

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

**STIMA DEL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA  
DELLA PARTECIPAZIONE IN OMISSIS**

31 Maggio 2018

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

---

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

---

## INDICE

<b>I. L'INCARICO .....</b>	<b>5</b>
1.1 L'INCARICO.....	5
1.2 CODICE ETICO E PROFILO PROFESSIONALE .....	6
1.3 SCOPO DELLA VALUTAZIONE E CONFIGURAZIONE DI VALORE.....	8
1.4. IL RICORSO AD ESPERTI INDIPENDENTI PER LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEGLI IMMOBILI.....	15
1.5. LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE.....	16
1.6. RISCHI IMPLICITI NELLA VALUTAZIONE .....	17
<b>II. L' ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO.....</b>	<b>19</b>
2.1 L'ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO .....	19
2.2 LE FONTI INFORMATIVE DI NATURA INTERNA ED ESTERNA UTILIZZATE AI FINI DELLE ANALISI .....	23
<b>III. IL BUSINESS DI ... E GLI <i>ECONOMICS</i> DI MERCATO .....</b>	<b>27</b>
3.1 DESCRIZIONE DEL BUSINESS DI .....	27
3.2 POSIZIONAMENTO COMPETITIVO DEL RAMO ALBERGHIERO E DELLA RISTORAZIONE (HOTEL).....	28
3.3 CANONI E VALORI A CAPRI .....	44
3.4 I RENDIMENTI RICHIESTI DAGLI INVESTITORI NEL BUSINESS ALBERGHIERO .....	48
<b>IV. STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE</b> <b>.....</b>	<b>55</b>
4.1 LA STIMA SULLA BASE DEL <i>MARKET APPROACH</i> DEL COMPLESSO IMMOBILIARE .....	55
4.2 LA VERIFICA DELLA STIMA DI VALORE DEL COMPLESSO IMMOBILIARE TRAMITE <i>MARKET APPROACH</i> FONDATO SU TRANSAZIONI COMPARABILI .....	61
<b>V. IL VALORE DI REALIZZO DELLA PARTECIPAZIONE ... IN IPOTESI DI</b> <b>LIQUIDAZIONE COATTIVA FALLIMENTARE .....</b>	<b>69</b>
5.1 LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DI ... TRAMITE <i>INCOME APPROACH</i> (CRITERIO DCF) .....	69
5.2 LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DI ... TRAMITE CRITERIO PER SOMMA DI PARTI (SOTP) .....	74
5.3 LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DI ... TRAMITE APPLICAZIONE DELLO SCONTO OSSERVATO IN SEDE DI ASTA PUBBLICA.....	79
5.4 LA STIMA DELL' <i>EQUITY VALUE</i> 100% DI .....	81
<b>VI. CONCLUSIONI .....</b>	<b>83</b>
<b>ALLEGATI .....</b>	<b>85</b>
ALLEGATO 1: ANALISI DEGLI <i>ECONOMICS</i> DI .... DAL 1999 AL 2017 .....	87
ALLEGATO 2: INFORMAZIONI RELATIVE ALLE TRANSAZIONI DI STRUTTURE ALBERGHIERE .....	89

---

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

---

## I. L'INCARICO

### 1.1 L'incarico

Il sottoscritto Prof. Mauro Bini – ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale L. Bocconi di Milano - è stato incaricato dalla curatela fallimentare<sup>1</sup> (di seguito anche Curatela) di Omissis (di seguito anche Omissis) di stimare il valore di smobilizzo in liquidazione forzata della partecipazione di controllo pari al 100% del patrimonio netto di Omissis (di seguito anche Omissis) che costituisce dunque l'unità oggetto di valutazione. Poiché Omissis ha al proprio attivo fallimentare crediti a breve e lungo termine nei confronti di Omissis per un importo complessivo di 4'797'700 euro e poiché la curatela intende inserire una clausola nel bando di vendita per cui tale importo dovrà essere liquidato alla Curatela in sede di vendita, la presente valutazione considera tali debiti infragruppo alla stregua di un debito verso soggetti terzi, incluso nella posizione finanziaria netta, e pertanto il valore della partecipazione è espresso al netto di tale debito.

Omissis è una società alberghiera con sede a Capri (NA) che è titolare della proprietà del complesso immobiliare che ospita l'Hotel La Palma (struttura alberghiera composta da 72 camere, ristorante, bar e sale conferenze, gestito direttamente da Omissis) e la Taverna Anema e Core (cui Omissis concede in locazione gli spazi), il locale di intrattenimento musicale più rinomato di tutta l'isola di Capri.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico di valutazione il sottoscritto si è attenuto ai PIV-Principi Italiani di Valutazione ed agli IVS (*International Valuation Standards* 2017).

---

<sup>1</sup> Il Collegio dei Curatori del Fallimento è composto dal dott. Giovanni Alari, dal Dott. Luciano Caiazza e dall'avv. Vincenzo Ruggiero.

In particolare, si segnala che la presente relazione di stima rappresenta, ai sensi dei PIV, una valutazione e non un parere valutativo. Il PIV I.4.3. riporta la definizione di valutazione:

*“Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un’attività (...) fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:*

- a) la formazione e l’apprezzamento della base informativa;*
- b) l’applicazione dell’analisi fondamentale;*
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;*
- d) l’apprezzamento dei principali fattori di rischio;*
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa”.*

## **1.2 Codice Etico e profilo professionale**

Ai fini dello svolgimento dell’incarico il sottoscritto dichiara di aderire al “Codice dei Principi Etici” redatto dall’*International Valuation Standard Council* nel dicembre 2011. In particolare, ai sensi del paragrafo 12 del codice, intitolato “Principi Fondamentali”<sup>2</sup> è riportato:

*“È fondamentale per l’integrità del processo di valutazione che chi ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l’espressione di un valutatore dotato dell’esperienza, delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con*

---

<sup>2</sup> Il Codice dei Principi Etici del Valutatore Professionale emanato dall’IVSC è riportato in lingua italiana in allegato ai Principi Italiani di Valutazione.

*professionalità e con mente scevra da indebite influenze o da pregiudizi. Pertanto, un valutatore professionale dovrebbe aderire ai seguenti principi etici:*

- a) **Integrità:** essere diretto e onesto nei rapporti professionali;*
- b) **Obiettività:** non permettere che un conflitto di interesse, o indebite influenze o un pregiudizio prevalga su un giudizio professionale o tecnico;*
- c) **Competenza:** mantenere la conoscenza tecnica e le competenze necessarie a garantire che un cliente o un datore di lavoro riceva un servizio basato sugli sviluppi più recenti delle pratiche professionali, della legislazione e delle tecniche di valutazione;*
- d) **Riservatezza:** mantenere riservate le informazioni acquisite nell'ambito di un rapporto professionale o di lavoro e non rendere note le stesse a terzi senza la necessaria e specifica autorizzazione (salvo che non vi sia un diritto o un obbligo professionale o di legge a renderle note) e comunque a non usare le informazioni a beneficio personale del valutatore o di terzi;*
- e) **Condotta professionale:** agire con diligenza e produrre lavori in maniera tempestiva e conformemente ai requisiti legali, tecnici e professionali del caso. Operare sempre nell'interesse pubblico e evitare atti che gettino discredito sulla professione”.*

\* \* \* \*

Sotto il profilo delle competenze professionali si segnala che lo scrivente è:

- Presidente del Comitato di Gestione dell'OIV Organismo Italiano di Valutazione  
– lo *standard setter* nazionale nel campo delle valutazioni;

- membro dello *Standard Review Board* dell'IVSC – *International Valuation Standard Council*, lo *standard setter* internazionale nel campo delle valutazioni;
- membro del *Consultative Advisory Board Group* (CAG) dell'IAASB-*International Auditing and Assurance Standards Board*, lo *standard setter* internazionale nel campo della revisione contabile;
- autore di alcuni fra i principali volumi in tema di valutazione di azienda assunti a riferimento nella professione della valutazione in Italia.

### **1.3 Scopo della valutazione e configurazione di valore.**

La finalità della valutazione è quella di fornire un supporto alla Curatela nella identificazione di un equo prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Omissis in Omissis. Tale prezzo è riconducibile al valore di smobilizzo in una liquidazione forzata (PIV I.6.7. e PIV III.1.10). Ai sensi dei PIV si è in presenza di una liquidazione forzata quando la prospettiva di vendita corrisponde alla liquidazione nel più breve tempo ragionevolmente possibile (con il venditore in condizioni di massima debolezza contrattuale).

Nel commento al PIV I.6.7. è chiarito che: *“In una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un’adeguata commercializzazione dell’attività (cioè non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell’attività oggetto di valutazione). Inoltre nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul*

libero mercato”. Nel commento al PIV III.1.10 è inoltre indicato: *“Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un’adeguata commercializzazione. Il prezzo che il venditore accetterà in una liquidazione forzata riflette le peculiari circostanze che lo obbligano a vendere in tempi ristretti che sono diverse da quelle di un venditore motivato implicite nella definizione di valore di mercato. Il prezzo realizzabile in una vendita forzata ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi. Se è richiesta comunque una indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l’esperto dovrà identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione ordinaria e le conseguenze del non poter disporre di un periodo adeguato di commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale”*.

Dunque il valore ricercato della partecipazione Omissis (nella prospettiva della liquidazione forzata) non è il valore di mercato [cioè *“... il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere”*)]

PIV I.6.3] ma un prezzo che deve riflettere la debolezza contrattuale del soggetto (la Curatela) obbligato a vendere. Il valore di smobilizzo in liquidazione forzata, in quanto *“exit price”* contemporaneamente:

- a) deve rispettare una delle due principali caratteristiche della stima del valore di mercato ed in particolare la prospettiva del partecipante al mercato nell'identificazione dei tassi di rendimento normali;
- b) non può che esprimere il valore dell'attività nel suo stato corrente e non invece il *massimo e migliore uso (Highest and Best Use - HBU)* che all'attività potrebbe essere garantito da un partecipante al mercato. Infatti benché la vendita dell'azienda avvenga con asta pubblica, dando massima pubblicità e rilievo alla vendita per portare all'attenzione del maggior numero possibile di potenziali partecipanti al mercato la vendita stessa, la formazione del prezzo è destinata comunque a riflettere la debolezza contrattuale del venditore.

Gli IVS non identificano una specifica configurazione di valore (*basis of value*) per le liquidazioni forzate. Nei principi internazionali di valutazione la liquidazione forzata è considerata semplicemente una prospettiva particolare di valutazione (*premise of value*) che definisce un contesto valutativo particolare. In particolare, gli IVS [IVS *General standards – IVS 104 Basis of value* ] chiariscono che:

- IVS 170.1 “The term “forced sales” is often used in circumstances where a seller is under compulsion to sell and that, as a consequence, a proper marketing period is not possible and buyers may not be able to undertake adequate due diligence. The price that could be obtained in these circumstances will depend upon the nature of the pressure on the seller and the reasons why proper marketing cannot be undertaken. It may also reflect the consequences for the seller of failing to sell within the period available. Unless the nature of and the reason for the constraints on the seller are known, the price obtainable in a forced sale cannot be realistically estimated. The price that a seller will accept in a forced sale will

*reflect its particular circumstances rather than those of the hypothetical willing seller in the market value definition. The price obtainable in a forced sale has only a coincidental relationship to market value or any of the other bases defined in this standard. A “forced sale” is a description of the situation under which the exchange takes place, not a distinct basis of value”;*

- *IVS 170.2 “if an indication of the price obtainable under forced sale circumstances is required, it will be necessary to clearly identify the reasons for the constraint on the seller, including the consequences of failing to sell in the specified period by setting out appropriate assumptions. If these circumstances do not exist at the valuation date, there must be clearly identified as special assumptions”;*
- *IVS 170.3: “A forced sale typically reflects the most probable price that a specified property is likely to bring under all the following conditions:*
  - (a) consummation of a sale within a short time period;*
  - (b) the asset is subjected to market conditions prevailing as of the date of valuation or assumed timescale within which the transaction is to be completed;*
  - (c) both the buyer and the seller are acting prudently and knowledgeably;*
  - (d) the seller is under compulsion to sell;*
  - (e) the buyer is typically motivated;*
  - (f) both parties are acting in what they consider their best interests;*
  - (g) a normal marketing effort is not possible due to the brief exposure time, and*
  - (h) payment will be made in cash.”*

Infine va segnalata la guida AICPA<sup>3</sup> pubblicata nel 2002 dal titolo *Business Valuation in Bankruptcy*, che approfondisce la differenza fra liquidazione ordinata e liquidazione forzata esprimendosi come segue:

*“.09 Orderly versus forced liquidation values: The main difference between orderly and forced liquidation generally deals with the amount of time an asset is exposed to the marketplace.*

*.10 Orderly liquidation value. In most cases, liquidation values are much lower than going-concern values. However, liquidation values do not necessarily mean the amount that would be obtained in forced sale. For purposes of determining whether a plan meets the best-interest-of-creditors test, “liquidation value” refers to the amount that could be obtained in an orderly, not a forced, liquidation, net of all related liquidation expenses. The assets should include not only the property on hand but also whatever may be recovered, including voidable preferences, questionable payments to creditors, assets concealed by the debtor, and sales of fixed assets. The liquidation value of a business is really a projected valuation, as of the date of consummation of the confirmed plan, based on anticipated asset recoveries, net of estimated expenses. These expenses generally include the following:*

- Administrative expenses (legal, accounting, appraisal, auction, and so on);*
- Operating expenses during the liquidation period (rent, losses on operations, insurance, and so on);*
- Severance pay and other employee termination costs*

---

<sup>3</sup> *American Institute of Certified Public Accountant.*

- *Costs associated with rejecting executory contracts and leases*
- *Costs associated with the recovery of assets for the benefit of the estate*
- *Taxes on gains of asset sales*

[...]

*.12 **Forced Liquidation Value.** As a result of litigation and continuing disputes, often a chapter 7 liquidation can take on a forced sale atmosphere. An inability of a company to obtain limited financing during a chapter 11 can result in a forced liquidation. Also, the general atmosphere of a bankruptcy sale can affect selling prices because buyers often perceive a liquidating entity as dealing from a position of weakness. General industry practices can sometimes heavily influence prices as well. For instance, in certain industries such as heavy equipment, auction sales prices are published on a regular basis, which tends to limit the amount realized by the bankruptcy estate.*

*.13 Unlike orderly liquidation, an analysis prepared under a forced liquidation premise assumes that all assets are sold piecemeal and as quickly as possible rather than as a result of normal exposure to the asset's normal marketplace. Since assets are usually sold by auction to the highest bidder, the resulting selling prices are usually lower than those realized under any other premise."*

Lo scrivente ha proceduto a stimare il valore di smobilizzo in liquidazione forzata della partecipazione Omissis nel rispetto di questi principi e di queste linee guida, dando peso a tutti quegli elementi che debbono essere considerati nel caso di vendita forzata e non invece nella stima del valore di mercato, ma che comunque non sono in grado di risolvere l'incertezza relativa alla stima del prezzo realizzabile dalla Curatela in sede d'asta. In particolare, è opportuno richiamare:

- a) l'esigenza della Curatela di adottare per la vendita una procedura d'asta, anziché l'assegnazione di un mandato ad un *broker* per trattativa privata. La procedura d'asta richiede tempo ed espone al rischio che il prezzo base d'asta possa trovarsi "fuori mercato" a causa di variazioni nei prezzi di mercato;
- b) l'esigenza di vendere la partecipazione nel suo complesso (che nel nostro caso significa il complesso immobiliare unitamente all'attività alberghiera), in modo da poter garantire adeguata continuità d'uso alle strutture, alla gestione alberghiera oltre che adeguata visibilità al complesso immobiliare.

Lo scrivente non ha ricevuto alcuna informazione da Omissis relativamente a rischi potenziali connessi alla gestione alberghiera. I rischi eventualmente connessi alla proprietà immobiliare sono stati demandati, quanto alla loro quantificazione, all'esperto immobiliare indipendente incaricato.

