assunte pari a zero;
2. i *capex* sono stati posti pari agli accantonamenti attesi per manutenzioni cicliche (Tabella 6.2.1): la stima dei costi relativi alle *intermediate survey* (IS) in *dry dock* (DD) e alle *special survey* (SS) in *dry dock* si è fondata sulle seguenti ipotesi:

- a. il costo del primo *special survey* in *dry dock* è stato ipotizzato pari al maggiore tra il costo ipotizzato dalla società (che tiene conto delle effettive condizioni delle motonavi) ed il costo del generico partecipante al mercato assunto pari alla stima Drewry, cui è stato sommato il costo relativo all'installazione dei sistemi di BWT stimati dalla società (e già riportati in precedenza);
- b. il costo dei successivi interventi di *intermediate* e *special survey* in *dry dock* è stato stimato facendo riferimento ai dati Drewry, che forniscono una stima dei costi di *dry dock* anche per motonavi di anzianità superiore a 10 anni sino a 20 anni. Nei casi in cui non fosse disponibile la stima Drewry è stato utilizzato il dato disponibile per le motonavi con maggiore anzianità; nel caso in cui l'ultimo *dry dock* speciale ricadesse all'interno dei due anni antecedenti la data attesa di demolizione della nave, il suo costo è stato abbattuto del 50% per tener conto del minor incentivo da parte dell'armatore ad effettuare tutti gli interventi di ripristino; una simile tendenza al contenimento degli interventi su navi più anziane è stata oggetto di conferma anche nei colloqui con operatori di mercato;

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

Tabella 6.2.1: Flussi di cassa connessi ai dry dock attesi per il ramo shipping di [] espressi in valuta finanziaria al 31.12 di ciascun anno

Dry Dock	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
1 Giuseppe Mauro Rizzo	0	0	2515'387	0	593'513	0	0	1'054'249	0	675'774	0	0	1'111'643	0	712'599	0	0	6095'24	0
2 Maria Cristina Rizzo	0	0	2429'077	0	0	621'046	0	1'018'248	0	707'279	0	0	1'073'682	0	0	745'657	0	5887'10	0
3 Manolina De Carlini	0	2462'593	0	581'184	0	0	1'032'526	0	661'736	0	0	1'088'552	0	697'762	0	0	1'193'726	0	0
4 RBD Italia	0	0	2388'869	0	0	611'078	0	1'001'393	0	0	695'809	0	1'055'910	0	0	733'689	0	578'965	0
5 Roberto Rizzo	0	2643'227	0	0	634'136	0	1'050'568	0	0	729'841	0	1'152'073	0	0	800'398	0	631'692	0	0
6 Ugo De Carlini	0	0	2818'777	0	623'852	0	0	1'120'095	0	718'005	0	0	1'228'316	0	787'417	0	0	673'497	0
7 Orsola Bottiglieri	0	0	0	2'878'571	0	637'194	0	0	1'144'050	0	733'398	0	0	1'254'586	0	804'257	0	0	688'053
8 Adele Manina Rizzo	0	0	2496'265	0	820'698	0	0	1'519'350	0	940'872	0	0	1'591'096	0	985'351	0	0	872'412	0
9 RBD Anema e Core	0	0	2451'184	0	806'015	0	0	1'491'912	0	924'038	0	0	1'562'362	0	967'721	0	0	856'657	0
10 Totunno Bottiglieri	0	0	2427'916	0	0	865'231	0	1'477'750	0	0	992'145	0	1'547'531	0	0	1'038'818	0	848'526	0
11 Giovanni Battista De Carlini	0	0	2463'741	0	810'143	0	0	1'499'555	0	928'772	0	0	1'570'365	0	972'679	0	0	861'046	0
12 RBD Gino Ferretti	0	0	0	2'466'783	0	0	879'575	0	1'501'406	0	0	1'008'371	0	1'572'304	0	0	1'055'987	0	862'152
13 Mana Bottiglieri	0	0	0	0	2'590'467	0	851'712	0	1'576'686	0	0	976'428	0	1'651'223	0	1'022'536	0	0	0
TOTAL	0	5'105'820	19'991'215	5'926'538	6'878'823	27'34'548	3'814'382	10'182'553	3'307'192	64'93'989	3'128'631	42'254'23	10'740'906	3'524'652	6'877'388	33'224'22	3'903'941	5'889'338	1'550'205

Tabella 6.2.2: Costo dei dry dock attesi per il ramo shipping di

DRY DOCK VALUE IN T=DD Date

Ship Name	Next SS	Next IS in DD	2° SS	2° IS in DD	3° SS	3° IS in DD	4° SS
Giuseppe Mauro Rizzo	2'336'021	573'795	979'289	653'323	1'032'603	688'925	566'185 °°
Maria Cristina Rizzo	2'360'335	579'825	989'432	660'190	1'043'298	696'166	572'050 °°
Mariolina De Carlini	2'295'086	563'740	962'081	641'875	1'014'508	676'819	1'112'528 °°
RBD Italia	2'372'047	582'614	994'342	663'399	1'048'475	699'514	574'888 °°
Roberto Rizzo	2'601'533	599'414	1'033'997	689'878	1'133'900	756'572	621'728 °°
Ugo De Carlini	2'614'310	602'327	1'039'075	693'232	1'139'469	760'249	624'781 °°
Orsola Bottiglieri	2'660'938	613'039	1'057'554	705'596	1'159'734	773'770	635'893 °°
Adele Marina Rizzo	2'340'897	801'534	1'424'786	918'901	1'492'066	962'342	818'113 °°
RBD Anema e Core	2'353'583	805'837	1'432'507	923'834	1'500'152	967'508	822'547 °°
Totonno Bottiglieri	2'360'249	808'160	1'436'565	926'498	1'504'401	970'297	824'877 °°
Giovanni Battista De Carlini	2'350'019	804'616	1'430'338	922'436	1'497'880	966'043	821'301 °°
RBD Gino Ferretti	2'405'989	823'738	1'464'404	944'357	1'533'555	988'951	840'905 °°
Maria Bottiglieri	2'428'699	831'640	1'478'227	953'416	1'548'109	998'437	848'842 °°

°° If the DD is expected within 2 years before the scrap date, its cost has been reduced by 50%

DRY DOCK VALUE IN T=DD YEAR END DATE @ COC (for discounting company)

Ship Name	Next SS	Next IS in DD	2° SS	2° IS in DD	3° SS	3° IS in DD	4° SS
Giuseppe Mauro Rizzo	2'515'387	593'513	1'054'249	675'774	1'111'643	712'599	609'524
Maria Cristina Rizzo	2'429'077	621'046	1'018'248	707'279	1'073'682	745'657	588'710
Mariolina De Carlini	2'462'593	581'184	1'032'526	661'736	1'088'552	697'762	1'193'726
RBD Italia	2'388'869	611'078	1'001'393	695'809	1'055'910	733'689	578'965
Roberto Rizzo	2'643'227	634'136	1'050'568	729'841	1'152'073	800'398	631'692
Ugo De Carlini	2'818'777	623'852	1'120'095	718'005	1'228'316	787'417	673'497
Orsola Bottiglieri	2'878'571	637'194	1'144'050	733'398	1'254'586	804'257	688'053
Adele Marina Rizzo	2'496'265	820'698	1'519'350	940'872	1'591'096	985'351	872'412
RBD Anema e Core	2'451'184	806'015	1'491'912	924'038	1'562'362	967'721	856'657
Totonno Bottiglieri	2'427'916	865'231	1'477'750	992'145	1'547'531	1'038'818	848'526
Giovanni Battista De Carlini	2'463'741	810'143	1'499'555	928'772	1'570'365	972'679	861'046
RBD Gino Ferretti	2'466'783	879'575	1'501'406	1'008'371	1'572'304	1'055'987	862'152
Maria Bottiglieri	2'590'467	851'712	1'576'686	976'428	1'651'223	1'022'536	905'381

- c. il costo degli interventi di *dry dock* stimato ai precedenti punti a. e b. è stato montato dell'inflazione sino alla data in cui è atteso ciascun intervento di DD;
 - d. poiché la valutazione dell'azienda ipotizza flussi al 31.12 di ciascun anno mentre i *dry dock* sono effettuati con scadenze infra-annuali il costo di ciascun *dry dock* è stato capitalizzato fino al 31.12 dell'anno in cui lo specifico *dry dock* è realizzato al fine di allinearne il valore finanziario ai restanti flussi d'azienda e renderlo omogeneo ai fini di *discounting*; La tabella 6.2.2 riporta questi ultimi passaggi;
3. la fiscalità diretta è stata determinata dal management in misura corrispondente alla *tonnage tax* (ex art. 156 del TUIR). Anche tale onere è stato “aggiornato” sulla base del saggio d'inflazione atteso di lungo termine.