Lo scrivente ha ritenuto opportuno esprimere un *range* di possibili prezzi di cessione, anziché un unico valore di riferimento. Il *range* di prezzo stimato sulla base della presente perizia, pur riflettendo questi elementi sulla base di una esplicita e razionale quantificazione di seguito descritta, non può che costituire per la Curatela una base informativa di massima. Infatti, per le ragioni riportate nei PIV e negli IVS la vendita forzata costituisce una situazione (di vendita) particolare e suscettibile di generare prezzi che possono essere stimati solo con ampia approssimazione. Dunque, la Curatela dovrà valutare gli specifici fatti e circostanze che possono consigliare di accettare proposte di prezzo anche al di fuori di tale *range*.

#### **1.4. Il ricorso ad esperti indipendenti per la stima del valore di mercato degli immobili**

Poiché lo scrivente è un esperto di valutazione d'azienda (*business valuer*) e non dispone delle competenze necessarie per la valutazione degli immobili (*hard asset*), ha richiesto alla Curatela di incaricare un esperto immobiliare (l'Ing. Pasquale Vetrano) per la valutazione del complesso immobiliare di Omissis.

Il PIV I.4.8. disciplina il ricorso ad esperti ausiliari nello svolgimento di valutazioni complesse come segue:

“Nel caso di valutazioni complesse o che richiedono più competenze disciplinari l'esperto può avvalersi del lavoro di altri specialisti (ausiliari). L'esperto *deve tuttavia garantire* la coerenza delle stime richieste a terzi con lo scopo del lavoro affidatogli”. E nel commento al principio è chiarito che:

“(…) All'esperto è chiesto di verificare la plausibilità dei risultati *a lui consegnati e la loro coerenza con gli obiettivi delle proprie analisi*, anche nei casi in cui l'ausiliario è *designato dal mandante*”.

Il disposto dei PIV è allineato al *Framework* degli IVS che recita:

- 50.2 “*If a valuer does not possess all of the necessary technical skills, experience and knowledge to perform all aspects of a valuation, it is acceptable for the valuer to seek assistance from specialists in certain aspects of the overall assignment, providing this is disclosed in the scope of work and the report;*
- 50.3 “*The valuer must have the technical skills, experience and knowledge to understand, interpret and utilise the work of any specialists*”.

L'esperto incaricato dalla Curatela stima il valore di mercato del complesso immobiliare al di fuori della prospettiva della liquidazione forzata, ovvero stima il prezzo che si formerebbe in una ordinata transazione di mercato:

*“Lo scopo della presente relazione è la stima del valore degli immobili, che sono nel patrimonio della società Omissis.*

*La definizione di valore di mercato, fornita dai principali standard internazionali e nazionali sulla stima degli immobili, è il più probabile prezzo di mercato al quale una determinata proprietà immobiliare può essere compravenduta alla data della stima, posto che l'acquirente e il venditore hanno operato in modo indipendente, non condizionato e nel proprio interesse, dopo un'adeguata attività di marketing durante la quale entrambe le parti hanno agito con eguale capacità, con prudenza e senza alcuna costrizione.”*

### **1.5. La data di riferimento della valutazione**

La data di riferimento della valutazione definisce il momento temporale al quale è riferita la stima.

La valutazione dell'esperto immobiliare è riferita al 18 Aprile 2018.

Tutte le informazioni assunte per questa valutazione fanno riferimento alle informazioni disponibili sino al 30 Aprile 2018.

La data di riferimento della valutazione è il 30 Aprile 2018.

## 1.6. Rischi impliciti nella valutazione

Le stime e le analisi qui riportate si fondano sul valore del complesso immobiliare stimato da un esperto indipendente e su informazioni di natura privata ricevute nell'ambito dell'incarico conferito da Omissis e da Omissis. Lo scrivente ha verificato la ragionevolezza delle stime dell'esperto indipendente attraverso una propria analisi autonoma delle transazioni realizzate in Italia aventi per oggetto strutture alberghiere. Ai sensi del PIV I.5.2 lo scrivente può attestare che non vi siano ragioni per dubitare della credibilità della base informativa utilizzata, tuttavia deve anche segnalare che la stima si fonda in larga misura su *assumptions* ed *input* che lo scrivente non ha potuto verificare sotto i profili della veridicità, correttezza e completezza. Analogamente per informazioni prodotte da Omissis ed Omissis, lo scrivente ha effettuato un'analisi della coerenza complessiva delle informazioni ottenute ma non ha potuto verificare la veridicità, correttezza e completezza delle informazioni trasmesse, di cui sono responsabili le società Omissis ed Omissis.

È opportuno precisare che:

- non vi sono state transazioni di hotel 4 stelle in Capri nel corso dell'ultimo anno.  
In tal senso le presenti analisi hanno fatto uso di *assumptions* ed ipotesi valutative per tener conto delle informazioni disponibili relative a realtà comparabili, anche estendendo l'orizzonte di osservazione dei dati;

- la liquidità del mercato della compravendita di strutture alberghiere è limitata dalla dimensione dell'investimento (significativa, nel caso dell'Hotel La Palma) e dalle condizioni del mercato Italiano. Con riferimento a tale ultimo punto si segnala come, essendo la valutazione riferita al 30.04.2018, non si è tenuto conto, nella stima del range di valori, degli effetti che un rialzo dello *spread* registratosi successivamente (mese di Maggio 2018) e l'incertezza politica attuale potrebbero generare sull'interesse di potenziali investitori nazionali o internazionali;
- le caratteristiche di unicità della principale attività di Omissis (il complesso immobiliare sito nel centro di Capri) e la ridotta redditività dell'azienda alberghiera, rappresentano i contrapposti elementi che possono significativamente influire sul valore per i partecipanti al mercato in relazione alle diverse prospettive per essi rilevanti. Ciò può condurre ad offerte molto distanti tra loro.

## II. L' ARCHITETTURA DELL' IMPIANTO VALUTATIVO

### 2.1 L' Architettura dell' impianto valutativo

La stima del prezzo di smobilizzo in liquidazione forzata muove dal valore di mercato della partecipazione oggetto di valutazione per poi considerare quegli elementi che caratterizzano una vendita forzata. Poiché l'unica attività di Omissis è connessa alla gestione della struttura immobiliare che ospita l'Hotel La Palma e la Taverna Anema & Core ed il valore dell'immobile eccede il valore dell'azienda Omissis (in quanto la redditività dell'azienda alberghiera<sup>4</sup>, che utilizza la maggior parte del complesso immobiliare, è inferiore al costo del capitale), il valore di mercato della partecipazione in condizioni ordinate coincide con il valore di mercato dell'immobile, al netto dei debiti operativi netti, dei debiti finanziari e della passività connessa al trattamento di fine rapporto. Non essendo in questa sede richiesta la stima del valore di mercato della partecipazione in condizioni di liquidazione ordinata, ci si è limitati alla stima del valore di mercato degli attivi (Patrimonio Immobiliare).

Tenuto conto della rilevanza della componente immobiliare, è stata richiesta la stima del valore del patrimonio immobiliare ad un esperto immobiliare indipendente, identificato nell'Ing. Pasquale Vetrano. Tale stima è stata verificata dallo scrivente sia facendo riferimento alle perizie di stima formulate da altri esperti indipendenti nel corso del più

---

<sup>4</sup> Sulla base di un capitale che consideri il valore di mercato del patrimonio immobiliare. Si consideri infatti che l'EBITDA Adjusted del ramo alberghiero nel 2017 (come si vedrà in seguito) è pari ad € 711 migliaia. Al netto di ammortamenti di € 415 migliaia si ottiene un EBIT adjusted di circa €296 migliaia ovvero un NOPAT di circa € 210 migliaia. Se si considera che il valore del complesso immobiliare afferente all'Hotel stimato dall'esperto immobiliare Ing. Vetrano è pari a c.ca € 46,6 milioni, si ottiene un capitale investito operativo di circa 45,5 milioni (al netto di CCN negativo di bilancio per € 1,1 milioni). Il ROIC è quindi pari allo 0,46% inferiore a qualunque misura ragionevole di rendimento di un investimento nel business alberghiero.

recente passato dello stesso complesso alberghiero, sia tramite analisi di regressione multivariata su un campione di transazioni aventi ad oggetto strutture alberghiere. La stima formulata dall'Ing. Vetrano e la stima effettuata dallo scrivente sulla base di transazioni comparabili sono state utilizzate per la determinazione del valore di Omissis.

Ai fini della stima del valore di smobilizzo del 100% del patrimonio netto di Omissis, sono state adottate tre metodologie di valutazione alternative e parallele:

- il criterio del *discounted cash flow* (DCF);
- il criterio per somma di parti (SOTP) che distingue la proprietà immobiliare dalla gestione alberghiera;
- il criterio della liquidazione atomistica degli attivi;

ai fini della stima dell'Enterprise Value di Omissis, cui è stato poi dedotto il debito (posizione finanziaria netta e fondo trattamento di fine rapporto) per la stima del valore a livello *equity side*.

In tutti i criteri utilizzati è stata data massima enfasi al valore di mercato del patrimonio immobiliare, considerando la gestione alberghiera uno strumento per poter valorizzare l'*asset* immobiliare che costituisce il principale driver di valore. In particolare:

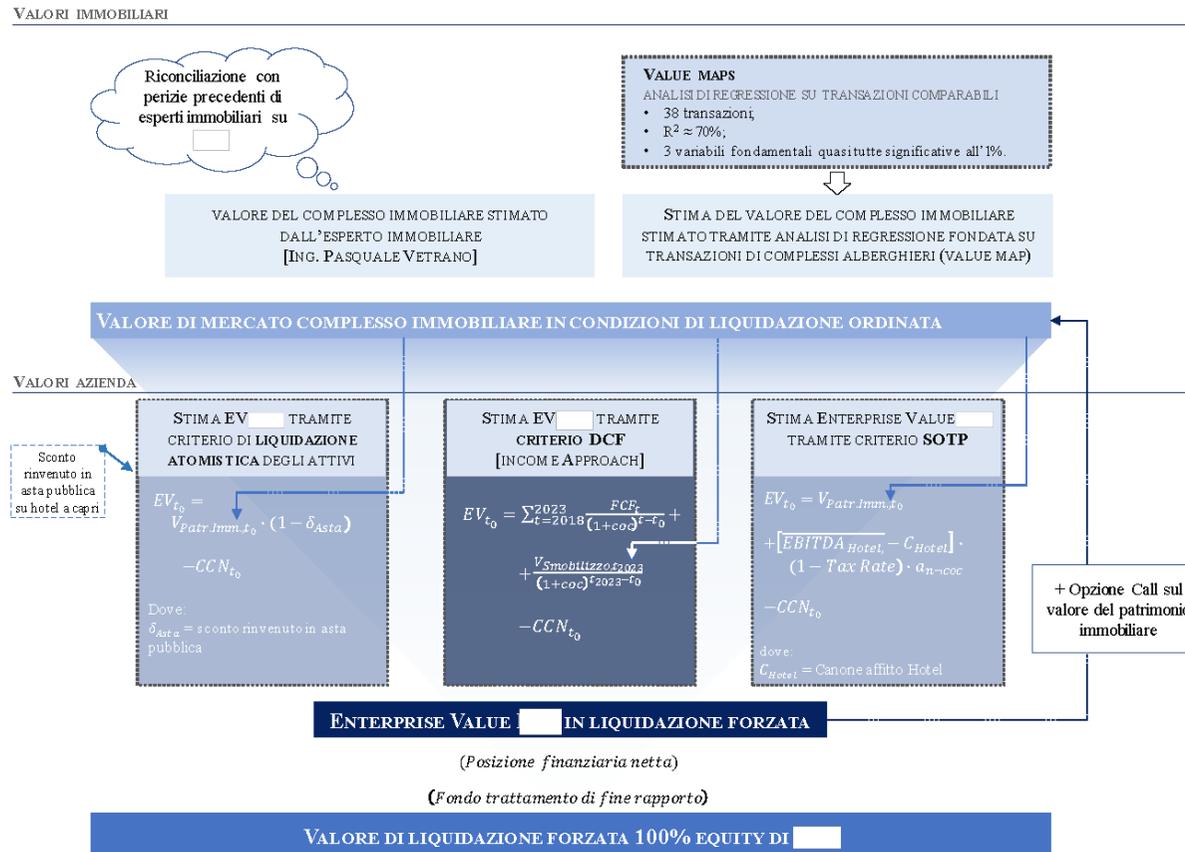
- nel criterio DCF il valore terminale viene fatto coincidere con il valore di mercato dell'immobile a termine. Questa scelta equivale ad ipotizzare che il complesso immobiliare possa essere ceduto al termine del periodo di previsione esplicita (sei anni di gestione alberghiera). L'orizzonte di sei anni è considerato il periodo necessario a riallineare le condizioni di redditività dell'albergo a quelle dei principali *player* comparabili, così da garantire la cessione del complesso immobiliare a valori pieni di mercato;

- nel criterio per somma di parti l'*enterprise value* di Omissis è ottenuto per somma del valore di mercato del complesso immobiliare e del valore dell'attività alberghiera (nell'ipotesi in cui l'azienda debba riconoscere un canone di locazione per l'utilizzo del complesso immobiliare) lungo un orizzonte di 6 anni;
- nel criterio di liquidazione atomistica degli attivi si ipotizza una cessione tramite asta del complesso immobiliare, dove si assume come rappresentativo lo sconto tra valore di mercato e valore di aggiudicazione rinvenuto nell'unica cessione recente tramite asta pubblica di un complesso alberghiero sito in Capri.

Posto che la gestione alberghiera corrente genera una redditività inferiore al costo del capitale, essa rappresenta un minuento di valore che occorre considerare nel caso di vendita per asta pubblica e che in condizioni ordinate di mercato potrebbe essere trascurato in quanto il valore dovrebbe esprimere l'*highest and best use* del complesso realizzabile da un partecipante al mercato in grado di realizzare sinergie (di scala, di network, ecc) che l'uso corrente non consente di conseguire.

Lo schema logico della valutazione è riportato nella figura 2.1.1

Figura 2.1.1 L'architettura dell'impianto valutativo. Dal valore del complesso immobiliare al valore del 100% dell'equity di [ ]



## **2.2 Le fonti informative di natura interna ed esterna utilizzate ai fini delle analisi**

Tenuto conto della particolarità della struttura oggetto di valutazione lo scrivente e il suo team hanno effettuato un incontro con la direzione dell'hotel presso l'Hotel La Palma il 29 Marzo 2018. Nel corso dell'incontro, oltre a visitare la struttura, si è avuto modo di approfondire le seguenti tematiche:

1. storia dell'immobile e della struttura alberghiera (ex Hotel Pagano, oggi Hotel La Palma);
2. caratteristiche della struttura, interventi effettuati e potenziale inespresso;
3. posizionamento competitivo dell'hotel nei flussi turistici di Capri;
4. strategie perseguite e risultati raggiunti nella gestione alberghiera;
5. contratto con la Taverna Anema e Core.

Ai fini del presente incarico lo scrivente ha fatto uso della seguente informativa di fonte privata:

- Ing. Pasquale Vetrano, “Relazione di Consulenza Tecnica d’Ufficio”, 18 Aprile 2018;
- Hotel Brand, “Hotel La Palma Capri – Report 2016”;
- Documenti di fonte Omissis dal titolo:
  - “Omissis. Dettaglio S.P.” e “Omissis. Dettaglio C.E.” che riportano i dettagli di conto economico e di stato patrimoniale del bilancio pro-forma al 31.12.2017 (e per confronto al 31.12.2016);
  - “Hotel La Palma – Dati di sintesi”, che riporta i dati di pre-consuntivo (prima bozza) 2017 a confronto con il budget e con il consuntivo 2016;

- “Omissis – Hotel La Palma, Bilancio al 31 Dicembre 2017” (bozza degli schemi di bilancio, senza nota integrativa);
- “Dati Occupazione Albergo” e contenente i dati di *occupancy* ed i giorni di apertura dal 2008 al 2017;
- “Fitti attivi Taverna Anema e Core relativi agli anni dal 2008 al 2017”;
- “Dimensione Camere Omissis” contenente la dimensione di ciascuna camera dell’Hotel La Palma;
- “Nazionalità stagione 2017”, riportante la distribuzione della clientela per provenienza geografica (nazionalità);
- “personale”, documento di sintesi delle unità allocate alle differenti funzioni e del relativo costo;
- “Omissis 2015-2016-2017 ricavi gestionali” (file excel);
- “Omissis 2015-2017 dettagli ricavi camere” (file excel);
- Documento di fonte Omissis recante il costo in capo ad Omissis di personale operante per Omissis dalla data di assunzione al 2017;
- Contratto di locazione tra la Taverna Anema e Core e Omissis. del 15 Aprile 2013;
- Precedenti perizie di stime del complesso immobiliare:
  - CBRE, “Opinione di Valore – Capri – Immobile sito in via Vittorio Emanuele, 39 a Capri, oggi denominato Hotel La Palma”, 4 Settembre 2012;
  - Sotheby’s, “Hotel La Palma – Via Vittorio Emanuele, 39 Capri – Broker Opinion”, Maggio 2017;
  - HVS, “Summary Valuation Report – Hotel La Palma Capri”, 6 November 2017;

- Prof. Giovanni D'Alfonso, “Relazione giurata di stima dell'azienda alberghiera in capri, via Vittorio Emanuele n. 39 di proprietà della società “Omissis”, 30 Giugno 2016.