Sulla base dei medesimi flussi ricostruiti nel paragrafo precedente (criterio SOTP) e delle ulteriori ipotesi e flussi sopra descritti, il valore del ramo, pari a 166,5 milioni di euro (ovvero 205,9 milioni di USD al 16.04.2018), è stato calcolato tramite l'applicazione dell'algoritmo valutativo del DCF: i risultati della stima sono stati aggiornati per tenere in considerazione il valore attuale del rischio potenziale legato al fermo di una nave, per trenta giorni, come ipotizzato nella valorizzazione differenziale del ramo d'azienda. La tabella 6.2.3 illustra i risultati della stima.

Tabella 6.2.3: Stima del valore del ramo d'azienda shipping di [] tramite criterio diretto (DCF)

Figures in USD		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	TV
TC revenues Mkt Part		39267198	60841472	75400777	63964260	61928396	60928396	59647067	57373535	58173725	57418005	58016082	58014737	57373535	58173725	57418005	58016082	58014737	55748486	28974114	
[] Revenue Premium		3'043'654	5'683'770	6'300'690	4'596'942	4'927'748	5'593'933	6'265'930	6'577'004	6'641'719	6'385'025	6'612'983	6'639'304	6'577'004	6'641'719	6'385'025	6'612'983	6'639'304	6'283'597	2'982'553	
Running Costs Mkt Part		-22'022'400	-31'808'743	-32'542'410	-33'375'900	-34'001'602	-34'634'712	-35'279'610	-35'936'516	-36'603'654	-37'287'252	-37'981'540	-38'688'757	-39'409'141	-40'142'939	-40'890'401	-41'651'780	-42'427'336	-42'447'749	-23'180'131	
Running Costs underperformance		-1'653'361	-2'387'636	-2'489'638	-2'501'336	-2'531'152	-2'598'654	-2'647'041	-2'698'329	-2'746'535	-2'797'675	-2'849'708	-2'902'831	-2'956'882	-3'011'939	-3'068'021	-3'125'148	-3'183'338	-3'096'390	-1'500'842	
Net Overheads		-960'112	-1'282'159	-1'413'651	-1'439'973	-1'466'786	-1'494'097	-1'521'917	-1'550'255	-1'260'946	-1'608'524	-1'543'982	-1'668'984	-1'700'060	-1'731'715	-1'763'960	-1'796'805	-1'830'261	-1'864'341	-1'899'055	
Cash EBITDA		17'662'980	31'046'704	45'445'068	31'243'972	28'047'600	27'795'365	25'964'428	23'767'438	24'199'309	22'389'668	22'253'775	21'393'490	19'984'456	19'930'850	18'280'738	18'055'333	17'213'126	14'618'613	5'376'639	
- Tonnage Tax		-215'816	-219'835	-223'928	-228'098	-232'345	-236'671	-241'078	-245'567	-250'139	-254'797	-259'541	-264'374	-269'297	-274'311	-279'418	-284'621	-289'921	-295'319	-300'818	
- Capex (DD)		0	-5'105'820	-19'991'215	-5'926'538	-6'878'823	-7'734'548	-8'614'382	-10'182'553	-3'307'192	-6'493'989	-3'128'631	-4'225'423	-10'740'906	-3'524'652	-6'877'388	-3'322'422	-3'903'941	-5'889'338	-1'500'205	
UCF		17'447'163	25'721'049	25'229'925	23'089'337	21'736'432	24'824'146	21'808'968	13'339'318	20'641'977	15'560'882	18'865'403	16'903'693	8'874'253	16'131'887	11'123'931	14'448'290	13'019'264	8'483'956	3'525'616	
Discount Factor		0,94	0,87	0,80	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,42	0,39	0,36	0,33	0,31	0,28	0,26	0,24	0,22	
NPV (UCF)		16'477'277	22'401'110	20'275'429	18'601'072	14'867'288	15'664'354	12'693'228	7'162'511	10'223'337	7'111'403	7'952'259	6'573'492	3'183'765	5'339'359	3'395'948	4'069'345	3'382'817	2'021'707	779'508	
Discount Factor in TV																					0,22
Vessels Scrap Value																					109'250'230
NPV (Vessel Scrap Value)		241'530'050																			
NPV (Revenue Provision - Offhire)		-466'477																			
Enterprise Value		205'874'683																			
		USD	EUR																		
Shipping Segment value, in view of its sale through public auction (ROUNDED)		205'900'000	166'500'000																		

6.3 Le verifiche di ragionevolezza dei risultati

La verifica di ragionevolezza dei risultati fa riferimento al più diffuso criterio alternativo di valutazione di aziende di shipping, ovvero il criterio dei moltiplicatori di valore. Tenuto conto che il ramo d'azienda oggetto di cessione è privo di debito finanziario il multiplo più appropriato è rappresentato dall'Enterprise Value/Gross Asset Value (c.d. EV/GAV), dove il Gross Asset Value coincide tipicamente con il valore di mercato delle sole motonavi.

Nell'impossibilità di disporre di valutazioni delle motonavi di società quotate comparabili da parte dei *brokers*, si è fatto riferimento alle analisi degli *equity analysts* che fanno riferimento al multiplo EV/GAV e che quindi dispongono (alla data del *report*) delle valutazioni delle motonavi (tipicamente estratte dai *brokers*).

Il censimento dei reports degli *equity analysts* ha restituito tre istituti che censiscono l'EV/GAV: si tratta di Artic Securities¹⁰³, Pareto Securities¹⁰⁴ e DNB Markets¹⁰⁵. I *reports*, che sono stati emessi nell'arco di 21 giorni, coprono sia società operanti nel comparto *dry bulk* sia società operanti nel comparto *tanker*, per un totale di 17 società operanti in uno dei due comparti. La tabella 6.3.1 riporta il valore medio del multiplo EV/GAV dei tre analisti per ciascuna società. L'EV/GAV medio e mediano del campione (che include sia società specializzate nel *tanker* sia società specializzate nel comparto *dry bulk*) è pari a 0,96 x. L'EV/GAV Massimo è pari a 1,14 x, mentre l'EV/GAV minimo è pari a 0,82 x (di Genco shipping, società che in passato è stata ammessa alla procedura

¹⁰³ Report del 23 Gennaio 2018

¹⁰⁴ Report del 6 Febbraio 2018

¹⁰⁵ Report del 13 Febbraio 20

Chapter 11 statunitense, da cui si è ripresa a seguito di una importante riduzione del debito e una radicale ristrutturazione).

Tabella 6.3.1: EV/GAV Medio di consenso per società operanti nel comparto dry bulk e tanker

Company	Segment	Avg. Reported EV/GAV
Frontline	Tanker	1,03 x
Ardmore Shipping	Tanker	0,94 x
Hefnia Tankers	Tanker	0,97 x
Scorpio Tankers	Tanker	0,97 x
DHT Holdings	Tanker	0,89 x
Euronav	Tanker	0,97 x
International Seaways	Tanker	0,83 x
Goodbulk	Dry Bulk	0,96 x
D/S Norden	Dry Bulk	0,97 x
Diana Shipping	Dry Bulk	0,88 x
Golden Ocean	Dry Bulk	1,10 x
Scorpio bulkers	Dry Bulk	0,96 x
Songa bulk	Dry Bulk	0,96 x
Star Bulk Carriers	Dry Bulk	0,97 x
Genco	Dry Bulk	0,82 x
Safe bulker	Dry Bulk	1,14 x
Eagle Bulk	Dry Bulk	0,90 x
Average		0,96 x
Median		0,96 x

La tabella 6.3.2 riporta il confronto tra il multiplo EV/GAV implicito nella valutazione del ramo d'azienda *shipping* di n liquidazione (compresa tra USD 194,7 mln del criterio SOTP e USD 205,9 mln del criterio diretto) e nel valore attribuito dai *brokers*¹⁰⁶ alle motonavi (USD 280 mln), compreso tra 0,70x e 0,74x, ed i multipli di mercato di società comparabili, in media e mediana pari a 0,96x.

¹⁰⁶ Il multiplo EV/GAV è costruito sulla base del valore attribuito dai brokers alle navi e non sulla base del valore di liquidazione ordinata. Quest'ultimo infatti considera i costi per riportare le motonavi in buone condizioni (principalmente catturati, nelle stime degli analisti, tramite gli accantonamenti manutenzione ciclica che figurano al passivo della società) nonché i costi di cessione delle stesse (*brokerage fee*), esclusi nei conteggi degli analisti.

Lo sconto implicito attribuito dalla presente valutazione è quindi compreso tra il 23% ed il 27% del valore dell'azienda in condizioni ordinate, e si giustifica in relazione al fatto che il ramo d'azienda è ceduto nell'ambito di una procedura concorsuale tramite asta pubblica.

La medesima tabella evidenzia altresì come il valore del ramo d'azienda *shipping* di in liquidazione risulti superiore rispetto al valore di liquidazione forzata delle motonavi.