Lo scrivente ha assunto come veritiere, complete e corrette le informazioni trasmesse dal management di Omissis e dal management di Omissis e non ha effettuato alcuna verifica, di nessun tipo, relativamente alle informazioni ricevute. Si segnala a tal proposito che il bilancio al 31.12.2017 consegnato allo scrivente è ancora in forma di bozza ed è sprovvisto di nota integrativa, né tantomeno è stato sottoposto alla data di riferimento della presente valutazione, all'approvazione da parte del socio.

Lo scrivente ha fatto uso anche delle seguenti fonti informative pubbliche:

- Bilanci Omissis dal 1999 al 2016;
- Bilanci di hotel comparabili dal 2013 al 2017;
- Caratteristiche degli hotel comparabili estratte dal portale Expedia;
- Hodges Ward Elliott, “European Hotel Transactions”, reports dal 2008 al 2017<sup>5</sup>;
- Articoli rinvenuti su siti internet specializzati ed a mezzo articoli di giornale;
- Portale delle aste giudiziarie italiane [www.astegiudiziarie.it](http://www.astegiudiziarie.it)
- HVS, “In Focus: Capri Island, Italy”, 26 March 2018;

Lo scrivente ha estratto i parametri di mercato e le informazioni e stime macroeconomiche dai seguenti database: Factset, Thomson Reuters Datastream, ISTAT, IMF(WEO), Agenzia delle Entrate (OMI).

---

<sup>5</sup>il report 2017 è stato emesso a marzo 2018 e fa riferimento all'esercizio 2017

Al fine di disporre della dinamica dei prezzi e dei canoni di locazione degli immobili a Capri lo scrivente ha acquisito l'accesso alla banca dati immobiliare Nomisma, dove sono riportate le suddette informazioni dal 1999 al 2017.

### III. IL BUSINESS DI OMISSIS E GLI *ECONOMICS* DI MERCATO

#### 3.1 Descrizione del business di OMISSIS

L'attività svolta da Omissis consiste nella gestione operativa dell'unico complesso immobiliare di proprietà, sito in Via Vittorio Emanuele, 39 a Capri e rappresentato da due attività commerciali distinte:

1. Hotel la Palma (di qui anche Hotel): tale attività è esercitata direttamente dalla società Omissis;
2. taverna Anema e Core (di qui anche A&C, o Taverna): attività esercitata da terzi indipendenti ai quali sono locati da Omissis i locali.

Alla data di riferimento della presente valutazione, per quanto la prossimità delle due attività possa naturalmente attrarre clientela a reciproco beneficio, le due attività risultano commercialmente distinte, giacché:

- l'ingresso dell'Hotel è chiaramente distinto dall'ingresso della Taverna. Benché infatti l'Hotel disponga di due accessi su Via Vittorio Emanuele, l'accesso all'Hotel più vicino alla Taverna è sovente chiuso al passaggio e non identificato così che l'accesso alla Taverna non interferisca con il passaggio degli ospiti dell'Hotel e viceversa;
- le attività risultano essere commercialmente distinte, in quanto nessun beneficio o priorità di sorta è concesso agli ospiti dell'Hotel in sede di accesso alla Taverna e viceversa.

L'immobile detenuto da Omissis attualmente produce quindi due flussi di cassa distinti. Si tratta: da un lato, dei flussi di cassa del business alberghiero e della ristorazione (soggetti

al rischio d'impresa); dall'altro del canone di locazione dei locali alla Taverna A&C (per definizione più stabile rispetto ai flussi dell'Hotel).

Dovendo suddividere le attività di Omissis, è quindi possibile identificare due rami idealmente distinti:

1. ramo immobiliare: cui pertiene la proprietà del complesso immobiliare e che concede in locazione gli spazi alla Taverna e (figurativamente) all'Hotel;
2. ramo alberghiero (Hotel): che gestisce l'attività alberghiera e della ristorazione sulla base degli spazi concessi figurativamente in locazione dal ramo immobiliare.

### **3.2 Posizionamento competitivo del ramo alberghiero e della ristorazione (Hotel)**

Le caratteristiche dell'Hotel

L'Hotel La Palma è l'albergo più antico e storico albergo di Capri (1822) e si colloca in posizione strategica, in centro, a 94 metri della famosa Piazzetta (Piazza Umberto I) ed a 100 metri da via Camerelle, nota e famosa in tutto il mondo per racchiudere nel giro di pochi metri la concentrazione di negozi di brand di lusso che posiziona Capri in tutto il mondo fra le località di mare più esclusive. Tale posizionamento, unito alle caratteristiche stesse della struttura, ben incastonata nel contesto architettonico delle strette vie capresi, in parte compensa il fatto che l'Hotel non è sul mare e che le camere non godono della vista mare.

L'immobile che ospita l'Hotel nasce come villa privata di un notaio nell'800, poi trasformata in locanda ed infine in hotel. Fra gli ospiti illustri figurano numerosi artisti e personaggi di fama nazionale e internazionale. In cambio dell'ospitalità gli artisti

contribuivano con proprie opere e pertanto alcune camere dell'hotel, in tipico stile caprese, ospitano i dipinti che ricordano la storia dell'albergo.

La dimensione (72 camere) posiziona Omissis fra gli alberghi più grandi di Capri, secondo solo al Quisisana (150 camere, ma 5 stelle) e all'Hotel La Residenza (87 camere, 4 stelle).

L'immobile si compone di tre piani di camere. Al 4° piano è presente un *Roof Garden*, utilizzato per cerimonie e banchetti (essendo dotato anche di area cucina). Il piano seminterrato è utilizzato in parte per i magazzini ed in parte è occupato dalla Taverna.

L'Hotel non è dotato di piscina per quanto siano stati sviluppati nel passato alcuni progetti per dotare l'hotel alternativamente di una piscina coperta con sauna (meglio sfruttando le aree del seminterrato) o di una piscina sul tetto (con conseguente riduzione del numero di camere). Nessuno di questi progetti è stato avviato.

Infine, l'Hotel dispone di un ristorante (noto anche come Relais La Palma) aperto sia agli ospiti dell'albergo sia al pubblico esterno. L'ampia terrazza, interamente dedicata al ristorante e al bar con musica dal vivo, è perfettamente integrata con Via Vittorio Emanuele, consente di godere della vitalità del centro di Capri da una posizione privilegiata e riservata.

La direzione commerciale dell'hotel

Il canale *leisure* rappresenta la principale fonte di guadagno a Capri. Non stupisce quindi che il 70% circa dei ricavi direttamente attribuibili all'attività alberghiera siano connessi a prenotazioni esclusivamente turistiche. Nel caso di Omissis l'assenza di piscina impedisce di raggiungere elevati livelli di *occupancy* tramite il solo canale turistico ed ha indirizzato l'attuale direzione commerciale dell'Hotel a rivolgersi anche nel segmento business.

Nel segmento congressuale, Omissis è in grado di offrire una struttura unica: è infatti l'unico hotel 4 stelle di Capri con 72 camere e 4 sale convegni (Sala plenaria: fino 150 posti; Sala 2: 80 posti; Sala 3: 30 posti; Sala 4: 30 posti) e rappresenta quindi il primo hotel del segmento business dell'isola. Tra le caratteristiche che rendono Omissis la struttura ideale per il segmento *business* si segnalano:

- la collocazione geografica: nel centro di Capri con ottime connessioni con il porto (via funicolare, bus o taxi si può giungere in prossimità dell'hotel);
- la capacità ricettiva (70 camere);
- la capienza delle sale riunioni coerente con la capacità ricettiva;
- la classificazione "4 stelle": molte associazioni professionali (ad esempio medici) ed enti pubblici (ad esempio università) non possono promuovere congressi presso strutture alberghiere di categoria superiore;
- ampio ristorante e bar (c.ca 430 coperti).

Il posizionamento dell'albergo nel pieno centro di Capri (vicino alla Piazzetta ed ai negozi di moda) favorisce la condivisione da parte dei congressisti degli spazi dell'albergo e delle aree limitrofe con favorevoli effetti di condivisione di esperienze, particolarmente gradite anche dagli organizzatori, come dimostra l'elevata fedeltà di aziende ed associazioni che periodicamente confermano la propria scelta rinnovando con Omissis contratti di ospitalità.

#### *La stagionalità del business ed i tassi di occupancy*

Per motivi:

- **climatici:** Capri è un'isola e nel periodo invernale i collegamenti con la terraferma sono più rarefatti. Le temperature non consentono lo sfruttamento

delle attività ricreative che si sviluppano in spazi esterni e che rappresentano l'elemento distintivo dell'isola nella bella stagione;

- **commerciali:** il ridotto afflusso turistico nei mesi invernali conduce tutte le principali attività a rimanere chiusi nel periodo invernale (dai negozi di moda a molti ristoranti, ecc. in quanto i significativi costi fissi connessi all'apertura non sarebbero recuperati);

la stagione alberghiera di Omissis inizia alla fine di Marzo e chiude a fine Ottobre, seguendo la stagione turistica dell'isola<sup>6</sup>. I tentativi effettuati in passato di prolungare la stagione oltre il periodo sopra indicato non hanno generato tassi di *occupancy* sufficienti a ripagare dei costi incrementali. Il grafico 3.2.1 riporta i tassi storici di:

- *occupancy* operativa: tale parametro è fornito dall'amministrazione e rappresenta i giorni camera venduti rispetto ai giorni camera disponibili, tenendo conto dei soli giorni di apertura della struttura. Così una camera occupata per tutti i giorni di apertura dell'hotel presenta una *occupancy* operativa pari a 100%;
- *occupancy* annualizzata: tale parametro ha il principale fine di sterilizzare l'effetto dei giorni di apertura al fine di confronto del dato con le informazioni di bilancio. L'*occupancy* annualizzata è definita riproporzionando l'*occupancy* operativa rispetto ai giorni di apertura come segue:

$$\text{occupancy annualizzata} = \text{Occupancy} \cdot \frac{\text{Giorni di apertura}}{365}$$

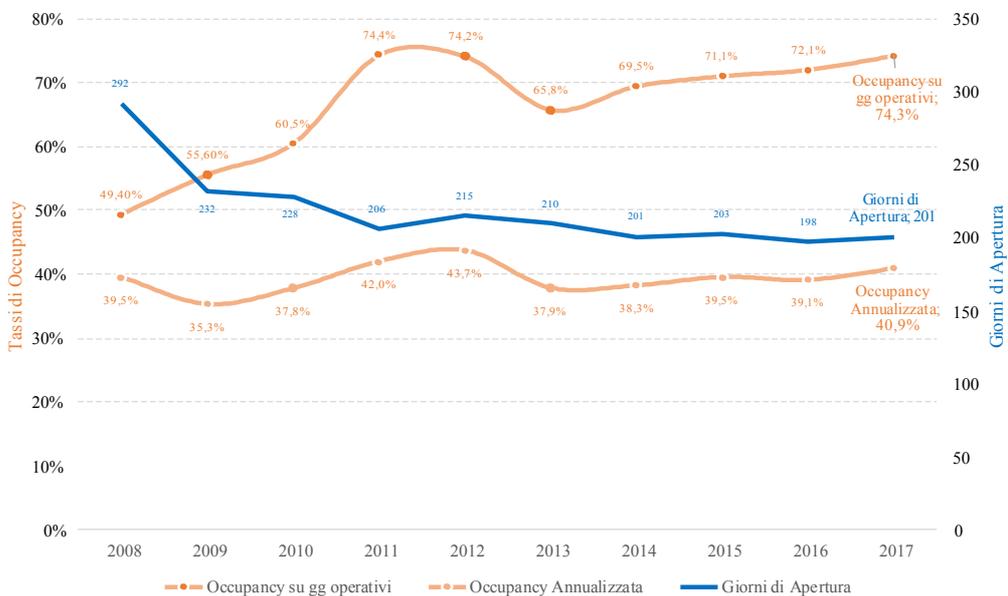
L'*occupancy* annualizzata è per definizione sempre inferiore all'*occupancy* operativa.

---

<sup>6</sup> Cfr. HVS, "In Focus: Capri Island, Italy", 26 March 2018

Il grafico pone a confronto i tassi di occupancy (operativa e annualizzata) con i giorni di apertura di ciascun anno dal 2008 e mostra come la progressiva riduzione dei giorni di apertura dai 292 giorni del 2008 sino a 200 giorni circa (periodo tra Marzo ed Ottobre) si è accompagnata ad un incremento dell'*occupancy* operativa senza influire sull'*occupancy* annualizzata.

**Grafico 3.2.1 Occupancy Operativa, annualizzata e Giorni di Apertura di OMISSIS**



Il beneficio in termini di costi del contenere i giorni di apertura alla stagione turistica (200 giorni) è immediato. La riduzione dei giorni di apertura da 292 (dato 2008) a 201 (dato 2017) ha consentito, a parità di *occupancy* annualizzata (e quindi di potenziali ricavi), di innalzare significativamente l'*occupancy* operativa (dal 49,4% del 2008 al 74,3% del 2017), con un significativo beneficio in termini di riduzione marginale dei costi (gran parte degli stessi sono infatti variabili in relazione ai giorni di apertura, in quanto connessi a contratti stagionali o ad alimenti deperibili, che se non utilizzati sono perduti).

Il confronto con dati di settore, così come riportati da Hotelbrand e ripresi dall'Ing. Vetrano, evidenzia come nel 2016 i tassi di *occupancy*<sup>7</sup> dell'Hotel la palma risultassero significativamente inferiori alla media degli hotel comparabili (alberghi quattro stelle a Capri): la figura 3.2.2 riporta un estratto del report da cui emerge come l'*occupancy* di Omissis sia inferiore del 10/12% circa rispetto ai *peers*.

**Figura 3.2.2 Occupancy di Omissis a confronto con l'occupancy media di hotel comparabili su dati di fonte Hotelbrand**



Anche l'articolo pubblicato da HVS il 26 Marzo 2018 dal titolo "In Focus: Capri Island, Italy" conferma un *occupancy rate* medio annualizzato del 43%, superiore rispetto all'*occupancy rate* annualizzato pari al 40% ottenuto da Omissis.

Tali evidenze supportano un potenziale inespresso dalla struttura in termini di riempimento delle camere.

#### *Le performance commerciali*

Il valore della produzione di Omissis è composto da:

- i ricavi dell'attività dell'Hotel;
- i ricavi derivanti dai fitti attivi della Taverna A&C, inclusi tra gli altri ricavi e proventi.

<sup>7</sup> La definizione di tasso di *occupancy* utilizzata da Hotelbrand è, per motivi di confronto tra le differenti strutture, diversa da quella utilizzata da Omissis (che fa uso dei giorni effettivi di apertura della struttura), in quanto Hotelbrand fa riferimento ad una stagione tipo. Pertanto l'*occupancy* operativa di Omissis non è confrontabile con l'*occupancy* degli hotel comparabili riportata da Hotelbrand, ma è necessario far riferimento, ai fini del confronto, esclusivamente ai dati Hotelbrand.

Omissis monitora le proprie performance commerciali suddividendo i ricavi delle vendite (Hotel) in: ricavi da attività alberghiera (Albergo), ricavi da attività di ristorazione (Ristorante e Cantina) e ricavi da attività di distribuzione di bevande (Bar/Caffetteria). La tabella 3.2.3 illustra il dettaglio delle voci nel conto economico pro-forma 2017.

**Tabella 3.2.3 Dettaglio valore della produzione Omissis 2017 (pro-forma)**

Valori in €	<b>Totale Hotel</b>	<b>Albergo</b>	<b>Ristorante e Cantina</b>	<b>Bar Caffetteria</b>
Hotel	2'399'413	2'399'413		
Ristorante	558'874		558'874	
Cantina	142'551		142'551	
Bar&Caffetteria	141'528			141'528
Room Service	257'182	257'182		
Telefono	473	473		
Frigobar	11'151	11'151		
Affitto Sala	33'277	33'277		
Vari	120'646	120'646		
Trasporto Bagagli	33'469	33'469		
Noleggio attrezzature	6'565	6'565		
Lavanderia	5'339	5'339		
Abbuoni	-106	-106		
<b>Totale Ricavi</b>	<b>3'710'363</b>	<b>2'867'410</b>	<b>701'425</b>	<b>141'528</b>
<i>% su totale</i>		<i>77,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>3,8%</i>
Altri ricavi e proventi				
<i>Affitto A&amp;C</i>	<i>219'211</i>			
<i>Altri Ricavi</i>	<i>45'094</i>			
<i>Supravvenienze attive</i>	<i>26'552</i>			
<b>Valore della Produzione</b>	<b>4'001'221</b>			

Il 77% circa dei ricavi è connesso all'attività alberghiera mentre la ristorazione pesa circa il 20% dei ricavi complessivi. È opportuno sottolineare che, da informazioni interne, circa il 50% dei ricavi da ristorazione deriva da clienti che non sono anche ospiti dell'Hotel. Tale risultato conferma la capacità attrattiva dell'offerta di ristorazione proposta da Omissis, anche per la favorevole localizzazione nel centro di Capri.

La dinamica storica dei ricavi di Omissis espressi a prezzi correnti (rivalutando i ricavi *as reported* tramite indici di prezzi al consumo ISTAT) mostra una sostanziale stabilità degli stessi nell'intorno di € 3,66 milioni (media e mediana del periodo 1999-2017).

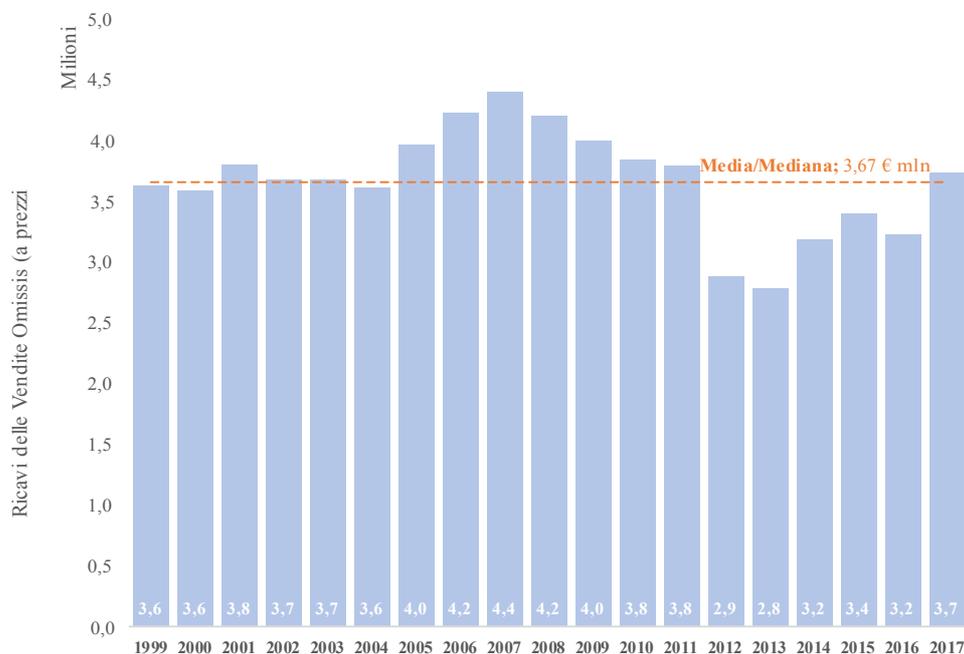
In realtà, il grafico 3.2.4 consente di osservare quattro differenti fasi nella dinamica dei ricavi di Omissis (espressi a valori correnti)<sup>8</sup>.

La prima fase (periodo 1999-2004) copre il periodo di gestione di Omissis da parte della precedente proprietà, ovvero prima dell'ingresso di Omissis quale socio di controllo: in tale fase i ricavi si presentano sostanzialmente stabili nell'intorno di 3,66 milioni di euro e sembrano relativamente indipendenti rispetto alle fasi del ciclo economico (nel 2001 la crisi finanziaria successiva allo scoppio della bolla internet nonché gli attentati terroristici al WTC a New York influenzarono negativamente i flussi turistici globali).

---

<sup>8</sup> Dati riportati in Tabella 3.2.5

**Grafico 3.2.4 Dinamica dei ricavi OMISSIS dal 1999 al 2017 (pro-forma)**



**Tabella 3.2.5 Ricavi OMISSIS dal 1999 al 2017 (pro-forma)**

Valori in €	Ricavi <i>as reported</i> °	Indice ISTAT (base 100 ad Aprile 2018)	Ricavi a valori correnti°
1999	2'648'455	136,800	3'623'086
2000	2'685'949	133,400	3'583'056
2001	2'931'446	129,900	3'807'948
2002	2'908'945	126,800	3'688'542
2003	2'977'131	123,800	3'685'688
2004	2'982'235	121,400	3'620'433
2005	3'314'028	119,400	3'956'949
2006	3'619'877	117,000	4'235'256
2007	3'827'173	115,000	4'401'249
2008	3'775'621	111,400	4'206'042
2009	3'617'279	110,600	4'000'711
2010	3'530'333	108,900	3'844'533
2011	3'568'447	106,100	3'786'122
2012	2'797'919	102,900	2'879'059
2013	2'737'466	101,800	2'786'740
2014	3'136'943	101,600	3'187'134
2015	3'343'092	101,700	3'399'925
2016	3'171'389	101,800	3'228'474
2017	3'710'363	100,700	3'736'336
Media			3'666'173
Mediana			3'688'542

° esclude altri ricavi, tra cui fitti attivi Taverna A&C

Dall'ingresso di Omissis come socio di Omissis si è assistito ad una maggior volatilità di risultati, che ha portato nei primi anni (seconda fase, dal 2005 al 2007) ad una buona crescita dei ricavi sino alla crisi finanziaria globale del 2008 (terza fase dal 2008 al 2011) i cui effetti, in termini di decrescita, sono comunque risultati calmierati rispetto alle dinamiche globali del comparto turistico ed hanno portato ad un riallineamento dei ricavi ai livelli storici ante ingresso di Omissis.

È opportuno sottolineare che, per quanto l'ingresso di Omissis abbia contribuito all'apertura di Omissis su nuovi mercati e segmenti (business) e abbia portato innovazioni amministrative e commerciali, la gestione dell'hotel è caratterizzata da una gestione "familiare", nel senso che gli amministratori dell'hotel erano e sono tuttora soggetti direttamente o indirettamente riconducibili alle famiglie che controllavano Omissis. La gestione dell'albergo sicuramente beneficerebbe di una collocazione all'interno di una catena internazionale o di altri alberghi già presenti a Capri.

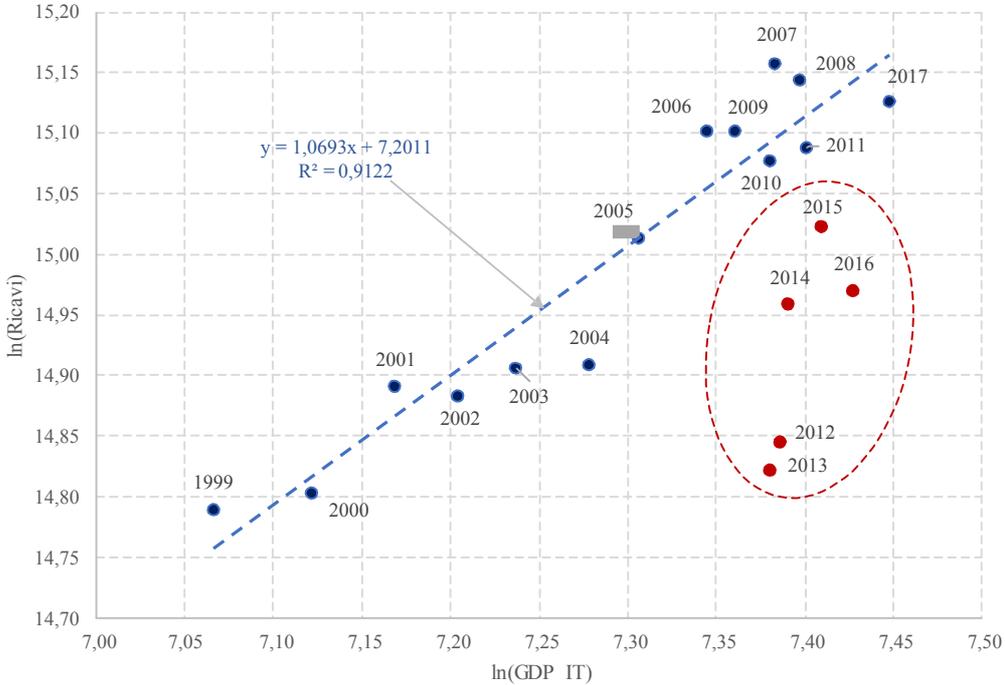
L'ultima fase è rappresentata dalla crisi del debito pubblico nazionale (2012 – 2017) che ha significativamente inciso sulle performance di Omissis. Tale circostanza è legata al fatto che la clientela di Omissis è ancora prevalentemente italiana. La figura 3.2.6 riporta la distribuzione geografica dei clienti di Omissis evidenziando una forte concentrazione di italiani (47%), solo in parte mitigata da statunitensi (15%) e taiwanesi (8%).

**Figura 3.2.6** Distribuzione geografica dei clienti dell'albergo Hotel La Palma nel 2017



Questa è la ragione per cui i ricavi dell'hotel sono significativamente influenzati dalla dinamica dell'economia italiana. Ma non solo. Infatti nel periodo 2012-2016 Omissis ha sofferto in misura superiore a quanto riconducibili alla dinamica congiunturale negativa dell'economia italiana. Il grafico 3.2.7 evidenzia la relazione tra i ricavi delle vendite di Omissis (ricavi ramo Hotel) ed il prodotto interno lordo italiano nel periodo 1999-2017, da cui emerge come il periodo 2012-2016 si scosti significativamente dalla forte relazione ( $R^2 > 90\%$ ) del periodo precedente. Il grafico illustra come dal 2012 la perdita di clientela indotta dalla crisi del debito pubblico italiano ha inciso in misura più che proporzionale sui ricavi di Omissis rispetto alla naturale elasticità degli stessi all'economia nazionale.

**Grafico 3.2.7 Relazione tra ricavi Hotel di Omissis e prodotto interno lordo (GDP) italiano**



Tale perdita, molto grave nel 2012 e nel 2013, ha richiesto alcuni anni prima di essere pienamente riassorbita nel 2017, probabilmente anche a causa delle difficoltà finanziarie

della controllante Omissis a seguito delle condizioni sfavorevoli nel settore *shipping*, le quali hanno sicuramente distolto attenzione alla gestione alberghiera. Il 2017 rappresenta il primo anno in cui Omissis ha riguadagnato le sue normali condizioni di operatività.

*Le performance economiche ed il confronto con i peers*

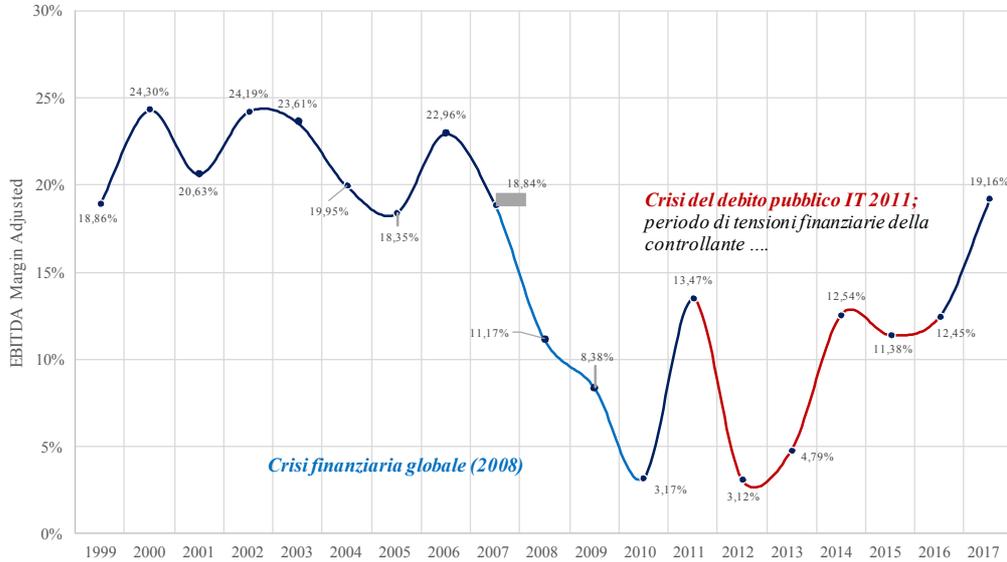
I risultati storici dell' Hotel possono essere desunti dai risultati complessivi di Omissis tenendo conto di due minuendi, rispettivamente corrispondenti a:

- i ricavi da fitti attivi nei confronti della Taverna (ricavi del ramo immobiliare);
- il costo di una figura manageriale che pur lavorando in Omissis dal 2012 è assunta dalla controllante Omissis che ne sostiene il relativo costo.

L'EBITDA *as reported* di Omissis va quindi "aggiustato" in diminuzione al fine di ottenere una misura coerente con il perimetro del ramo Hotel qui analizzato. Maggiori dettagli sui calcoli sono presentati nell'Allegato 1.

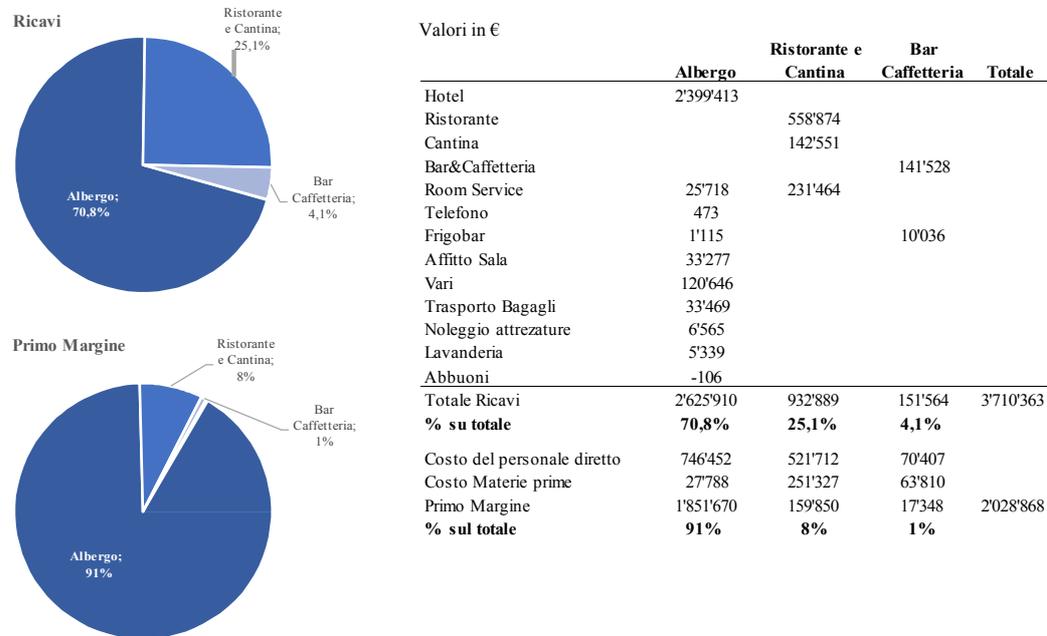
Il grafico 3.2.8 illustra la dinamica storica dell'*EBITDA Margin adjusted* del ramo hotel di Omissis, evidenziando come la marginalità sia sempre stata compresa tra il 18% ed il 25%, se si esclude il periodo post crisi finanziaria globale (2008-2010) ed il contesto specifico rappresentato dalla crisi del debito pubblico italiano (dalla seconda metà 2011), completamente riassorbito solo nel 2017.