Tabella 6.3.2: Stima del valore del ramo d'azienda *shipping* di in liquidazione vs valore di liquidazione forzata delle navi vs multipli di società comparabili

	Liquidazione forzata	Stima dei brokers
Valore navi	193'900'000	280'000'000
	Min	Max
Valore ramo d'azienda	194'700'000	205'900'000
<i>Premio vs liquidazione forzata delle navi</i>	<i>0,41%</i>	<i>6,19%</i>
	EV/GAV	Δ vs peers
Valore ramo d'azienda Max	0,74 x	-23,09%
Valore ramo d'azienda Min	0,70 x	-27,27%
Media/Mediana comparabili	0,96 x	

VII. CONCLUSIONI

Il sottoscritto Prof. Mauro Bini – ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale L. Bocconi di Milano – è stato incaricato dalla Curatela fallimentare di S.p.A. in Liquidazione di stimare il valore di smobilizzo in liquidazione forzata del ramo di azienda *shipping* della Società stessa.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico lo scrivente si è attenuto ai PIV – Principi Italiani di Valutazione 2015 ed agli IVS – *International Valuation Standards* 2017 e dichiara di aderire al “Codice dei Principi Etici” 2011 dell'IVSC.

La Curatela fallimentare ha ottenuto dal Tribunale di Torre Annunziata l'autorizzazione alla prosecuzione (provvisoria) dell'esercizio dell'impresa fallita ai sensi dell'art. 104 L.F. e dunque oggetto di valutazione è il ramo di azienda in funzionamento composto da n. 7 motonavi *dry bulk* e da 6 motonavi *tanker* (in totale n. 13 motonavi con un'anzianità media di 7,8 anni) e da una struttura operativa composta da n. 35 dipendenti.

La configurazione di valore stimata è il valore di smobilizzo in liquidazione forzata (PIV.I.6.7. e PIV III.1.10), ovvero ad un valore di cessione quando la liquidazione deve avvenire in un tempo ragionevolmente breve ed il venditore si trova in condizioni di massima debolezza contrattuale in quanto costretto a vendere. Il valore di smobilizzo in liquidazione forzata è normalmente inferiore al valore di mercato della stessa attività.

La data di riferimento della valutazione è il 16 aprile 2018.

Sono stati adottati due criteri di valutazione:

- a) il criterio per somma di parti SOTP
- b) il criterio DCF

Il Criterio per Somma di Parti (SOTP) si snoda in tre *steps*:

- a) il valore di mercato delle navi nelle condizioni correnti (ottenuto per differenza fra il valore di mercato delle navi in buone condizioni e pronte a navigare ricavato dalla media delle stime di tre primari *broker* internazionali ed i costi curabili di pertinenza della flotta);
- b) il valore di smobilizzo delle navi in liquidazione forzata, ottenuto detraendo dal valore di mercato delle navi nelle condizioni correnti uno sconto stimato sulla base di analisi fondamentale, ma verificato alla luce degli sconti impliciti nei prezzi delle vendite in asta rispetto ai prezzi riferiti a transazioni ordinarie;
- c) i benefici netti attesi dal ramo aziendale da sommare algebricamente al valore di smobilizzo delle navi in liquidazione forzata, ottenuti per somma algebrica di tre componenti: (i) lo sconto legato alla cessione in blocco dell'intera flotta; (ii) i benefici attesi dalla capacità di di stipulare contratti a premio rispetto agli indici di mercato di riferimento al netto dei maggiori costi; (iii) le passività potenziali legate ad eventuali possibili fermi nave.

Il Criterio DCF stima il valore delle navi per somma di due addendi:

- a) il valore attuale dei flussi di cassa operativi lungo la vita utile residua delle navi (2018/2036), che tiene conto anche di possibili fermi nave;
- b) il valore attuale del ricavato dallo *scrap* della flotta al termine della sua vita utile residua.

I flussi di cassa sono stati ricavati sulla base di previsioni dei noli differenziate per i due settori (*dry bulk* e *tanker*) e:

- a) stimate dallo scrivente per il triennio 2018-2020;

- b) di consenso per il biennio 2021/2022;
- c) linearmente convergenti al nolo medio storico di lungo periodo al 2026;
- d) costanti per i successivi 10 anni di vita utile residua delle navi.

Sulla base dei due criteri sono stati identificati un valore minimo ed un valore massimo del ramo *shipping* di rispettivamente pari a:

- Valore minimo, ottenuto con il criterio SOTP, pari a USD 194,7 mln [EUR 157,4 mln];
- Valore massimo, ottenuto con il criterio DCF, pari a USD 205,9 mln [EUR 166,5 mln].

La Curatela ha richiesto allo scrivente di fornire anche un criterio di ripartizione del valore complessivo del ramo *shipping* fra i due settori di attività (*dry bulk* e *tanker*) nell'eventualità che la Curatela stessa decidesse di effettuare due aste separate per i rami relativi ai due settori.

Considerato che:

- il prezzo base d'asta è normalmente fissato in corrispondenza del valore minimo del *range* dei valori di smobilizzo in liquidazione forzata (nel nostro caso valore minimo ottenuto con il criterio SOTP pari a USD 194,7 mln);
- il valore minimo di smobilizzo in liquidazione forzata è solo marginalmente superiore al valore di liquidazione forzata delle navi (pari a USD 193,9 mln);

il criterio più oggettivo di ripartizione del valore complessivo del ramo *shipping* fra i due settori di attività è rappresentato dal valore relativo (di smobilizzo in liquidazione forzata) delle navi di ciascun settore (*dry bulk* e *tanker*) sul valore totale della flotta, che nel nostro caso è pari a (tabella 7.1):

- 56,01% ramo relativo al settore *dry bulk*;
- 43,99% ramo relativo al settore *tanker*.

Tabella 7.1: Determinazione dell'incidenza del valore di ciascuna nave sul valore dell'intera flotta

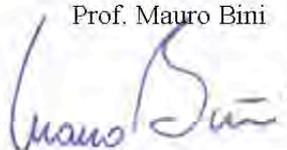
n. M/N	Valore di liquidazione forzata delle navi [USD ROUNDED]	% del valore della flotta
<i>Comparto Dry Bulk</i>		
1 Giuseppe Mauro Rizzo	12'100'000	6,24%
2 Maria Cristina Rizzo	12'200'000	6,29%
3 Mariolina De Carlini	12'000'000	6,19%
4 RBD Italia	12'200'000	6,29%
5 Roberto Rizzo	18'000'000	9,28%
6 Ugo De Carlini	19'500'000	10,06%
7 Orsola Bottiglieri	22'600'000	11,66%
Sub-totale Dry Bulk	108'600'000	56,01%
<i>Comparto Tanker</i>		
8 Adele Marina Rizzo	13'900'000	7,17%
9 RBD Anema e Core	13'900'000	7,17%
10 Totomo Bottiglieri	13'900'000	7,17%
11 Giovanni Battista De Carlini	13'900'000	7,17%
12 RBD Gino Ferretti	14'700'000	7,58%
13 Maria Bottiglieri	15'000'000	7,74%
Sub-totale Tanker	85'300'000	43,99%
Totale	193'900'000	100,00%

Applicando tali percentuali al valore di smobilizzo minimo del ramo *shipping* di si otterrebbero i seguenti controvalori (prezzi base d'asta):

- ramo relativo al settore *dry bulk* USD 109,0 mln [*EUR 88,1 mln*];
- ramo relativo al settore *tanker*: USD 85,7 mln [*EUR 69,3 mln*].

Milano, 14 Maggio 2018

Prof. Mauro Bini



Prof. Mauro Bini Ordinario
di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

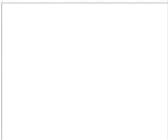
ALLEGATI

[] S.P.A. In Liquidazione

Stima del valore del ramo d'azienda shipping in prospettiva di cessione tramite asta pubblica

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value	
m.t.*TOTONNO BOTTIGLIERI* abt 108,871 dwt - Product Carrier Built: 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 243.0m Loa 42.0m Beam 12 epoxy coated tanks - abt 123,030 cbm cap. MAN B&W 7860MC6.2	US\$25,000,000	Twenty Five Million United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarksons Valuations Limited
 Registered office address: Commercial Quay, 1st Floor, Brook Lane, London E11 1BB, UK (England, No. 0206014
 F +44 (0) 20 7314 9300 / info@clarksonsv.com
 Clarksons Valuations Limited is a limited liability company registered in England, No. 0206014
 VAT No. GB 912000000



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

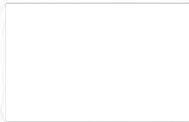
No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Mauro Bini
 Director *[Signature]*
 Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value	
m.v.'UGO DE CARLINI' abt 175,860 dwt - Bulk Carrier Built: 2010 Jinhai Heavy Industries, China P.R. 291.8m Loa 45.0m Beam 9 holds /9 hatches MAN B&W 6S70MC6.2	US\$25,000,000	Twenty Five Million United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarksons Valuations Limited
Registered Office: London, Commodore Quay | 21 Rotherhithe Quay | London E14 1R | UK | England, Middlesex
Tel: +44 (0) 20 7333 4000 | www.clarksonsv.com

Clarksons Valuations Limited (incorporated in the United Kingdom)
140 Rotherhithe Quay, London E14 1R, UK



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

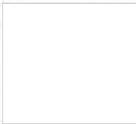
For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Director

Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value	
m.t.'ADELE MARINA RIZZO'	US\$25,000,000	Twenty Five Million United States Dollars
<small>abt 108,835 dwt - Product Carrier Built: 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 12 epoxy coated tanks - abt 123,030 cbm cap. 243.0m Lxw 42.0m Beam MAN B&W 7S60MC6.2</small>		

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

AM

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Commercial Court | 5th Stamford Street, London | E14 4AB | UK | England No. 3084634
 T: +44 (0) 20 7524 1999 | www.clarksonvaluations.com

Clarkson Valuations Limited (UK) Limited | Registered Office: 5th Stamford Street | London | E14 4AB | UK
 VAT Number: GB 219 920 26



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Director

Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cv/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.v.'GIUSEPPE MAURO RIZZO' abt 87,334 dwt - Bulk Carrier Built 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 229.0m Lxw 18.8m Beam 7 holds / 7 hatches MAN B&W 6S60MC-C8.2 Gearless	US\$17,500,000 Seventeen Million, Five Hundred Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Company code: 04504466 (UK) | London EC1A 1BB | UK | England | United Kingdom
 T: +44 (0) 20 7354 0300 | www.clarksonvaluations.com
 Company registration number: 00450466 | Limited by shares | Incorporated in England
 VAT Number: GB 342500926



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

[Signature]
 Director

[Signature]
 Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cv/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.t.'MARIA BOTTIGLIERI' abt 107,505 dwt - Crude Oil Carrier Built 2012, Tsunishi Zosen, Japan 241.8m Loa 42.5m Beam abt 121,056 cbm cargo cap. MAN B&W 6S60MC-7.2	US\$29,000,000 Twenty Nine Million United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarkson Valuations Limited
Registered office address: Governors Close / 88 Haverhill Road / London E11 1BB / United Kingdom
Tel: +44 (0) 20 7424 0001 / info@clarksonval.com
Company details: www.clarksonval.com / Company No: 02011000 / VAT No: GB 242044330



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Director

Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.v. 'MARIA CRISTINA RIZZO' abt 87,334 dwt - Bulk Carrier Built 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 229.0m Loa 36.8m Beam 7 holds / 7 hatches MAN B&W 6860MC-C8.2 Gearless	US\$17,500,000 Seventeen Million, Five Hundred Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Commodore Quay, 51 Kingsway, London EC2A 4JH | UK | E: info@clarksonval.com
 T: +44 (0) 20 7338 0000 | www.clarksonval.com

Clarkson Valuations Limited is a member of the International Valuers' Association (IVA) and is a member of the International Valuers' Association (IVA) and is a member of the International Valuers' Association (IVA).



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

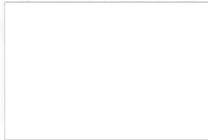
No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Mauro Bini *[Signature]*
 Director Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.v. 'MARIOLINA DE CARLINI' abt 87,234 dwt - Bulk Carrier Built 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 229.0m Loa 36.8m Beam 7 holds / 7 hatches MAN B&W 6S60MC-C8.2 Gearless	US\$17,500,000 Seventeen Million, Five Hundred Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

As

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Commodore Quay | 31 Northside Quay | London | E14 4NR | UK | Tel: +44 (0) 20 7333 1886 | www.clarksonval.com
 (0) 20 7333 1886 | www.clarksonval.com
 (0) 20 7333 1886 | www.clarksonval.com



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

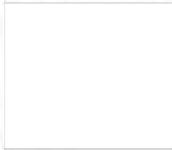
For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Mauro Bini
 Director Authorised Signatory

1 August 2018

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value	
m.v.'ORSOLA BOTTIGLIERI' abt 178.132 dwt - Bulk Carrier Built 2011 Shanghai Waigaoqiao, China P.R. 292.0m Loa 45.0m Beam 9 holds 19 hatches MAN B&W 6S70MC6.2	US\$28,250,000	Twenty Eight Million, Two Hundred and Fifty Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Cornhill Quay / 5th Floor, Dublin 1, Ireland | E: W 181 | UK | Englewood - Boston
 T: +31 (0) 20 704 0391 | www.clarksonvl.com

Clark Valuations Limited (UK) - Certified by the Institute of Chartered Accountants in England and Wales
 171, Lombard Street, London, EC3N 3DF



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

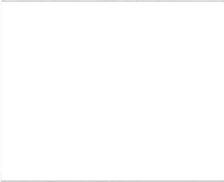
No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Mauro Bini
 Director *[Signature]*
 Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value	
m.t.'RBD ANEMA E CORE'	US\$25,000,000	Twenty Five Million United States Dollars
<small> abt 108,958 dwt - Product Carrier Built: 2010 Hudong Zhonghua, China P.R. 243.0m Loa 42.0m Beam 12 epoxy coated tanks - abt 123,010 cbm cap. MAN B&W 7S60MC6.2 </small>		

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Yours faithfully,

Clarkson Valuations Limited
 Registered office address: Commercial Quay | 5th Floor | 100 Broad Street | London | E14 4DU | England, UK | 020 7333 1234
 Tel: +44 (0) 20 7333 1234 | www.clarksonval.com
 (0446) 848666 registered under 001510 - Certified in the United Kingdom by 0275
 14700000 - 28 410 5000 15



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

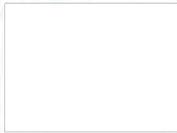
Director

Authorised Signatory

1 August 2018

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.t.'RBD GINO FERRETTI' sbt 107,346 dwt - Crude Oil Carrier Built: 2011 Tsunetsuki Zosen, Japan 243.8m Loa 42.0m Beam sbt 121,063 cbm cargo cap. MAN B&W 6S60MC-C7.2	US\$26,750,000 Twenty Six Million, Seven Hundred and Fifty Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarksons Valuations Limited
 Registered office address: Commodore Court | 5th Marshfield Square, London | E11 1BF | UK | England, Incorporated
 T: +44 (0) 20 7314 0000 | www.clarkson.com
 Company Number: Registered in England 09001076 | Limited Liability Company Number: 09001076
 VAT Number: GB 310 908 01



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

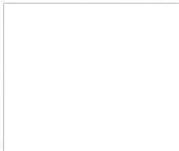
No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

 Director Authorised Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano



16th April 2018

Ref: cvl/22041-18

Dear Sirs,

In accordance with your request and subject to our Terms and Conditions, which you have accepted, we have made an assessment of the vessel by collating brokers' price ideas and using these, coupled with brokers' market knowledge, as our reference points. We seek then to validate these ideas and that knowledge, where possible and appropriate, from details held on our database, from information shown in the relevant works of reference in our possession and from particulars given to us for the preparation of this valuation.

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the below vessel, nor have we inspected the vessel's Classification Records but we have assumed, for the purposes of this valuation, that the vessel is in good and seaworthy condition.

After consideration, we are of the opinion that the approximate market value of the below mentioned vessel, as at 16th April 2018, on the basis of prompt charterfree delivery, as between a willing Seller and a willing Buyer for cash payment under normal commercial terms, is:

Vessel Name	Value
m.v.'RBD ITALIA' abt 97,334 dwt - Bulk Carrier Built: 2019 Hudong Zhonghua, China P.R. 229.0m LOA 36.0m Beam 7 holds / 7 hatches MAN B&W 3S60MC-C7.2 Gearless	US\$17,500,000 Seventeen Million, Five Hundred Thousand United States Dollars

The figure set out above relates solely to a subjective opinion of the approximate market value, applying the methodology described above, as at the above date and should not be taken to apply to any other date.

Clarksons Valuations Limited
Registered Office: 200000, Commodore Quay, 104 Maritime Tower, (L2606) | E: 319 | 181 | 181 | P: 66004444
T: +65 63 33 1000 | www.clarksonsv.com

Clarksons Valuations Limited is a member of the Clarksons Group of Companies
© Clarksons Valuations Limited 2018



All statements made are statements of opinion and are not representations of fact. Any person contemplating entering a transaction of any nature whatsoever or otherwise having regard to this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel and its records, or otherwise, as to the correctness of the statements which this valuation contains.

No assurance or representation is given that the valuation given will be sustained or that it would be realisable in any actual transaction.

This statement has been provided solely for the private use of the person to whom it is addressed. By accepting the provision of our services under this Valuation Certificate, you have accepted our Terms and Conditions, a further copy of which is available upon request. The valuation is not for circulation or publication without our prior written consent and no responsibility may be accepted for any other person.

No person other than the named addressee of this valuation shall have any rights whatsoever against Clarkson Valuations Limited as arising out of or relating to this valuation under the Contract (Rights of Third Parties) Act 1999 or otherwise.