**Grafico 3.2.8 Dinamica storica dell'EBITDA Margin adjusted del ramo Hotel di Omissis dal 1999 al 2017 (pro-forma)**



In maggior dettaglio (Figura 3.2.9), muovendo dai segmenti gestionali del ramo Hotel (albergo, ristorante e bar) e riallocando alcune voci di ricavo e di costo per meglio riflettere i veri centri di profitto (attribuendo quindi ai servizi in camera ed al minibar il 10% dei ricavi complessivi per la componente servizio, ma mantenendo il 90% di tali ricavi all'interno dei relativi segmenti – in quanto gli acquisti sono effettuati in aggregato e non sono analiticamente attribuiti), emerge come la maggior parte dei margini derivi dalla pura attività alberghiera e come l'attività di ristorazione complessivamente intesa (bar e ristorante), pur essendo rivolta per circa il 50% a clientela non dell'hotel, svolge un importante ruolo di supporto ai risultati complessivi anche se probabilmente non sarebbe remunerativa su base *stand alone* (senza i clienti dell'hotel).

**Figura 3.2.9 Ripartizione del fatturato e del primo margine sui segmenti (dati riclassificati per segmenti di profitto)**

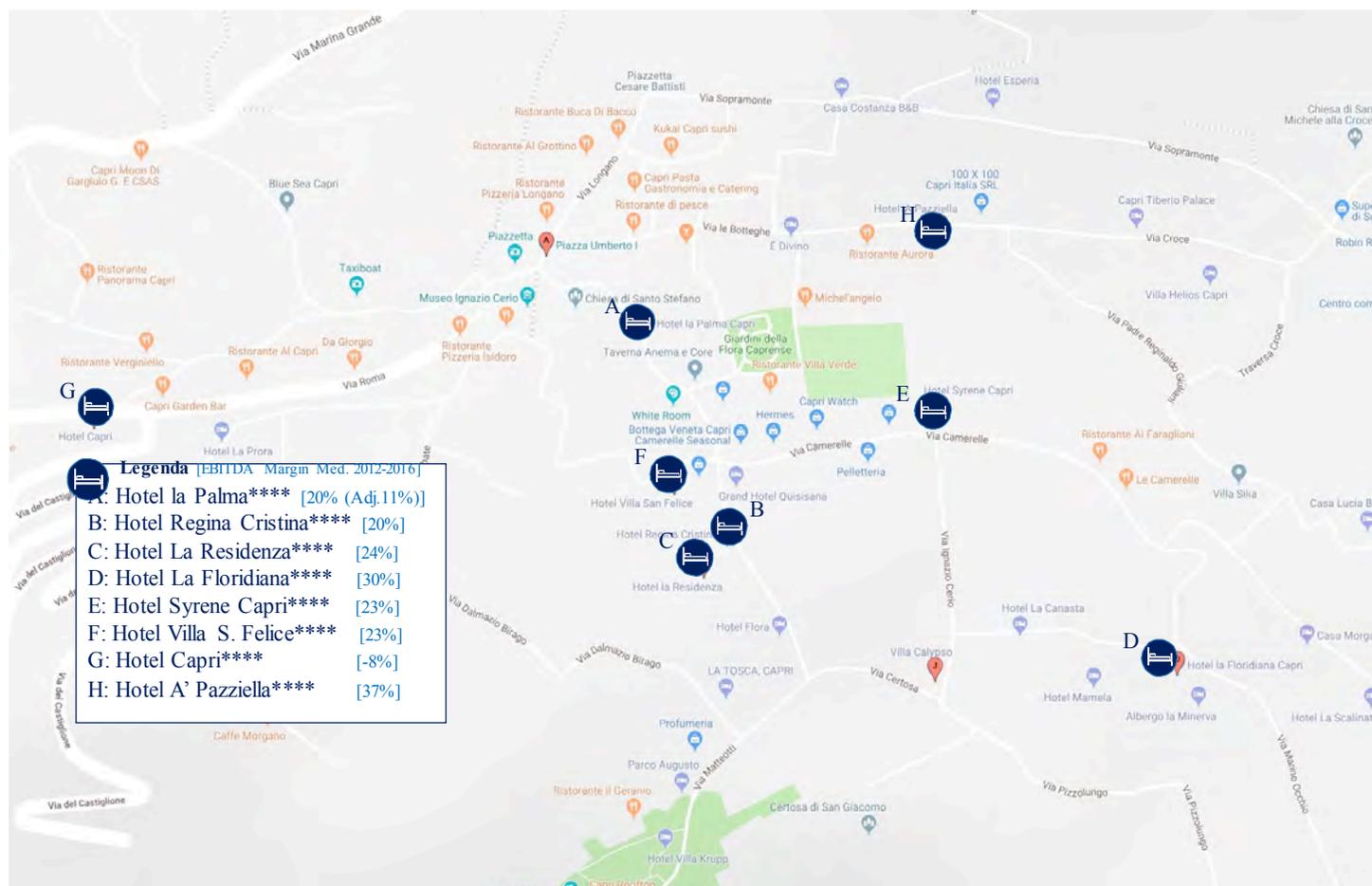


Al fine di identificare il potenziale inespresso dell'albergo (quanto se ne potrebbe ricavare dall'*highest and best use*) è opportuno far riferimento agli hotel comparabili. A tal fine sono state analizzate tutte le strutture a 4 stelle che operano nel centro di Capri ed in particolare nell'intorno dell'Hotel La Palma. Alcune strutture<sup>9</sup> sono state escluse dalle analisi o perché le stesse fanno parte di società che detengono più strutture alberghiere e pertanto non sono ricavabili dati riferiti allo specifico hotel oppure perché sono detenute da società di persone per le quali non sono disponibili i bilanci.

La figura 3.2.10 riporta la mappa del centro di Capri ed evidenzia la posizione degli Hotel 4 stelle che competono con Omissis inclusi nelle presenti analisi.

<sup>9</sup> Si tratta de: Hotel Canasta; Hotel Mamela; Hotel Flora; Gatto Bianco Hotel

**Figura 3.2.10 Posizionamento degli hotel 4 stelle nel centro di Capri rispetto ad Omissis**



La tabella 3.2.11 riporta l'EBITDA Margin medio del periodo 2012-2016 degli hotel comparabili (nell'intorno del 25%<sup>10</sup>), che risulta significativamente superiore all'EBITDA Margin dell'Hotel La Palma (nell'intorno del 19% in forma *as reported* ma intorno al 10% una volta sterilizzati i ricavi da locazione dei locali alla Taverna A&C ed inserito il costo dell'unità allocata sui libri di Omissis<sup>11</sup>). Si tratta per altro del periodo in cui Omissis ha sofferto particolarmente delle difficoltà della controllante, come si è avuto modo di evidenziare in precedenza.

**Tabella 3.2.11 EBITDA Margin degli hotel comparabili a confronto con Omissis**

Hotel		Distanza da Piazzetta (mt)	EBITDA Margin 2012	EBITDA Margin 2013	EBITDA Margin 2014	EBITDA Margin 2015	EBITDA Margin 2016	Media	Mediana
Hotel Regina Cristina	B	231	8,00%	19,50%	30,36%	12,43%	20,12%	18%	20%
Hotel La Residenza	C	239	12,20%	24,94%	24,18%	24,38%	13,43%	20%	24%
Hotel La Floridiana	D	543	29,00%	29,62%	40,78%	24,32%	30,10%	31%	30%
Hotel le Syrene	E	310	14,55%	14,54%	25,95%	27,19%	22,67%	21%	23%
Hotel San Felice	F	216	22,81%	28,32%	23,99%	12,09%	19,66%	21%	23%
Hotel Capri	G	274			-22,43%	-8,44%	4,39%	n.s.	n.s.
Hotel A' Pazziella	H	262	39,28%	40,79%	31,84%	35,90%	37,34%	37%	37%
<b>Media (ex Hotel Capri)</b>			20,97%	26,28%	22,10%	18,27%	21,10%	<b>24,68%</b>	<b>26,02%</b>
<i>Hotel La Palma</i>	A	94	9,75%	15,62%	22,64%	19,69%	22,46%	18,03%	19,69%
<i>Hotel La Palma (adjusted)</i>			3,12%	4,79%	12,54%	11,38%	12,45%	8,86%	11,38%

### 3.3 Canoni e valori a Capri

Prima di entrare nel merito delle misure di rendimento richiesto dagli investitori nel comparto oggetto di analisi, può essere utile presentare alcuni *reference points*, in termini di prezzo degli immobili, *income yield* e di volatilità dei prezzi, così come restituiti dalle differenti fonti informative disponibili. Si tratta di parametri che, con tutti i limiti dovuti

<sup>10</sup> Media e mediana sono rispettivamente pari al 24,7% e 26,0%

<sup>11</sup> Si segnala come l'esclusione degli altri ricavi dall'EBITDA per gli hotel comparabili non produrrebbe significative variazioni sui risultati medi e mediani del campione. Pertanto, si è deciso

di considerare il confronto sulla base di dati *as reported*.

alla difficile comparabilità, possono comunque fornire utili spunti di riflessione ai fini della valutazione.

La tabella 3.3.1 riporta prezzi e canoni estratti dai *database* OMI dell’Agenzia delle Entrate e dal *database* di Nomisma. Mentre i prezzi degli immobili sono definiti in un’unità di misura uniforme (prezzo al mq sulla base della superficie lorda) sia da OMI sia da Nomisma e risultano ben allineati quantomeno con riferimento ai minimi ed ai massimi, i canoni di locazione invece sono definiti da OMI in forma mensile e sulla base della superficie netta e da Nomisma in forma annuale e sulla base di una superficie lorda. In tal senso, mentre il rapporto tra canone e prezzo restituisce già una misura di *income yield* su dati Nomisma, le informazioni OMI richiedono di essere convertiti. Tenuto conto del fatto che le unità immobiliari usate a Capri hanno una discreta anzianità ed ipotizzando quindi un multiplo di aggiustamento delle superfici nette [SN] (per trasformarle in superfici lorde [SL]) pari a 1/0,8, è possibile stimare il canone annuo implicito nei dati OMI tramite la seguente formulazione:

$$C = P \cdot \frac{2}{0,8}$$

Prima di entrare nel merito dei risultati, è opportuno ricordare che entrambe le banche dati utilizzano una gerarchia di modelli per la raccolta ed elaborazione dei dati: in particolare, si dà maggiore enfasi ai dati di mercato quando questi sono sufficientemente numerosi mentre si fa uso di tecniche di elaborazione e di stime quando non vi sono sufficienti informazioni. Poiché il mercato delle locazioni risulta particolarmente limitato (si tratta di locazioni principalmente stagionali e talvolta escluse dalle banche dati<sup>12</sup>), non

---

<sup>12</sup> La forma contrattuale della locazione e la durata della stessa influisce sulle scelte di censimento di ciascuna transazione da parte dei data provider.

necessariamente vi sono sufficienti transazioni per offrire una misura aggiornata di prezzo e pertanto il dato è soggetto a un discreto errore di misurazione.

**Tabella 3.3.1 Prezzi, canoni ed *income yield* degli immobili a Capri**

Prezzi €/mq	OMI			NOMISMA		
	Min	Media	Max	Min	Media	Max
Abitazioni Signorili				7076	9071	11066
Abitazioni Civili	7200	9100	11'000	6473	8278	10'083
Abitazioni Economico	4'800	6'050	7'300			
Negozi	7100	10'800	14'500	7304	10'907	14'511
Uffici				6'948	9'063	11'179

Canoni €/mq/anno	OMI			NOMISMA		
	Min	Media	Max	Min	Media	Max
Abitazioni Signorili				352	448	545
Abitazioni Civili	225	284	344	322	409	496
Abitazioni Economico	150	189	228			
Negozi	311	473	635	430	628	825
Uffici				308	413	518

Income Yield (=Canoni/Prezzi) %	OMI			NOMISMA		
	Min	Media	Max	Min	Media	Max
Abitazioni Signorili				4,97%	4,94%	4,92%
Abitazioni Civili	3,13%	3,12%	3,12%	4,97%	4,94%	4,92%
Abitazioni Economico	3,13%	3,12%	3,12%			
Negozi	4,37%	4,38%	4,38%	5,89%	5,76%	5,69%
Uffici				4,43%	4,56%	4,63%

L'*income yield*<sup>13</sup> implicito nelle quotazioni OMI è nell'intorno del 3/4,5%, mentre l'*income yield* implicito nelle quotazioni Nomisma risulta essere compreso tra il 4,5% ed il 6%. Tali misure forniscono dei *reference point* con riguardo al rendimento richiesto dagli investitori, che può essere assimilabile al costo del capitale che richiederebbe un operatore del comparto immobiliare.

Un secondo profilo meritevole di analisi è quello relativo alla volatilità dei prezzi ed alla dispersione degli stessi. Immobili di pregio tendono infatti ad essere caratterizzati da:

- contenuta volatilità di prezzo, misurata in serie storica:
- maggiore dispersione di prezzo, con riferimento alle stime prodotte da diversi operatori su beni simili, per via della presenza di caratteristiche specifiche che

<sup>13</sup> Per via delle incertezze relative alla natura dei canoni di locazione riportati, si è preferito utilizzare la definizione di Income yield in luogo di cap rate al fine di identificare il rapporto tra il canone di locazione ed il prezzo dell'immobile.

possono far variare, anche significativamente, i prezzi di beni che hanno carattere di unicità;

rispetto ad immobili di minor pregio (che più facilmente hanno beni sostituti simili).

**Tabella 3.3.2 Volatilità dei prezzi e degli *income yield* a Capri nel periodo 1999-2017**

€/mq	P <sub>Signorile Usato</sub>	P <sub>Civile Usato</sub>	P <sub>Negozi</sub>	P <sub>Uffici</sub>	R <sub>Signorile Usato</sub>	R <sub>Civile Usato</sub>	R <sub>Negozi</sub>	R <sub>Uffici</sub>
1999	4'555	4'156	10'238	5'203				
2000	4'981	4'545	11'170	5'461	8,94%	8,95%	8,71%	4,84%
2001	5'506	5'024	11'573	5'608	10,02%	10,02%	3,54%	2,66%
2002	5'947	5'427	12'712	6'082	7,70%	7,72%	9,39%	8,11%
2003	6'372	5'814	12'978	6'205	6,90%	6,89%	2,07%	2,00%
2004	6'936	6'329	13'607	6'705	8,48%	8,49%	4,73%	7,75%
2005	7'571	6'908	15'644	7'481	8,76%	8,75%	13,95%	10,95%
2006	8'205	7'487	16'675	7'915	8,04%	8,05%	6,38%	5,64%
2007	8'997	8'209	17'253	8'979	9,21%	9,21%	3,41%	12,61%
2008	9'419	8'594	15'415	8'910	4,58%	4,58%	-11,26%	-0,77%
2009	9'131	8'332	14'454	9'007	-3,11%	-3,10%	-6,44%	1,08%
2010	9'513	8'681	13'582	9'225	4,10%	4,10%	-6,22%	2,39%
2011	9'930	9'062	13'551	9'604	4,29%	4,30%	-0,23%	4,03%
2012	9'826	8'967	13'294	9'763	-1,05%	-1,05%	-1,91%	1,64%
2013	9'499	8'668	12'748	9'513	-3,38%	-3,39%	-4,19%	-2,59%
2014	9'199	8'395	12'180	9'290	-3,21%	-3,20%	-4,56%	-2,37%
2015	9'197	8'393	11'776	9'078	-0,02%	-0,02%	-3,37%	-2,31%
2016	8'995	8'209	11'168	9'041	-2,22%	-2,22%	-5,30%	-0,41%
2017	9'071	8'278	10'907	9'063	0,84%	0,84%	-2,36%	0,24%
$\sigma$					<b>4,95%</b>	<b>4,95%</b>	<b>6,61%</b>	<b>4,50%</b>