For and on behalf of
CLARKSON VALUATIONS LIMITED

Director Authorized Signatory

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

ALLEGATO 2: Valutazioni delle M/N di Braemar

BRAEMAR ACM
VALUATIONS

CERTIFICATE OF VALUATION

Date: 16th April 2018

To:

Dear Sirs,

With reference to your request for valuations of the below vessels, please find hereunder our assessment of the vessels' values as at 16th April 2018 charterfree. We have examined the current entries in the appropriate Reference Books of the below list of vessels:

- MT "GIOVANNI BATTISTA DE CARLINI" – about 108,983 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 20,000,000.00 (United States Dollars Twenty Million)
- MT "RBD ANEMA E CORE" – about 108,958 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 20,000,000.00 (United States Dollars Twenty Million)
- MT "TOTONNO BOTTIGLIERI" – about 108,871 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 20,000,000.00 (United States Dollars Twenty Million)
- MT "ADELE MARINA RIZZO" – about 108,835 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 20,000,000.00 (United States Dollars Twenty Million)
- MT "RBD GINO FERRETTI" – about 107,546 tdw, built Tsuneishi Corp., Japan 2011
U.S.\$ 26,000,000.00 (United States Dollars Twenty Six Million)
- MT "MARIA BOTTIGLIERI" – about 107,505 tdw, built Tsuneishi Corp., Japan 2012
U.S.\$ 27,000,000.00 (United States Dollars Twenty Seven Million)
- MV "ORSOLA BOTTIGLIERI" – about 178,076 tdw, built SWS Co Ltd, China 2011
U.S.\$ 25,000,000.00 (United States Dollars Twenty Five Million)
- MV "UGO DE CARLINI" – about 176,188 tdw, built Jinhai HI Co Ltd, China 2010
U.S.\$ 23,500,000.00 (United States Dollars Twenty Three Million Five Hundred Thousand)
- MV "ROBERTO RIZZO" – about 176,188 tdw, built Jinhai HI Co Ltd, China 2009
U.S.\$ 22,000,000.00 (United States Dollars Twenty Two Million)
- MV "MARIA CRISTINA RIZZO" – about 87,334 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 16,000,000.00 (United States Dollars Sixteen Million)
- MV "RBD ITALIA" – about 87,334 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 16,000,000.00 (United States Dollars Sixteen Million)
- MV "MARIOLINA DE CARLINI" – about 87,334 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group, China 2010
U.S.\$ 16,000,000.00 (United States Dollars Sixteen Million)

BRAEMAR ACM VALUATIONS LIMITED

Registered in England and Wales
Company No. 02020000

- MV "GIUSEPPE MAURO RIZZO" – about 87,334 tdw, built Hudong-Zhonghua SB Group,
China 2010
U.S.S 16,000,000.00 (United States Dollars Sixteen Million)

We should make it clear that we have not made a physical inspection of the vessels, nor have we inspected the vessels' classification records, but we have assumed for the purposes of the valuations, that the vessels are in good and seaworthy condition.

After careful consideration, we are of the opinion that the charterfree market values of the above vessels as at 16th April 2018 between willing Buyers and willing Sellers basis deliveries in an acceptable area, free of encumbrances, maritime liens and any other debts whatsoever. The figures mentioned above relate solely to our opinion of the market values of the above vessels as at 16th April 2018 and should not be taken to apply at any other date. The vessels have been valued individually. If all, or a substantial number, of the vessels were placed on the market at the same time, no assurance can be given that the amount realised would be equal to the total of the individual valuations. In addition no assurance can be given that the valuations will be sustained or are realisable in an actual transaction.

We believe that the above valuations and particulars are reasonably accurate, but all statements made above are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. The valuations are for general information and have not been produced for any specific purpose. No assurance is given as to the suitability of the valuations for use in relation any specific project or transaction. Any party contemplating entering a transaction should satisfy themselves by inspection of the vessels or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuations contain.

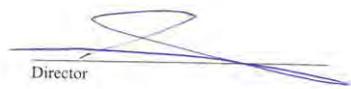
The valuations are provided solely for the private use of the addressee and cannot be published, circulated or provided to any third party without the express written agreement of Braemar ACM Valuations Limited. No responsibility can be accepted for any use by any third party and you will indemnify Braemar ACM Valuations Limited and all associated companies for any loss or damage including all legal expenses arising out of any allegation of reliance on this valuation by such a third party.

Additionally the valuations are not to be used in a public document or a fund-raising document without our prior written consent.

It must be appreciated that ship values can be very volatile, unstable and irregular. Information on comparable transactions and market demand can also be very limited. These circumstances should be considered by anyone contemplating entering a transaction.

For and on behalf of
BRAEMAR ACM VALUATIONS LIMITED


Director


Director

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

Pagina 275 di 303

Via A. Canova 31, 20145 Milano - Tel: +39.02.3453.8388

ALLEGATO 3: Valutazioni delle M/N di Affinity

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T TONONNO BOTTIGLIERI

TYPE AFRAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHUA, 2010
DWT 108,871 ON DRAFT 15.35 M
ENGINE MAN B&W 7S60MC
CLASS RI
IMO NO. 9439400

Estimated value
USD 23.00 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. anp.ldn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7109285

Registered in England No: 7109285 at the above address

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazza

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V UGO DI CARLINI

TYPE	CAPE SIZE
BUILT	JINHAI HEAVY INDUSTRY (CHR), 2010
DWT	175,800 ON DRAFT 18,25 M
ENGINE	MAN-B&W 6S70MC
CLASS	RI
IMO NO.	9511466

Estimated value
USD 21,40 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Fian, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T: +44 203 142 0100
F: +44 203 142 0101

E: snpldn@affinityship.com
W: affinityship.com

Reg No: 7109285

Registered in England No 7109285 at the above address

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V ROBERTO RIZZO

TYPE CAPE SIZE
BUILT JINHAI HEAVY INDUSTRY (CHR), 2009
DWT 176,189 ON DRAFT 18.25 M
ENGINE MAN-B&W 6S70MC
CLASS RI
IMO NO. 9511454

Estimated value

USD 19.50 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. anp.fdn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No. 7109295

Registered in England No. 7109295 at the above address.

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V RBD ITALIA

TYPE POST PANAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHU (CHR), 2010
DWT 87,363 ON DRAFT 14.218 M
ENGINE MAN-B&W 6S60MC-C
CLASS RI
IMO NO. 9448619

Estimated value
USD 14.50 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. snp.lhn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7109295

Registered in England No: 7109295 at the above address.

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T RBD GINO FERRETTI

TYPE AFRAMAX
BUILT TSUNEISHI TADOTSU, 2011
DWT 107,546 ON DRAFT 14,55 M
ENGINE MAN B&W 6S60MC-C
CLASS RI
IMO NO. 9473054

Estimated value
USD 25.00 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

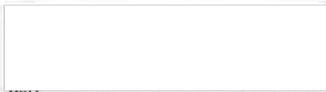
T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. snp.idn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7109285

Registered in England No: 11049982 at the above address

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T RBD ANEMA E CORE

TYPE AFRAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHUA, 2010
DWT 108,958 ON DRAFT 15.36 M
ENGINE MAN B&W 7S60MC
CLASS RI
IMO NO. 9439395

Estimated value
USD 23.00 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. amp.lide@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7108295

Registered in England No: 7109295 of the above address

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V ORSOLA BOTTIGLIERI

TYPE CAPE SIZE
BUILT SHANGHAI WAIGAOQIAO (CHR), 2011
DWT 178,076 ON DRAFT 18.30 M
ENGINE MAN-B&W 6S70MC
CLASS RI
IMO NO. 9501617

Estimated value
USD 27.25 MILL.
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. snp.ldn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7109295

Registered in England No: 7109295 at the above address

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Afari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V MARIOLINA DE CARLINI

TYPE	POST PANAMAX
BUILT	HUDONG-ZHONGHU (CHR), 2010
DWT	87,334 ON DRAFT 14.218 M
ENGINE	MAN-B&W 6S60MC-C
CLASS	RI
IMO NO.	9448607

Estimated value

USD 14.50 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 3EE

T: +44 203 142 0100
F: +44 203 142 0101

E: snp.ldn@affinityship.com
W: affinityship.com

Reg No: 7109225

Registered in England No: 7109225 on the above address.

AFFINITY

Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T MARIA CRISTINA RIZZO

TYPE	POST-PANAMAX
BUILT	HUDONG, 2010
DWT	87,334 ON DRAFT 14.20 M
ENGINE	MAN B&W 6S60MC-C
CLASS	RJ
IMO NO.	9448592

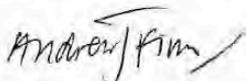
Estimated value
USD 14.50 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited



Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. snp.fdn@affinityship.com
W. www.affinityship.com

Reg No: 7109295

Registered in England No. 7109295 at the above address

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T MARIA BOTTIGLIERI

TYPE AFRAMAX
BUILT TSUNEISHI TADOTSU, 2012
DWT 107,505 ON DRAFT 14.55 M
ENGINE MAN B&W 6S60MC-C
CLASS RI
IMO NO. 9473066

Estimated value

USD 27.00 MILL.
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. enquiries@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7109285

Registered in England No: 7109285 at the above address.