	IV <sub>Signorile Usato</sub>	IV <sub>Civile Usato</sub>	IV <sub>Negozi</sub>	IV <sub>Uffici</sub>	IVR <sub>Signorile Usato</sub>	IVR <sub>Civile Usato</sub>	IVR <sub>Negozi</sub>	IVR <sub>Uffici</sub>
1999	4,22%	4,23%	4,92%	3,79%				
2000	4,22%	4,20%	5,02%	3,81%	0,02%	-0,77%	2,02%	0,60%
2001	4,18%	4,18%	5,18%	3,80%	-0,92%	-0,54%	3,23%	-0,28%
2002	4,15%	4,16%	5,03%	3,83%	-0,57%	-0,37%	-2,89%	0,86%
2003	4,13%	4,13%	5,23%	4,05%	-0,62%	-0,87%	3,92%	5,59%
2004	4,12%	4,12%	5,33%	4,06%	-0,10%	-0,10%	1,84%	0,29%
2005	4,15%	4,14%	4,98%	3,98%	0,58%	0,39%	-6,54%	-1,81%
2006	4,07%	4,06%	4,91%	4,03%	-1,85%	-1,93%	-1,49%	1,18%
2007	3,98%	3,98%	5,07%	3,85%	-2,25%	-1,89%	3,27%	-4,39%
2008	4,00%	4,00%	5,83%	4,02%	0,59%	0,49%	15,12%	4,27%
2009	3,95%	3,95%	5,71%	4,05%	-1,22%	-1,35%	-2,13%	0,86%
2010	4,13%	4,12%	6,27%	4,30%	4,49%	4,44%	9,90%	6,20%
2011	4,34%	4,34%	6,29%	4,18%	5,06%	5,16%	0,35%	-2,98%
2012	4,39%	4,39%	5,70%	4,04%	1,06%	1,32%	-9,42%	-3,35%
2013	4,44%	4,44%	5,42%	4,43%	1,28%	1,09%	-4,93%	9,66%
2014	4,55%	4,56%	5,28%	4,49%	2,53%	2,72%	-2,61%	1,43%
2015	4,64%	4,63%	5,34%	4,80%	1,93%	1,59%	1,18%	7,00%
2016	4,74%	4,74%	5,67%	4,65%	2,01%	2,24%	6,11%	-3,28%
2017	4,94%	4,94%	5,76%	4,56%	4,28%	4,26%	1,58%	-1,91%
$\mu$	<b>4,28%</b>	<b>4,28%</b>	<b>5,42%</b>	<b>4,14%</b>				
$\sigma$					<b>2,15%</b>	<b>2,17%</b>	<b>5,79%</b>	<b>3,99%</b>

Con riferimento al primo aspetto, la tabella 3.3.2 riporta l'analisi della serie storica dei prezzi e degli *income yield* fondati su dati Nomisma delle diverse tipologie di immobili di Capri. La volatilità dei prezzi e degli *yield* è molto contenuta e approssimabile nell'intorno del 5%.

Il secondo aspetto richiede invece maggiore ampiezza di analisi ed è trattato nel successivo § 4.1.

### 3.4 I rendimenti richiesti dagli investitori nel business alberghiero

#### *Le misure di costo del capitale utilizzate*

La stima del costo del capitale muove dall'analisi dei rendimenti richiesti dagli investitori in strumenti finanziari quotati (debito ed *equity*) emessi da società di gestione alberghiera.

Tenuto conto della prospettiva di liquidazione della partecipazione in un contesto di cessione tramite asta pubblica, si è preferito far riferimento ad una configurazione di costo del capitale di imprese non indebitata, ipotizzando che l'acquirente non sia disposto a riconoscere i benefici fiscali (scudi d'imposta sul debito) derivanti dall'acquisizione a leva della partecipazione.

La data di riferimento ai fini della stima del costo del capitale è il 30 Aprile 2018.

#### *La stima del costo del capitale unlevered*

La stima del costo del capitale è fondata sul *capital asset pricing model* (CAPM), per cui:

$$coc = r_f + \beta_{Unl} \times ERP$$

dove:

- $r_f$  = tasso risk free, in misura corrispondente alla media a un anno del tasso decennale italiano sui titoli di Stato;
- $\beta_{Unl}$  = coefficiente *beta* che esprime il grado di rischio sistematico dell'attività;
- $ERP$  = *Equity Risk Premium* o premio per il rischio azionario;

Nella determinazione del costo del capitale si è scelto di:

- considerare un tasso privo di rischio pari alla media ad un anno al 30.04.2018 del *benchmark* decennale italiano di fonte *Datastream* (pari al 2,01%);

- assumere un premio per il rischio in misura pari al prodotto tra *beta unlevered* e l'*equity risk premium* del 5%, misura allineata all'*equity risk premium* utilizzato dagli *equity analysts* che seguono titoli quotati italiani (Tabella 3.3.2).

**Grafico 3.3.1: Dinamica del benchmark decennale italiano (Fonte: Datastream)**



**Tabella 3.3.2: Equity risk premium di consenso per società italiane 2017 (equity analysts)**

Emittente	Società	Data Report	ERP
Banca Akros	Falck Renewables	19/12/2017	4,00%
Banca IMI	Sesa	22/12/2017	5,50%
Barclays	Luxtotta	23/11/2017	4,50%
Deutsche Bank	Salvatore Ferragamo	06/09/2017	5,00%
Edison Investment Research	La Doria	20/11/2017	4,00%
Equita - Auerbach Grayson	BF	21/11/2017	4,50%
HSBC	OVS	14/12/2017	6,00%
JP Morgan	Terna	30/11/2017	5,50%
Kepler Cheuvreux	Leonardo	14/11/2017	6,00%
KT&P Partners	Bomi Italia	22/12/2017	7,14%
Macquarie Reserach	Saras	07/11/2017	6,00%
Morgan Stanley	ENEL	06/12/2017	4,00%
Natixis	Prysmian	28/11/2017	6,84%
Raymond James	Salvatore Ferragamo	15/12/2017	5,00%
RBC Capital Markets	Atlantia	23/11/2017	6,00%
Societe Generale	Moncler	18/12/2017	5,00%
UBS <sup>o</sup>	Inwit	05/09/2017	5,00%
Media			5,29%
<b>Mediana</b>			<b>5,00%</b>

<sup>o</sup>Not intended to be an estimate but a proxy

La stima del coefficiente *beta* si è fondata sull'analisi dei *beta* di società quotate europee operanti nel settore alberghiero. L'universo di società da cui è stato selezionato il

campione è stato estratto attraverso *database* Thomson Reuters sulla base dei seguenti criteri:

- settori NAICS: “*Hotels (except Casino Hotels) and Motels*” e “*Casino Hotels*” e
- società europee.

L'estrazione ha restituito 47 società.

Ai fini della stima del *beta unlevered* è stata analizzata la seguente relazione:

$$\beta_{Levered_i} = \alpha + \gamma_{Leverage} \times \frac{D}{E_{Avg.5Y_i}} + \varepsilon$$

dove:

- $\beta_{Levered_i}$  = coefficiente *beta levered* della società i-esima, determinato regredendo i rendimenti mensili di ciascuna società con i rendimenti mensili dell'indice di mercato (STOXX 600) lungo un orizzonte di cinque anni al 30.04.2018<sup>14</sup>; Al fine di incrementare la significatività delle analisi sono stati esclusi i rendimenti che costituissero *outliers* tramite intervallo di confidenza al 95%; tutti i coefficienti *beta* sono stati testati in relazione alla loro significatività statistica escludendo quelli con valore di significatività superiore al 10% o con R<sup>2</sup> aggiustato inferiore al 5%; i beta storici così stimati sono stati aggiustati al fine di renderli prospettici tramite formula di Blume;
- $\frac{D}{E_{Avg.5Y_i}}$  = grado di leva finanziario (*leverage*) = rapporto di indebitamento medio del periodo 2013-2017 per la società i-esima, costruito sulla base del

---

<sup>14</sup> Fine del mese precedente la data di riferimento della valutazione

rapporto tra posizione finanziaria netta a valori di libro<sup>15</sup> di fonte *Factset Fundamentals* e il valore di mercato dell'*equity* al termine di ciascun anno<sup>16</sup>.

Il parametro della relazione  $\gamma_{Leverage}$  esprime l'incremento di coefficiente *beta* derivante da grado di leva finanziaria mentre l'intercetta  $\alpha$  rappresenta il *beta unlevered* ( $\beta_{Unlevered}$ ) di società operanti nel comparto alberghiero.

Tenuto conto delle sole osservazioni per cui fossero disponibili tutte le informazioni ed escludendo una società (Warimpex Finanz- und Beteiligungs AG), il cui rapporto di leva finanziaria costituisce un outlier (D/E medio 5,79), il campione di società analizzato è composto da 13 osservazioni. I dati di input ed i risultati della regressione sono presentati nella tabella 3.3.3 mentre il grafico 3.3.4 illustra la relazione tra coefficiente *beta* e grado di leva finanziaria (*leverage*).

L'intercetta della regressione, che rappresenta il *beta unlevered*, è pari a 0,862 e risulta statisticamente significativa all'1%.

Anche la variabile *leverage* risulta significativa all'1%. La regressione riesce a spiegare il 47% della varianza dei *beta* di mercato delle società alberghiere quotate ad evidenza della stretta relazione fra leva finanziaria e rischio sistematico nel settore di riferimento.

Il costo del capitale *unlevered* per il ramo Hotel di  è pari a:

$$coc_{Ramo} = r_f + \beta_{Unlevered\_Ramo} \times ERP = 2,01\% + 0,862 \times 5\% = \mathbf{6,30\% \text{ Rounded}}$$

---

<sup>15</sup> Non sono disponibili sufficienti informazioni al fine di estrarre un valore di mercato del debito per tutte le società del campione.

<sup>16</sup> La scelta di considerare il termine di ciascun anno quale data di misurazione del rapporto D/E è legata al fatto che sono disponibili maggiori informazioni. Qualora il dato al 2017 non fosse ancora disponibile è stata utilizzata la media nei cinque esercizi precedenti (2012-2016).

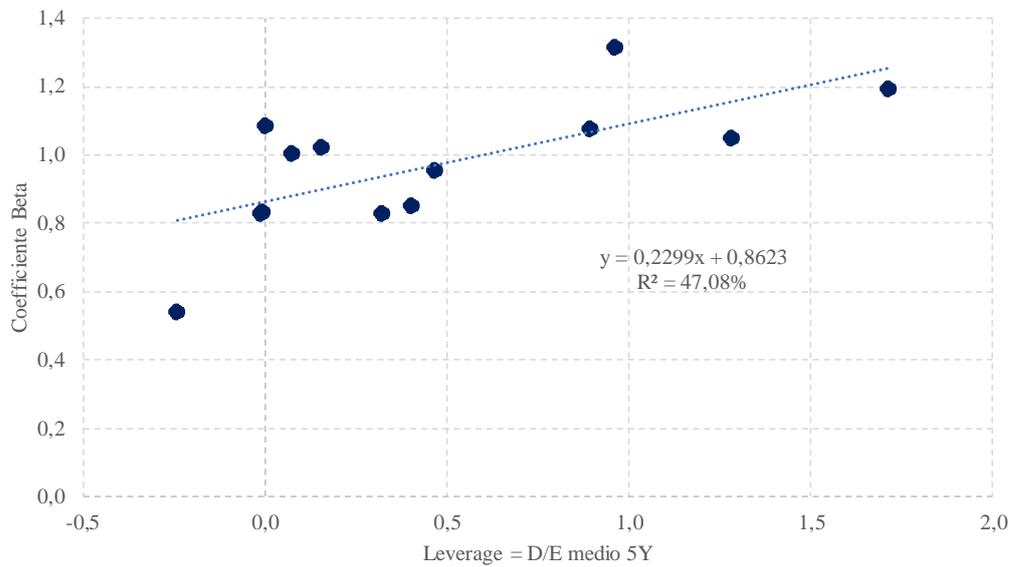
**Tabella 3.3.3: Dati di input e sintesi dei risultati dell'analisi di regressione tra coefficienti beta e leverage**

Company Name	Symbol	Country	Index Code	Currency	beta	DE	RQ
Accor SA	FR0000120404	FR	183660	EUR	1,004	0,074	34,3%
Action Hotels Plc	JE00BFZD1492	AE	183660	EUR	1,048	1,284	14,3%
Dalata Hotel Group Plc	IE00BJMZDW83	IE	183660	EUR	0,834	-0,008	12,5%
Hydro Hotel Eastbourne Plc	GB0004495403	GB	183660	EUR	0,542	-0,241	14,6%
InterContinental Hotels Group Plc	GB00BD8QVH4	GB	183660	EUR	1,023	0,155	37,3%
Meliá Hotels International SA	ES0176252718	ES	183660	EUR	0,853	0,403	24,3%
Millennium & Copthorne Hotels Plc	GB0005622542	GB	183660	EUR	0,829	0,320	24,5%
NH Hotel Group SA	ES0161560018	ES	183660	EUR	0,957	0,468	23,3%
Orascom Development Holding AG	CH0038285679	CH	183660	EUR	1,078	0,893	11,4%
Orbis SA	PLORBIS00014	PL	183660	EUR	0,830	-0,011	15,4%
Pierre & Vacances SA	FR0000073041	FR	183660	EUR	1,316	0,962	28,0%
Rezidor Hotel Group AB	SE0001857533	BE	183660	EUR	1,083	0,003	22,1%
Sonae Capital, SGPS, SA	PTSNP0AE0008	PT	183660	EUR	1,195	1,715	18,4%

$\alpha = \text{Intercetta} = \text{beta unlevered}$	0,862
$\gamma_{\text{Leverage}}$	0,230
$R^2$	47,1%

**Tabella 3.3.4: Relazione tra coefficienti beta e leverage di società alberghiere quotate europee**



---

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

---

#### IV. STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE

##### 4.1 La stima sulla base del *market approach* del complesso immobiliare

Il principale *asset* di Omissis è rappresentato dal complesso immobiliare che ospita l'Hotel La Palma e la Taverna Anema & Core.

Le strutture alberghiere costituiscono di per sé immobili parzialmente diversi dalle normali unità immobiliari per via delle caratteristiche dell'immobile (impianti, struttura, aree comuni), della destinazione d'uso, della dimensione che rende una struttura alberghiera non comparabile rispetto ad un condominio, un'abitazione indipendente, un negozio, ecc. Per quanto sia infatti possibile ipotizzare un diverso uso della struttura, è sempre necessario tener conto dei costi di ri-conversione della stessa, delle autorizzazioni necessarie, ecc.

L'attività di stima del valore di mercato di una struttura alberghiera diventa tanto più complessa quanto più l'attività ha caratteristiche specifiche in quanto non sono disponibili operazioni di compravendita di attività similari.

Nel caso in esame, l'Hotel La Palma rappresenta un *unicum* sia per la sua storia sia per le caratteristiche tecniche quali la dimensione (72 camere, sale riunioni e area ristorante), la collocazione geografica (nel pieno centro storico e in prossimità dei negozi di moda) e la struttura architettonica (ben amalgamata con Via Vittorio Emanuele, di cui costituisce anche polo di attrazione<sup>17</sup>).

---

<sup>17</sup> A titolo meramente esemplificativo della capacità attrattiva della struttura, molti turisti entrano nell'hotel per ammirare il giardino floreale allestito nell'atrio esterno dell'Hotel, che è diventato una vera e propria attrazione turistica grazie al fatto che l'hotel si colloca in una via di passaggio del centro storico di Capri.

Lo scrivente ha quindi chiesto che la Curatela richiedesse ad un esperto indipendente la stima del valore di mercato del complesso immobiliare, che la Curatela ha identificato nell'Ing. Pasquale Vetrano.

L'ing. Vetrano ha stimato il valore di mercato al 18 Aprile 2018 del complesso immobiliare di Omissis, suddividendo le aree di pertinenza del ramo Hotel e le aree concesse in locazione alla taverna Anema & Core, come segue:

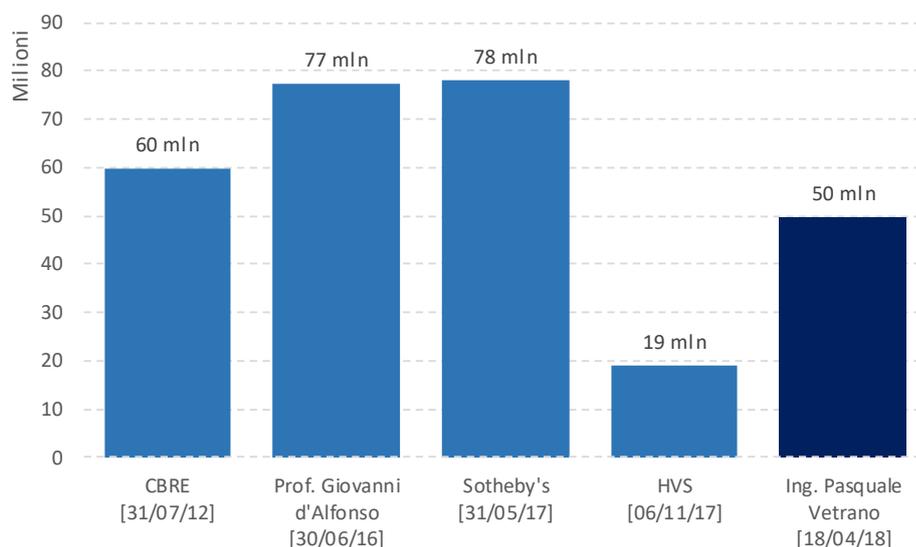
- Lotto 3F: Capri, Via Vittorio Emanuele 37/39 (Ramo Hotel la Palma) = 46'660'000 Euro;
- Lotto 3G: Capri, Via Sella Orta, 1 (locali concessi in locazione ad A&C con contratto registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Napoli il 29.04.2013) = 3'086'000 Euro;

per un controvalore complessivo di 49'746'000 Euro.

Le caratteristiche di unicità dell'*asset* possono condurre tuttavia a stime molto diverse in relazione alla prospettiva di valutazione adottata dagli esperti. E' sufficiente richiamare le altre stime formulate da altri esperti incaricati nel corso del tempo da Omissis, dalle relative procedure concorsuali e dai commissari giudiziali intervenuti nel semestre antecedente il fallimento della controllante Omissis.

Il grafico 4.1.1 e la tabella 4.1.2 riportano sinteticamente i valori cui sono giunti gli esperti, le date di riferimento delle rispettive valutazioni nonché le configurazioni di valore e le prospettive di valutazione adottate.

**Tabella 4.1.2: Resoconto delle stime formulate dagli esperti immobiliari indipendenti**



Nonostante vi sia una ampia dispersione delle stime, è possibile ricondurre parte della dispersione alle specifiche scelte valutative via via compiute. In particolare:

1. la stima CBRE ipotizza il massimo e miglior uso della struttura ipotizzando una conversione a residenziale delle aree alberghiere e la separazione delle aree più commerciali (ristorante e sale riunione) per indirizzarle ad una destinazione più specifica (ristorante e negozi); la stima CBRE è inoltre al lordo dei costi di riconversione e fa riferimento a condizioni di mercato del 2012;
2. la stima Sotheby's ipotizza la valorizzazione della struttura tramite l'upgrading dell'Hotel ed il passaggio alla categoria 5 stelle, tenendo conto dei costi di riconversione; la stima è particolarmente interessante perché mantiene la destinazione alberghiera della struttura ma adotta la prospettiva

di un partecipante al mercato (investitore strategico) interessato a riqualificare il posizionamento competitivo dell'hotel;

3. la stima HVS si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (prospettiva indefinita) ad un tasso del 9,80%, significativamente superiore rispetto al costo del capitale *unlevered* (che rappresenta, come già illustrato nel precedente paragrafo 3.4, una misura prudente di costo del capitale in quanto esclude i benefici fiscali sul debito). Il prezzo al metro quadro implicito nella stima HVS è pari a 3'500 e risulta significativamente al di sotto del più basso prezzo censito nel 2017 sia da OMI che da Nomisma per qualsiasi tipologia di immobile a Capri (dove si ricorda che OMI fornisce anche una quotazione minima per abitazioni economiche che risulta pari a 4800 euro al metro quadro!).

Il prezzo al metro quadro pari a 3'500 risulta inferiore anche a qualsiasi prezzo minimo registrato da Nomisma per tutte le categorie di immobili considerate (e riportate nel capitolo 3) a Capri nell'arco degli ultimi 10 anni (il prezzo minimo fa riferimento al prezzo di abitazioni civili usate nel 2009, anno successivo alla crisi finanziaria ed in presenza di evidenti distorsioni di mercato connesse alla necessità da parte di alcuni soggetti di liquidare attività in forma accelerata). Tale stima è quindi da escludere ai fini delle presenti analisi in quanto disallineata rispetto alle evidenze di mercato.

**Tabella 4.1.2: Resoconto delle stime formulate dagli esperti immobiliari indipendenti**

<i>Valori in €</i>				
<b>Esperto</b>	<b>Data</b>	<b>Valore stimato</b>	<b>Oggetto dichiarato della valutazione</b>	<b>Configurazione di Valore</b>
CBRE	31/07/2012	59'800'000	Complesso immobiliare	Massimo miglior uso (lordo costi conversione)
Prof. Giovanni d'Alfonso	30/06/2016	77'400'000	Azienda Alberghiera	Valore di mercato
Sotheby's	31/05/2017	78'000'000	Azienda Alberghiera	Miglior uso (netto costi conversione)
HVS	06/11/2017	19'100'000	Azienda Alberghiera	Market Value
Ing. Pasquale Vetrano	18/04/2018	49'746'000	Azienda Alberghiera	

Il profilo più interessante che emerge dall'analisi delle stime degli esperti è la presenza di differenti possibili destinazioni d'uso della struttura. Tra gli utilizzi alternativi per un generico partecipante al mercato troviamo:

- *upgrade* della struttura alberghiera con passaggio a categoria superiore (4 stelle *superior* o 5 stelle); ottimizzazione dell'area ristorante favorendo una ancor maggiore apertura alla frequentazione da parte di terzi non clienti dell'albergo; modifica della destinazione d'uso di parte delle aree attualmente adibite a sale conferenza e magazzino con introduzione di servizi ad uso dell'hotel (piscina/sauna/palestra) e di terzi;
- suddivisione dell'immobile per valorizzarne differenti migliori destinazioni d'uso, con conversione a residenziale delle aree alberghiere e sfruttamento commerciale (negozi, ristoranti) delle aree a piano terreno.

Le possibilità di *upgrading* della struttura é riflessa in vario grado tanto nelle valutazioni Sotheby's quanto nelle valutazioni CBRE ed in parte anche nella stima di valore dell'Ing. Vetrano.

È quindi necessario che la stima del valore dell'azienda non trascuri la componente di valore inespresso dal complesso immobiliare nella sua attuale destinazione d'uso ma che gli esperti immobiliari considerano nelle loro valutazioni. Ciò equivale a considerare la prospettiva di un potenziale acquirente in asta del complesso alberghiero che conti di mantenere la gestione alberghiera nelle attuali condizioni solo a condizione che la stessa restituisca redditività allineate a quelle dei migliori utilizzi alternativi del complesso immobiliare.

Prima di procedere con la stima dell'Enterprise Value di Omissis, al fine di fornire un'ulteriore verifica di ragionevolezza del valore di mercato del complesso immobiliare stimato dall'Ing. Vetrano si è compiuta un'analisi autonoma sulla base dei dati di mercato (paragrafo 4.2).

#### **4.2 La verifica della stima di valore del complesso immobiliare tramite *market approach* fondato su transazioni comparabili**

La stima del valore del complesso immobiliare tramite criterio di mercato richiede di far riferimento a transazioni comparabili. Si è proceduto al censimento delle transazioni aventi ad oggetto il trasferimento di singole strutture alberghiere, di controvalore pari ad almeno 5 milioni di euro. L'analisi esclude le transazioni aventi per oggetto società alberghiere che operano con più strutture alberghiere. Le fonti informative sono rappresentate dai reports annuali HVS (che censiscono le operazioni a livello europeo, quindi includendo le principali operazioni avvenute in Italia), dalle transazioni censite nelle valutazioni di Omissis compiute dagli esperti immobiliari in precedenza citati e da operazioni estratte a mezzo stampa. Complessivamente il campione è composto da 38 osservazioni distribuite lungo l'ultimo decennio (periodo 2008-2017). Trattandosi di un orizzonte temporale che si colloca a valle della crisi finanziaria globale, si ritiene che nonostante sia un periodo molto protratto rappresenti comunque le condizioni ancor oggi prevalenti sul mercato del trasferimento di strutture alberghiere.

Nella valutazione sulla base del criterio di mercato è escluso l'affitto del seminterrato alla Taverna Anema e Core. I parametri dell'analisi di regressione restituiscono quindi il valore dell'albergo esclusa la Taverna.

Nel comparto alberghiero i principali driver dei prezzi relativi a strutture alberghiere<sup>18</sup> sono riconducibili a:

- il numero di camere: tale parametro definisce infatti la capacità “produttiva” dell'azienda alberghiera;
- i servizi forniti dalla struttura: il livello di servizi è funzione sia delle caratteristiche della struttura alberghiera (dimensione delle camere, qualità delle finiture, accessori presenti nelle camere, presenza di ristoranti e bar interni, presenza di piscine e/o locali di intrattenimento, ecc) sia delle scelte gestionali (frequenza di pulizia delle camere, presenza di personale a disposizione della clientela, ecc). Tali caratteristiche definiscono la categoria (numero di stelle) dell'albergo, cui dovrebbe corrispondere un indicatore sintetico di qualità della struttura;
- la *location*: la collocazione della struttura è uno dei principali *driver* di valore in quanto il prezzo che i clienti sono disposti a riconoscere per il servizio di ospitalità è direttamente proporzionale all'attrattività della destinazione del viaggio e alla c.d. *scarcity* dell'offerta nel luogo di destinazione ovvero la presenza di domanda del servizio superiore all'offerta.

---

<sup>18</sup> I tassi di *occupancy* e le performance economiche (marginalità, pricing delle camere, ecc) sono driver di valore dell'azienda alberghiera e non della struttura alberghiera, in quanto sono funzione delle scelte strategiche del soggetto di controllo e della direzione dell'hotel.

Questi stessi *driver* hanno diretto impatto sui ricavi dell'azienda alberghiera e, di conseguenza, sui risultati. Infatti:

- un maggior numero di camere consente di ospitare un maggior numero di clienti e quindi di innalzare il livello dei servizi (per via delle economie di scala sui costi fissi connessi ai servizi offerti);
- crescenti livelli di servizio e la collocazione della struttura in location più esclusive consentono all'azienda alberghiera di praticare prezzi più elevati rispetto a strutture con livelli di servizio inferiori e/o collocazione periferica rispetto alla destinazione preferita dai clienti.

Al fine di cogliere tali aspetti si è scelto di stimare il valore della struttura alberghiera sulla base del multiplo *Price per room* (catturando implicitamente il primo driver di valore) di transazioni comparabili, declinato, tramite analisi di regressione, rispetto ai driver di valore indicati in precedenza, ovvero il livello (di servizio) della struttura (categoria = numero di stelle) e la *location* della stessa.

L'equazione ricercata è la seguente:

$$\ln\left(\frac{Price}{N^{\circ} of rooms}\right) = \alpha + \gamma_{Star} \cdot Star + \gamma_A \cdot A\_Location + \gamma_B \cdot B\_Location + \varepsilon$$

dove:

- $\frac{Price}{N^{\circ} of rooms}$  = rappresenta il prezzo della transazione comparabile avente ad oggetto una struttura alberghiera acquisita dotata di N° camere;
- *Star* = la variabile assume valore numerico corrispondente al numero di stelle attribuite alla struttura alberghiera. Nel caso di hotel classificati come 5 stelle lusso la variabile assume valore pari a 6;

- *A\_Location* = la variabile assume valore unitario se la struttura alberghiera oggetto di trasferimento si colloca nel centro delle principali città mete turistiche in Italia (Roma, Venezia, Firenze, Milano) o in località turistiche particolarmente esclusive (tra cui Capri e Taormina);
- *B\_Location* = la variabile assume valore unitario se la struttura alberghiera si trova nel centro delle città italiane minori e nel semi-centro di Roma, Venezia, Firenze e Milano, o in luoghi di villeggiatura rinomati (ad es. Baia Chia in Sardegna).

L'elenco delle informazioni utilizzate ai fini dell'analisi è presentato in Allegato 2.

La tabella 4.2.1 riporta i risultati dell'analisi di regressione che offre una buona capacità esplicativa ( $R^2 = 70\%$ ). Tutte le variabili risultano statisticamente significative all'1%, con la sola eccezione della variabile rappresentativa del numero di stelle che risulta significativa al 5% se si tiene conto della *location* (significativa all'1%).

**Tabella 4.2.1: Sintesi dell'analisi di regressione sul campione di transazioni di strutture alberghiere italiane sopra i 5 milioni di euro**

VALUE MAP REGRESSION ANALYSIS		
Method: <i>Ordinary Least Square</i>		
Equation: $\ln\left(\frac{\text{Price}}{\text{N}^{\circ} \text{ of rooms}}\right) = \alpha + \gamma_{\text{Star}} \cdot \text{Star} + \gamma_A \cdot A\_Location + \gamma_B \cdot B\_Location + \varepsilon$		
Dependent Variable = Log of Room Price		
<i>Independent Variables</i>		
C	10,661 *** (23,616)	9,585 *** (17,699)
$\gamma_{\text{Star}}$	0,231 ** (2,097)	0,634 *** (5,366)
$\gamma_{A\text{-location}}$	0,989 *** (4,412)	
$\gamma_{B\text{-location}}$	0,607 *** (2,997)	
<b>Number of Observations</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
<b>Adj R<sup>2</sup></b>	<b>70,06%</b>	<b>42,89%</b>

L'applicazione dei parametri della regressione alla struttura di Omissis restituisce un prezzo per camera pari a:

- € 530.000, sulla base dell'ipotesi di mantenimento della classificazione 4 stelle e della location esclusiva in cui la struttura si colloca;
- € 840.000 sulla base dell'ipotesi di riconversione a 5 stelle lusso.

La stima del valore dell'albergo considera due diversi scenari (mantenimento 4 stelle o *upgrading* a 5 stelle lusso) considerati, il numero di camere complessive (72) e tiene conto nel caso di riconversione a 5 stelle lusso del costo stimato da Sotheby's nel report di Maggio 2017 relativo ad Omissis (pari a 10 milioni di euro).

Il valore di mercato della struttura alberghiera, esclusa la Taverna Anema & Core, è stato posto pari alla media dei valori dei due scenari, per tener conto delle potenzialità della struttura, ed è pari ad € 44,3 milioni.

**Tabella 4.2.2: Stima del valore di mercato della struttura alberghiera di Omissis (ex aree taverna A&C)**

	Coef	Valore	Hp: 4 Stelle [● = 4]	Hp: 5 Stelle L [● = 6]
Intercetta	10,661	1	10,66	10,66
$\gamma_{Star}$	0,231	(●)	0,92	1,38
$\gamma_{A-location}$	0,989	1	0,99	0,99
$\gamma_{B-location}$	0,607	1	0,61	0,61
Prezzo stimato Camera			529'602	840'085
n° Camere			72,00	72,00
Price per room			38'131'331	60'486'114
Costi di riconversione				10'000'000 *
Price			38'131'331	50'486'114
<b>Valore di mercato</b>			<b>44'308'722</b>	

\* Stima Sotheby's, Maggio 2017

Per quanto attiene alla Taverna Anema & Core, si è accolta l'ipotesi formulata da più esperti immobiliari che il contratto di locazione in essere sarà rinnovato dall'attuale affittuario in quanto è ormai diventato una vera e propria icona dell'isola di Capri. Pertanto il canone di affitto corrente (pari ad € 219 migliaia) è stato proiettato in perpetuo ad un tasso di capitalizzazione pari al differenziale tra il costo del capitale di un'azienda alberghiera (pari al 6,3%, per tener conto del rischio di mancato rinnovo dei contratti futuri) ed il saggio di inflazione di lungo termine italiano (pari all'1,62%, per tener conto del fatto che il contratto prevede un adeguamento annuale del canone all'indice di crescita dei prezzi al consumo).