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/V GIUSEPPE MAURO RIZZO

TYPE POST PANAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHU (CHR), 2010
DWT 87,334 ON DRAFT 14.218 M
ENGINE MAN-B&W 6S60MC-C
CLASS RI
IMO NO. 9448580

Estimated value
USD 14.50 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. snp.fdn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No. 7109295

Registered in England No. 7109295 at the above address.

AFFINITY



CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T GIOVANNI BATTISTA DE CARLINI

TYPE AFRAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHUA, 2010
DWT 108,983 ON DRAFT 15.34 M
ENGINE MAN B&W 7S60MC
CLASS RI
IMO NO. 9439383

Estimated value
USD 23.00 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 3EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. enquiries@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 7103285

Registered in England No. 7109255 at the above address.

AFFINITY



Attention: Mr. Giovanni Alari, Mr. Vincenzo Ruggiero, Mr. Luciano Caiazzo.

CERTIFICATE OF VALUATION

Upon your request, we, the undersigned, hereby certify that we value:

M/T ADELE MARINA RIZZO

TYPE AFRAMAX
BUILT HUDONG-ZHONGHUA, 2010
DWT 108,835 ON DRAFT 15.36 M
ENGINE MAN B&W 7S60MC
CLASS RI
IMO NO. 9434890

Estimated value
USD 23.00 MILL
as per 15th April 2018

The above valuation assumes the vessel to be in sound condition, free of average damage, free of charter commitments and there being a willing seller and willing buyer. It is furthermore based upon our opinion of the conditions prevailing in the Sale and Purchase market at the time mentioned and should not be taken to apply to any other date. No assurance can be given that the value will be sustained or that it is realisable in an actual transaction particularly for a vessel of this type where there is limited transactional liquidity.

We have not physically inspected the vessel nor have we inspected her classification records. The valuation and particulars are given in good faith but are statements of opinion and are not to be taken as representations of fact. Any person contemplating entering a transaction or otherwise relying upon this valuation should satisfy himself by inspection of the vessel or otherwise as to the correctness of the statements and assumptions which the valuation contains.

This valuation is provided solely for the private use of the person to whom it is addressed, it is not for circulation or publication without obtaining our written permission and no responsibility can be accepted to any other person.

London, 16th April 2018
for Affinity Valuations Limited

Andrew Finn, Director



VALUATIONS

Affinity Valuations Ltd, 44th Floor, The Leadenhall Building,
122 Leadenhall Street, London, EC3A 8EE

T. +44 203 142 0100
F. +44 203 142 0101

E. mp.ldn@affinityship.com
W. affinityship.com

Reg No: 3106295

Registered in England No: 7109205 (in italics) address

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

ALLEGATO 4: Stima dei costi di trasporto

Prezzo IFO (USD/ton)	390	A
Prezzo MDO (USD/ton)	570	B

Giorni di Viaggio	20	I
Giorni di Attesa	30	L

		C		D	E = A x C + B x D	M		N = M + I x E + H x L
n.	M / N	Running ^A Bunker Consumption IFO Ton/day	Running ^A Bunker Consumption MDO Ton/day	Running Bunker Costs/day (USD)	Running costs per il viaggio di trasferimento (USD/day)	Running costs per il viaggio di trasferimento (USD) ^B	Costi di ballast relativi al viaggio verso il demolitore (USD)	
1	Giuseppe Mauro Rizzo	P-Pana BULK	30,8	0,2	12'137	6'530	326'500	630'925
2	Maria Cristina Rizzo	P-Pana BULK	30,8	0,2	12'137	6'530	326'500	630'925
3	Mariolina De Carlini	P-Pana BULK	30,8	0,2	12'137	6'530	326'500	630'925
4	RBD Italia	P-Pana BULK	30,8	0,2	12'137	6'530	326'500	630'925
5	Roberto Rizzo	Cape BULK	31,9	0,2	12'566	6'930	346'500	717'420
6	Ugo De Carlini	Cape BULK	31,9	0,2	12'566	6'930	346'500	717'420
7	Orsola Bottiglieri	Cape BULK	30,8	0,2	12'137	6'930	346'500	708'840
8	Adele Marina Rizzo	Afra LR2 TANK	47,3	0,2	18'572	8'440	422'000	900'170
9	RBD Anema e Core	Afra LR2 TANK	47,3	0,2	18'572	8'440	422'000	900'170
10	Totonno Bottiglieri	Afra LR2 TANK	47,3	0,2	18'572	8'440	422'000	900'170
11	Giovanni Battista De Carlini	Afra LR2 TANK	47,3	0,2	18'572	8'440	422'000	900'170
12	RBD Gino Ferretti	Afra TANK	37,4	0,2	14'711	8'440	422'000	797'210
13	Maria Bottiglieri	Afra TANK	37,4	0,2	14'711	8'440	422'000	797'210

Prof. Mauro Bini
 Ordinario di Finanza Aziendale
 nell'Università L. Bocconi - Milano

		<i>F</i>	<i>G</i>	<i>H = A x F + B x G</i>
n.	M / N	Port Bunker Consumption IFO	Port Bunker Consumption MDO	Port Bunker Costs/day (USD)
1	Giuseppe Mauro Rizzo	5,0	0,2	2'056
2	Maria Cristina Rizzo	5,0	0,2	2'056
3	Mariolina De Carlini	5,0	0,2	2'056
4	RBD Italia	5,0	0,2	2'056
5	Roberto Rizzo	9,9	0,2	3'986
6	Ugo De Carlini	9,9	0,2	3'986
7	Orsola Bottiglieri	9,9	0,2	3'986
8	Adele Marina Rizzo	8,8	0,2	3'557
9	RBD Anema e Core	8,8	0,2	3'557
10	Totonno Bottiglieri	8,8	0,2	3'557
11	Giovanni Battista De Carlini	8,8	0,2	3'557
12	RBD Gino Ferretti	6,6	0,2	2'699
13	Maria Bottiglieri	6,6	0,2	2'699

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

ALLEGATO 5: Identificazione dei costi di *dry dock* secondo la nuova metodologia Drewry

I report Drewry antecedenti il 2016 riportavano indicazione degli oneri medi di bacino per ciascuna categoria di motonave, fornendo indicazione dei costi di *dry dock* per *intermediate* e *special survey*.

Il report 2017 e 2018 non contiene tale informazione ma include una quantificazione unitaria dei costi di *intermediate* e *special dry dock*, in misura “*running cost equivalent*” (ovvero in forma di onere USD/Day legato all'accantonamento a fondo manutenzione ciclica). Inoltre fornisce un dato particolarmente utile (ed assente in precedenti versioni del *report*): la dinamica del costo di *dry dock* in relazione all'anzianità della motonave.

Al fine di sfruttare tutte le informazioni disponibili, lo scrivente ha contattato gli autori del *report*, da cui ha ottenuto un dettaglio coerente con l'informativa presentata in precedenti edizioni della pubblicazione: la spaccatura degli oneri di *dry dock* in *intermediate* e *special survey*.

Sulla base di tali informazioni lo scrivente ha provveduto a riconciliare le stime di costo di *dry dock* espresse in forma di onere giornaliero (*intermediate* + *special*) rispetto alla somma del costo di ciascun singolo intervento. Tale riconciliazione è stata possibile sulla base del costo di *dry dock* di navi aventi anzianità di 10 anni (considerata, nella costruzione del *report*, una nave di media anzianità)¹⁰⁷.

Le tabelle A.5.1, A.5.2 e A.5.3 riportano i conteggi effettuati.

¹⁰⁷ Si ipotizza infatti che navi con anzianità superiore a 20 anni non richiedano interventi di *special survey dry dock*, in quanto in condizioni normali di mercato tali motonavi sono destinate allo *scrap*.

Tabella A.5.1: Costi di dry dock per motonavi Capesize

Capesize (170-180k dwt)

Operating Cost by vessel age (Tab. 4.17)		Newbuild	5-yr old	10-yr old	15-yr old	20-yr old
Repair & Maintenance	USD/Day	220	240	250	260	n/a
Dry Docking	USD/Day	0	740	780	820	n/a
Total Dry Dock Cycle	USD	0	1'350'500	1'424'475	1'496'500	
Indicative Operating Costs Intermediate+Special Survey (Tab. 4.18)		USD/Year		285'780		
Total Dry Dock Cycle	USD		1'354'695	1'428'900	1'501'149	
Intermediate and Special Survey Cost (Tab. 4.25)			5-yr old	10-yr old	15-yr old	20-yr old
Intermediate Survey	USD		527'228	556'660	584'226	
Special Survey	USD		827'467	873'660	916'923	
Total Dry Dock Cycle	USD		1'354'695	1'430'320	1'501'149	

Tabella A.5.2: Costi di dry dock per motonavi Post-panamax

Post-Panamax (100-110k dwt)

Operating Cost by vessel age (Tab. 4.14)		Newbuild	5-yr old	10-yr old	15-yr old	20-yr old
Repair & Maintenance	USD/Day	210	230	240	250	240
Dry Docking	USD/Day	0	710	750	780	750
Total Dry Dock Cycle	USD	0	1'295'750	1'369'688	1'423'500	1'368'750
Indicative Operating Costs Intermediate+Special Survey (Tab. 4.15)		USD/Year		272'173		
Total Dry Dock Cycle	USD		1'287'402	1'360'863	1'414'329	1'359'932
Intermediate and Special Survey Cost (Tab. 4.25)			5-yr old	10-yr old	15-yr old	20-yr old
Intermediate Survey	USD		501'028	530'130	550'425	529'255
Special Survey	USD		786'374	832'050	863'904	830'677
Total Dry Dock Cycle	USD		1'287'402	1'362'180	1'414'329	1'359'932

Tabella A.5.3: Costi di dry dock per motonavi Aframax

Aframax (105-120k dwt)

Operating Cost by vessel age (Tab. 5.11)		Newbuild	5-yr old	10-yr old	15-yr old	20-yr old
Repair & Maintenance	USD/Day	210	220	230	250	230
Dry Docking	USD/Day	0	1'010	1'060	1'110	1'060
Total Dry Dock Cycle	USD	0	1'843'250	1'935'825	2'025'750	1'934'500
Indicative Operating Costs Intermediate+Special Survey (Tab. 5.12)		USD/Year		387'320		
Total Dry Dock Cycle	USD	1'843'988	1'936'600	2'026'561	1'935'274	
Intermediate and Special Survey Cost (Tab. 5.19)		5-yr old		10-yr old	15-yr old	20-yr old
Intermediate Survey	USD	702'795		738'820	772'379	737'587
Special Survey	USD	1'141'193		1'199'690	1'254'182	1'197'688
Total Dry Dock Cycle	USD	1'843'988	1'938'510	2'026'561	1'935'274	

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

ALLEGATO 6: Elenco delle fonti pubbliche utilizzate ai fini delle analisi proposte

I *database* utilizzati sono i seguenti:

1. Clarksons *Shipping* Intelligence Network (SIN);
2. CW Kellock;
3. Factset database;
4. Thomson Reuters Eikon e Datastream;
5. Consensus Economic Forecasts;
6. World Economic Outlook Database (April 2018 Forecasts);
7. UNCTAD.

I documenti pubblici, gli articoli e le principali pubblicazioni utilizzate sono le seguenti:

1. Drewry, ““*Ship Operating Costs Annual Review and Forecasts: Annual Report 2017/2018*””;
2. Drewry, ““*Ship Operating Costs Annual Review and Forecasts: Annual Report 2016/2017*””;
3. Drewry, ““*Ship Operating Costs Annual Review and Forecasts: Annual Report 2015/2016*””;
4. Drewry, ““*Ship Operating Costs Annual Review and Forecasts: Annual Report 2014/2015*””;
5. Drewry, ““*Ship Operating Costs Annual Review and Forecasts: Annual Report 2012/2013*””;
6. IMO, “International Convention for the Control and Management of Ships' Ballast Water and Sediments (BWM)”

[http://www.imo.org/en/About/Conventions/ListOfConventions/Pages/International-Convention-for-the-Control-and-Management-of-Ships'-Ballast-Water-and-Sediments-\(BWM\).aspx](http://www.imo.org/en/About/Conventions/ListOfConventions/Pages/International-Convention-for-the-Control-and-Management-of-Ships'-Ballast-Water-and-Sediments-(BWM).aspx)

7. World Maritime News, “IMO’s BWM Convention to Enter Into Force in September 2017”, 8 September 2016;
8. UBS, “*Survey: How will shipowners react to New Regs?*”, 12 January 2017
9. UNCTAD secretariat, “Review of Maritime Transport 2012 – Chapter 3”, United Nations, New York and Geneva, 2012;
10. Reports dei seguenti *equity analysts*: Artic Securities, AXIA Capital Markets, Deutsche Bank, DNB Market, Evercore ISI, HSBC, Jefferies, JP Morgan, Maxim Group, Morgan Stanley, Nordea Markets, Optima Shipping, Pareto Securities, SEB Equity Research, UBS.

ALLEGATO 7: Descrizione delle attività svolte dalle diverse funzioni

N.B.: Estratto da una presentazione interna del Febbraio 2017

1 <i>Commercial Management/ Chartering Department/ Claim Department</i>	<ul style="list-style-type: none">■ La divisione di <i>Commercial Management</i> svolge le attività legate al monitoraggio e analisi del mercato di riferimento e all'impiego delle navi attraverso contratti di noleggio a tempo/periodo e/o di noleggio a base viaggio. Più in dettaglio di seguito si riportano le principali attività:<ul style="list-style-type: none">□ monitoraggio quotidiano dell'andamento dei principali indicatori di riferimento o della domanda/offerta del mercato□ gestione quotidiana dei rapporti con gli intermediari/brokers□ pianificazione degli impieghi delle unità navali e individuazione delle potenziali controparti□ negoziazione e definizione dei termini e condizioni degli impieghi, sia in caso di noleggio a tempo/periodo sia in caso di noleggio a base viaggio□ analisi delle performance degli impieghi contrattualizzati□ svolgimento di azioni preventive nonché correttive per mitigare il rischio di eventuali dispute contrattuali□ supporto al recupero di crediti in sofferenza di concerto con il <i>Claim Department</i> e con l'<i>Operation Department</i>
2 <i>Operation Department</i>	<ul style="list-style-type: none">■ L'<i>Operation Department</i> svolge il ruolo di gestione e coordinamento di tutte le attività operative della flotta attraverso il supporto quotidiano durante le fasi di navigazione e di rifornimento, il controllo dei consumi e della velocità delle navi, la predisposizione degli itinerari di viaggio, la verifica e la rendicontazione delle spese sostenute da ciascuna unità navale. Più in dettaglio di seguito si riportano le principali attività:<ul style="list-style-type: none">□ supporto ai comandanti delle navi durante tutte le fasi di navigazione o di rifornimento di carburante (di concerto con il <i>Chartering Department</i>) o altre attività operative□ controllo e monitoraggio della velocità o dei consumi delle unità navali (di concerto con il <i>Technical Department</i>)□ nomina degli agenti nei porti di carico o scarico nonché attività di verifica degli esborsi o delle spese portuali sostenute dalle unità navali□ gestione delle eventuali dispute di natura operativa con i noleggiatori□ predisposizione degli itinerari di viaggio dettagliati□ rendicontazione dei costi e ricavi da trasferire alla contabilità□ predisposizione periodica di un piano degli incassi e dei pagamenti da comunicare alla area finanziaria□ monitoraggio quotidiano degli incassi correnti e, ove necessario, attività di sollecito dalle singole controparti per ottenere il pagamento dovuto
3 <i>Technical Department/ Purchasing Department/ Port Captain</i>	<ul style="list-style-type: none">■ Il <i>Technical Department</i> è responsabile delle attività di manutenzione ordinaria e straordinaria della flotta, nonché dello svolgimento di verifiche ed ispezioni volte a garantire l'efficienza e la sicurezza delle unità navali. Più in dettaglio di seguito si riportano le principali attività:<ul style="list-style-type: none">□ pianificazione o supervisione delle manutenzioni necessarie delle unità navali della flotta□ selezione dei fornitori sia per i servizi di manutenzione che per gli approvvigionamenti di lubrificanti, risparti, ricambi, materiali di manutenzione/ausiliari o consumabili di bordo□ analisi dei reports e della documentazione tecnica inviata periodicamente dalle unità navali□ gestione rapporti con gli enti di classifica delle navi□ svolgimento di ispezioni di bordo volte a garantire l'efficienza dal punto di vista tecnico e la sicurezza delle unità navali□ assistenza alle ispezioni di bordo effettuato da terze parti (autorità, enti riclassifica, altri <i>auditors</i>)□ programmazione, supervisione e assistenza delle visite intermedie/speciali previste per il mantenimento in classe delle unità navali□ organizzazione, pianificazione o supervisione dei bacini■ All'interno del <i>Technical Department</i>, la figura professionale del <i>Port Captain</i> ha il compito di supervisionare periodicamente, di concerto con gli ispettori, le unità navali e allo stesso tempo di formare/aggiornare sia i comandanti che il personale di bordo
4 <i>DPA/ Safety Department/ CSO</i>	<ul style="list-style-type: none">■ All'interno del Gruppo il <i>Safety Department</i> svolge le seguenti attività<ul style="list-style-type: none">□ verifica ed aggiornamento della documentazione inviata dalle navi relativamente all'<i>SMS (Safety Management System)</i>□ attività di preparazione o assistenza del personale di bordo durante le ispezioni per i rinnovi dei certificati di classe navale o durante le ispezioni□ attività di fornitura alle unità navali delle carte nautiche o pubblicazioni□ pianificazione e svolgimento delle visite con le Capitanerie di Porto□ attività di arruolamento del personale di sicurezza a bordo in caso di navigazione in zone ritenute rischiose■ All'interno del <i>Safety Department</i>, la figura professionale <i>Chief Security Officer (CSO)</i> ha il compito specifico di<ul style="list-style-type: none">□ attuare le politiche aziendali in tema di sicurezza e di coordinare/monitorare tutte le manovre di sicurezza a bordo, sia in mare che in porto□ rapportarsi con il comandante in caso di incidenti/avarie□ provvede a garantire la corretta manutenzione di tutti i dispositivi di sicurezza presenti a bordo□ coordina le attività di alcol e <i>drugs tests</i> sul personale di bordo■ Inoltre il Gruppo è dotato, come previsto dalla prevista dalla <i>ISM (International Safety Management)</i>, della persona designata a terra (DPA), con la responsabilità di garantire l'esercizio sicuro di ogni unità navale e fornire un collegamento tra l'azienda e il bordo

5

Crew
Department

- Il *Crew Department* svolge tutte le attività relative alla gestione personale di bordo
 - reclutamento dell'equipaggio, stipula dei contratti di lavoro, formazione e aggiornamento dell'equipaggio relativamente alle normative vigenti e alle politiche aziendali
 - predisporre le paghe del personale navigante (e relative imposte da versare)
 - gestione dei rapporti con l'equipaggio
 - gestione dei rapporti con le organizzazioni sindacali
 - gestione della fase iniziale dei possibili contenziosi di natura giuslavorista
 - approvvigionamento le unità navali del vitto per l'equipaggio

6

Amministrazione,
finanza
e controllo/
Ufficio del
Personale

- Il dipartimento di amministrazione, finanza e controllo "AFC" è responsabile di tutte le attività di rendicontazione finanziaria, *budgeting* e altri tradizionalmente legati alla Finanza e Controllo (contabilità, bilanci, fatturazione, pagamenti, etc.)
 - le attività svolte includono chiusure contabili annuali e infra-annuali, *budget* di periodo, analisi degli scostamenti rispetto al *budget* e pianificazione finanziaria sia di breve che di medio periodo
 - l'ufficio di AFC è inoltre responsabile gli adempimenti informativi inerenti il processo di ristrutturazione e gestione dei rapporti con consulenti legali, finanziari o industriali
 - l'ufficio del personale è demandato il compito di fornire tutti i supporti necessari al consulente del lavoro (esterno) per la predisposizione delle paghe mensili del personale di sede (ad es. schede presenza, richieste ferie e permessi, note spese da rimborsare, etc..)

7

Servizi di
Sede/IT/
Segreteria/
Affari
Generali

- Servizi di staff a supporto sia del CdA che delle altre funzioni aziendali
- Il dipartimento IT è affidata la gestione e la manutenzione delle piattaforme informatiche sia di sede che di bordo

ALLEGATO 8: Supposto nella determinazione del canone di locazione di un immobile da adibire a sede della società.

Fonte: Istanza dei curatori relativamente al contratto di leasing immobiliare (sede operativa) e determinazione dell'indennità da parte del giudice delegato nell'ambito del fallimento di Deiuemar Shipping in liquidazione (n° 52/2012)

Dott. Giovanni Alari
P.zza Caduti CNM di Guerra n. 1-84122 Salerno
Tel. 0892753631 Fax 0892571202
salari@tin.it

Avv. Maurizio Orlando
Via Polignona n. 13-20122 Milano
Tel. 0254107954 Fax 025510317
m.orlando@orlando-formari.it

TRIBUNALE DI TORRE ANNUNZIATA

Sezione Fallimentare

FALLIMENTO DEIUEMAR SHIPPING S.P.A. IN LIQUIDAZIONE - N. 52/2012

Giudice Delegato: dott. Massimo Palessandolo

Curatori: dott. Giovanni Alari e avv. Maurizio Orlando

ISTANZA N. 15 PER LE DETERMINAZIONI AI SENSI DELL'ART. 72 LEGGE
FALLIMENTARE IN ORDINE AL CONTRATTO DI LEASING IMMOBILIARE
RELATIVO ALL'IMMOBILE DI TORRE DEL GRECO, VIA MARCONI N. 26

Ill.mo Sig. Giudice Delegato,

i sottoscritti dott. Giovanni Alari e avv. Maurizio Orlando, componenti del Collegio dei Curatori del Fallimento in epigrafe, espongono quanto segue.

Deiuemar Shipping S.p.A. *in bonis* conduceva, in forza di contratto di locazione finanziaria ("leasing immobiliare") n. 6032161 del 29.12.2009 stipulato con UBI LEASING S.p.A., il compendio immobiliare sito in Torre del Greco, via Marconi n. 26, sede legale ed amministrativa della società.

Il predetto immobile è ancora nel possesso del Fallimento, sia perché vi sono allocati i beni mobili oggetto di inventariazione sia e soprattutto perché nello stabile vi sono gli uffici operativi della società, chiaramente indispensabili alla continuazione provvisoria dell'impresa, dalla S.V. autorizzata, con provvedimento del 14 dicembre 2012, sino al 31 maggio 2013.

Con istanza ex art. 72, 2 comma, L.F. depositata in data 11 dicembre 2012 UBI Leasing ha chiesto alla S.V. di "... assegnare alla Curatela Fallimentare un termine non superiore a 60 giorni entro il quale il Collegio dei Curatori possa dichiarare la propria volontà di subentrare nel rapporto contrattuale di leasing ..." (doc. 1) e la S.V., con provvedimento in data 21 dicembre 2012 (doc. 1) - comunicato agli

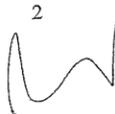
DEPOSITATO IL
12 FEB 2013
IL CANCELLIERE

esponenti curatori il 17 gennaio 2013 - ha concesso "... alla C.F. il termine di gg 60, decorrenti dalla comunicazione, per le Sue determinazioni."

Per quanto l'immobile *de quo* sia certamente funzionale all'uso cui è attualmente destinato - sede, come detto, degli uffici operativi della società fallita - non è tuttavia assolutamente conveniente subentrare nel contratto di locazione finanziaria in essere e, ciò, in quanto i canoni residui da versare e la rata finale relativa al riscatto dell'immobile (ammontanti a complessivi € 4.930.743,37) sono addirittura superiori al valore commerciale dell'immobile medesimo, stimato dall'ing. Enrico Piramide alla data del 9 luglio 2012 (nell'ambito della domanda di concordato preventivo a suo tempo depositata dalla società oggi fallita) pari ad € 3.804.500,00.

Fermo quanto sopra - e cioè la necessità di sciogliersi dal contratto di locazione finanziaria in questione - non sarà tuttavia possibile rilasciare in tempi brevi l'immobile libero da persone e cose e, ciò, a salvaguardia non tanto dei beni mobili ivi inventariati, ma per le difficoltà logistiche di spostare gli uffici operativi presso altra sede senza arrecare danno alla continuazione provvisoria dell'impresa; continuazione provvisoria finalizzata, come a conoscenza della S.V., alla salvaguardia degli importanti *assets* facenti parte dell'attivo fallimentare (le n. 14 motonavi di proprietà, il cui esercizio costituisce l'unica maniera per mantenerne inalterato il valore), nell'interesse delle maestranze attualmente occupate e di tutti i creditori, i cui crediti potranno essere soddisfatti al meglio sono a seguito di una efficiente liquidazione della flotta e/o dell'intera azienda.

Da qui, ad avviso degli esponenti curatori, l'opportunità che la S.V., in considerazione delle ragioni sopra esposte e degli interessi anche di natura pubblicistica esistenti nella vicenda *de qua*, determini sin d'ora l'indennità di occupazione che il Fallimento dovrà corrispondere ad UBI Leasing sino alla riconsegna dell'immobile, consegna che si presume possa essere effettuata non prima del 31 dicembre 2013.

2


Per quanto sopra esposto i sottoscritti dott. Giovanni Alari ed avv. Maurizio Orlando,
nell'anzidetta qualità, dato atto che non è stato ancora possibile costituire il Comitato
dei Creditori

CHIEDONO

che la S.V.HI.ma voglia, per le ragioni ed i motivi di cui in narrativa:

- a) autorizzare gli esponenti curatori a sciogliersi dal contratto di locazione finanziaria di cui
in narrativa;
- b) determinare l'indennità di occupazione che il Fallimento dovrà corrispondere ad
UBI Leasing sino alla riconsegna dell'immobile.

Si produce:

- 1) istanza ex art. 72 L.F. e pedissequo provvedimento del Giudice Delegato.

Con osservanza.

Torre Annunziata, 7 febbraio 2013

Il Curatore
(dott. Giovanni Alari)

Il Curatore
(avv. Maurizio Orlando)

V^o Si autorizza
il punto a);
punto b) punto
b), di indennità
in € 5.000,00 con
indennità -
La C.C. comincia
punto sopra -
T-A, 14/2/2013
1160

TRIBUNALE DI TORRE ANNUNZIATA
Depositato in Cancelleria
oggi 12/2/2013
IL CANCELLIERE
Concetta Ascione

TRIBUNALE DI TORRE ANNUNZIATA
E' Copia conforme all'originale
TORRE ANNUNZIATA 12/2/2013
IL CANCELLIERE
Concetta Ascione