Il valore di mercato delle aree locate alla Taverna Anema & Core è quindi pari ad € 3,4 milioni (Tabella 4.2.3). Tale valore risulta ragionevole in quanto l'*income yield* implicito dell'immobile (calcolabile come rapporto tra il canone di locazione lordo d'imposta ed il valore dell'area oggetto di locazione), pari al 6,5%, è superiore agli *income yield* di tutte le categorie immobiliari di Capri (e significativamente

superiore agli *income yield* di aree adibite a magazzino, pari al 3,77% al 2017 così come desunti dall'analisi di dati della banca dati dell'Agenzia delle Entrate – OMI)<sup>19</sup>.

**Tabella 4.2.3: Stima del valore di mercato dei locali concessi in locazione alla taverna A&C**

Valori in €	
Canone annuo di affitto taverna Anema e Core 2017	219'211
Tasso di inflazione atteso 2018	1,64%
Canone annuo di affitto taverna Anema e Core 2018	222'802
Imposte sui redditi	-64'546
Risultato netto differenziale	158'256
Costo del capitale	6,30%
Saggio di inflazione di LT italiano (Fonte:WEO)	1,62%
<b>Valore Aree oggetto di Contratto A&amp;C</b>	<b>3'383'711</b>
<i>Income Yield implicito (= Canone lordo / Valore)</i>	<i>6,48%</i>

Il valore complessivo della struttura alberghiera di Omissis, stimato per somma tra il valore di mercato ricavato dalla regressione (media di due ipotesi) ed il valore attuale delle superfici locate alla Taverna Anema & Core, è pari ad € 47,7 milioni, valore molto prossimo alla stima formulata dall'Ing. Vetrano (€ 49,7 milioni), sulla base di un percorso valutativo diverso ed indipendente.

Il prezzo al metro quadro implicito nelle stime è compreso tra 8.700 e 9.000 euro ed è coerente con i prezzi registrati da OMI e Nomisma su immobili del centro di Capri.

<sup>19</sup> Si segnala peraltro che la stima del valore di tali aree non può prescindere dal valore del contratto sottostante e che il medesimo valore si giustifica sulla base della somma tra il valore di mercato delle aree ipotizzandone un utilizzo quale magazzino ed il valore derivante dalla locazione delle medesime ad A&C per una durata di 20 anni (la taverna ha iniziato la propria attività nel 1999, ovvero circa 20 anni fa).

Tabella 4.2.4: Stima del valore di mercato della struttura alberghiera

tramite criterio delle *value map*

<i>Valori in €</i>	<b>Perizia Ing. Vetrano</b>	<b>Market Approach (VMAP)</b>
Hotel	46'660'000	44'308'722
Anema & Core	3'086'000	3'383'711
<b>Valore di mercato perimetro immobiliare <input type="text"/></b>	<b>49'746'000</b>	<b>47'692'433</b>
mq complessivi	5'499	5'499
<b>Prezzo/mq</b>	<b>9'046</b>	<b>8'673</b>

## V. IL VALORE DI REALIZZO DELLA PARTECIPAZIONE OMISSIS IN IPOTESI DI LIQUIDAZIONE COATTIVA FALLIMENTARE

### 5.1 La stima dell'Enterprise Value di Omissis **tramite *income approach*** **(criterio DCF)**

Ai fini della stima dell'*Enterprise Value* (di qui EV) di Omissis si è adottato il criterio del *discounted cash flow* (DCF) *asset side*, che stima l'EV per somma di due addendi e un minuendo:

- (addendo) il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* proiettabili lungo un orizzonte di previsione esplicita pari a 6 anni (2018-2023);
- (addendo) il valore attuale del valore di smobilizzo al 31.12.2023 del complesso immobiliare assunto pari al prezzo corrente. Tale ipotesi si giustifica in relazione al fatto che, sebbene il patrimonio immobiliare nel lungo termine tenda a crescere di valore nominale in misura proporzionale alla dinamica inflattiva, i prezzi degli immobili a Capri hanno registrato delle flessioni nel passato più recente. In tal senso assumere un valore di mercato costante è un'ipotesi ragionevolmente prudente; ai fini della stima dell'EV di Omissis si è tenuto conto sia della stima dell'Ing. Vetrano sia della stima fondata sull'analisi di transazioni comparabili;
- (minuendo) la liquidazione del capitale circolante netto negativo al 31.12.2017 esclusa la componente di risconti passivi relativa a contributi già erogati<sup>20</sup>.

ovvero secondo la seguente formulazione:

---

<sup>20</sup> A riguardo si segnala che i flussi attesi escludono la componente di altri ricavi entro cui sono classificati i contributi (i.e. riprese di risconti passivi, in quanto contributi già erogati, quindi *non cash items*). Pertanto nessuna rettifica di valore è richiesta rispetto alla presenza di risconti passivi che, come detto, non costituiscono una passività di Omissis verso terzi.

$$EV_{t_0} = \sum_{t=2018}^{2023} \frac{FCF_t}{(1+coc)^{t-t_0}} + \frac{V_{Smobilizzo,t_{2023}}}{(1+coc)^{t_{2023}-t_0}} - CCN_{t_0}$$

dove:

- $FCF_t$  = free cash flow dell'esercizio t;
- $coc$  = costo del capitale, pari al 6,30%;
- $V_{Smobilizzo,t_{2023}}$  = prezzo di cessione del complesso immobiliare al 2023, assunto pari al valore di mercato del complesso immobiliare stimato ad oggi;
- $CCN_{t_0}$  = capitale circolante netto negativo al 31.12.2017, esclusi i risconti passivi;
- $t$  = i flussi si ipotizzano riferiti al 31 Ottobre dell'anno t, in quanto tale data coincide con la chiusura della stagione;
- $t_0$  = data di riferimento della valutazione, corrispondente al 30 Aprile 2018.

È opportuno rilevare come la va come nella formula valutativa rientri l'intero flusso 2018 nonostante la valutazione sia riferita al 30 Aprile 2018. Il rationale di tale ipotesi è legato da un lato al fatto che la stagione operativa 2018 è iniziata il 29 Marzo 2018 e pertanto la quasi totalità dei flussi finanziari è distribuita a valle della data di riferimento della valutazione e dall'altro all'indisponibilità di una situazione patrimoniale infra-annuale alla data di riferimento della valutazione (la situazione patrimoniale utilizzata in questa sede fa riferimento al 31.12.2017).

La determinazione dei free cash flows (FCF) si è fondata sulla seguente equazione:

$$FCF_t = [Ricavi_t \cdot EBITDA\ Margin_t + Canone\ Affitto_{Taverna\ A\&C,t} - CAPEX] \cdot (1 - Tax\ Rate)$$

sulla base delle seguenti ipotesi:

1. **Ricavi:** i ricavi 2018-2023 di Omissis sono stati stimati sulla base dei parametri della relazione riportata nel grafico 3.2.7 e delle previsioni di GDP (prodotto interno lordo) italiano di fonte IMF<sup>21</sup> riportate in nota<sup>22</sup>;
2. **EBITDA Margin:** la marginalità è stata ipotizzata convergere dal valore corrente (2017) sino ad un valore target del 25%, allineato a quello di hotel comparabili, così come illustrato in dettaglio nella precedente tabella 3.2.11;
3. **Canone di affitto Taverna A&C:** il canone di affitto della taverna A&C è stato stimato montando il canone 2017 dell'inflazione attesa di fonte IMF tra il 2018 ed il 2023 (l'adeguamento del canone all'inflazione italiana è previsto dal contratto);
4. **CAPEX:** si è ipotizzato che gli investimenti di mantenimento siano ben allineati sia agli investimenti medi storici (rivalutati a valori correnti tramite indici ISTAT di prezzi al consumo) sia agli ammortamenti medi storici ed è quindi stato ipotizzato un importo forfettario di *capex* (ed ammortamenti) pari a 600 migliaia di euro. La tabella 5.1.1 riporta la serie storica degli investimenti e dei *capex* a far data dal 2000, mostrando come gli investimenti di mantenimento (*capex*) a valori correnti siano in media e mediana nell'intorno di € 600 migliaia di euro all'anno, valore che risulta sufficientemente allineato con gli ammortamenti medi storici (in media e mediana pari ad € 630 e 640 migliaia<sup>23</sup>);

---

<sup>21</sup> World Economic Outlook, Aprile 2018

<sup>22</sup> Stime GDP Italia National Currency:

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1716,2	1760,0	1803,5	1845,1	1887,4	1932,1	1977,7

<sup>23</sup> Tali ammortamenti includono la componente di ammortamento delle strutture dell'hotel, su cui non sono previsti interventi di mantenimento nel breve e medio termine.

**Tabella 5.1.1: Capex ed ammortamenti storici di**

<i>Valori in €</i>	CAPEX	Ammortamenti	CAPEX a valori correnti
1999		524'253	
2000	530'478	560'575	707'658
2001	1'036'066	641'545	1'345'850
2002	424'928	612'087	538'809
2003	818'269	631'594	1'013'017
2004	955'773	628'638	1'160'308
2005	496'453	718'836	592'765
2006	1'038'330	757'620	1'214'846
2007	701'808	806'165	807'079
2008	683'664	836'726	761'602
2009	276'029	872'564	305'288
2010	519'345	900'879	565'567
2011	349'690	897'089	371'021
2012	83'418	514'377	85'837
2013	80'818	487'912	82'273
2014	265'805	461'993	270'058
2015	692'671	450'667	704'446
2016	326'481	430'375	332'358
2017	163'357	414'640	164'500
Media	524'632	639'397	612'405
Mediana	507'899	628'638	579'166

5. Imposizione fiscale pari alla somma dell'aliquota IRES ed IRAP, ovvero pari al 28,97% (IRES=24% + IRAP 4,97%);
6. variazioni di capitale circolante netto assunte pari a zero, per via del fatto che il CCN operativo risulta negativo e comunque prossimo a zero (al netto dei risconti passivi su contributi già erogati).

La tabella 5.1.2 riporta la stima dell'*Enterprise Value* di  compreso tra € 35,8 e 37,3 milioni, a seconda che il prezzo di cessione a termine sia determinato sulla base della stima dell'Ing. Vetrano o tramite applicazione del criterio di mercato fondato su transazioni comparabili (*value map*).

**Tabella 5.1.2: Stima dell'Enterprise Value di  tramite criterio DCF al 30.04.2018**

<i>Valori in €</i>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ricavi Ramo Hotel	3'961'090	4'065'743	4'166'290	4'268'369	4'376'697	4'487'002
EBITDA Margin atteso	19,16%	20,33%	21,49%	22,66%	23,83%	25%
EBITDA Ramo Hotel	758'850	826'407	895'526	967'342	1'043'034	1'121'751
Canone di locazione Tavema A&C	222'802	225'718	228'874	232'371	236'110	239'942
Ammti = CAPEX	-600'000	-600'000	-600'000	-600'000	-600'000	-600'000
Cash EBIT	381'652	452'125	524'400	599'713	679'143	761'692
Tax	-110'565	-130'981	-151'919	-173'737	-196'748	-220'662
FCF	271'087	321'144	372'481	425'976	482'396	541'030
Discount Factor	0,970	0,912	0,858	0,807	0,759	0,714
VA (FCF)	262'871	292'967	319'621	343'875	366'356	386'551
<i>Stima Exit Price</i>	<i>Ing. Pasquale Vetrano</i>		<i>Value Maps + valore contratto A&amp;C</i>			
Exit Price	49'746'000		47'692'433			
Valore attuale Exit Price	35'542'133		34'074'916			
Liquidazione CCN negativo	-201'862		-201'862			
<b>Enterprise Value <input type="text"/></b>	<b>37'312'513</b>		<b>35'845'296</b>			

## 5.2 La stima dell'Enterprise Value di [ ] tramite criterio per somma di parti (SOTP)

A conforto del risultato ottenuto tramite criterio DCF si è ritenuto opportuno fornire una stima tramite criterio per somma di parti (SOTP).

Nel criterio SOTP l'Enterprise Value di [ ] è ottenuto per somma de:

1. il Valore del compendio immobiliare, comprensivo dei locali affittati alla Taverna (come stimato nel capitolo 4);
2. l'Enterprise value del ramo alberghiero, lungo un orizzonte a vita definita (coerente con l'impianto metodologico già adottato in sede di DCF);
3. il capitale circolante netto negativo;

ovvero tramite la seguente formulazione:

$$EV_{t_0} = V_{\text{Patrimonio Immobiliare}, t_0} + \left[ \overline{EBITDA}_{\text{Ramo Hotel}, E} - C_{\text{Hotel}} \right] \cdot (1 - \text{Tax Rate}) \cdot a_{n \rightarrow \text{cOC}} - CCN_{t_0}$$

dove:

- $\overline{EBITDA}_{\text{Ramo Hotel}, E}$  = EBITDA Medio atteso stimato sinteticamente sulla base

de:

- i ricavi medi storici di [ ] a valori correnti, pari ad € 3,7 milioni c.ca (Cfr Tabella 3.2.5);
- EBITDA Margin *target* pari al 19% ed allineato all'EBITDA Margin di [ ] al 2017 e lievemente superiore all'EBITDA Margin Medio e Mediano registrato da [ ] nel periodo 1999-2017 (pari rispettivamente al 15,33% ed al 18,35%);

- $C_{Hotel}$  = Canone di affitto delle aree destinate alla gestione alberghiera (esclusa Taverna A&C)
- $a_{n-coc}$  = rendita costante per n anni (6 anni) ad un tasso pari al costo del capitale (coc).

La sostanziale differenza rispetto al criterio DCF consiste nel fatto che in questo caso, i flussi di cassa del ramo alberghiero sono:

- lordi di investimenti di mantenimento (in quanto gli stessi sono sostenuti implicitamente dal ramo immobiliare);
- netti del canone di locazione della struttura alberghiera (stimato tramite parametri di mercato);
- depurati del canone di locazione della Taverna (in quanto tale voce costituisce un provento del ramo immobiliare);
- stimati sinteticamente e non analiticamente anno per anno.

Il canone di locazione della struttura alberghiera è stato stimato facendo riferimento al più alto canone di locazione per immobili residenziali signorili a Capri di fonte Nomisma (adeguato a prezzi 2018 sulla base della stima di inflazione di fonte WEO) ed alle superfici stimate dall'Ing. Vetrano con riferimento al solo perimetro del ramo Hotel (5156 mq, che escludono le aree oggetto di locazione alla Taverna A&C). Il rationale sottostante la scelta di far riferimento al massimo prezzo di immobili residenziali signorili è legato da un lato all'evidenza che il prezzo medio implicito di immobili residenziali signorili nel 2017 (9'071 €/mq) è ben allineato al valore stimato dall'Ing. Vetrano (9'046 €/mq) per  e dall'altro alle potenzialità connesse all'utilizzo del piano terra per attività a maggiore

redditività (negozi) rispetto ad immobili residenziali. Il canone è quindi stimato in misura pari ad € 2,86 milioni.

La tabella 5.2.1 riporta la stima dell'*Enterprise Value* di HLP (di qui anche valore dell'Azienda ) , compresa tra € 40,1 ed € 42,1 milioni.

**Tabella 5.2.1: Stima dell'*Enterprise Value* di  tramite criterio SOTP al 30.04.2018**

<i>Valori in €</i>	<b>Ing. Pasquale Vetrano</b>	<b>Value Maps + valore contratto A&amp;C</b>
<b>Valore di mercato patrimonio immobiliare</b>	<b>49'746'000</b>	<b>47'692'433</b>
<b>Valore attuale gestione alberghiera</b>		
Ricavi media storica a prezzi 2018 (Ramo Hotel)	3'688'542	3'688'542
EBITDA Margin target	19,16%	19,16%
EBITDA Ramo Hotel	706'637	706'637
-Canone di affitto figurativo (Ramo hotel)	-2'856'048	-2'856'048
Cash EBIT dell'azienda alberghiera	-2'149'412	-2'149'412
Tax	622'685	622'685
FCF dell'azienda alberghiera	-1'526'727	-1'526'727
Fattore di rendita @ coc per 12 anni	4,871	4,871
Valore attuale del Ramo Hotel a vita definita	-7'437'167	-7'437'167
Liquidazione CCN Negativo	-201'862	-201'862
<b>Enterprise Value <input type="text"/></b>	<b>42'106'971</b>	<b>40'053'404</b>

Il criterio per somma di parti, come il DCF ricava un Enterprise Value dell'azienda alberghiera inferiore al valore del solo immobile, ma consente di meglio comprendere la natura di tale differenza (sconto). Lo sconto trae origine da un rendimento dell'investimento inferiore al costo del capitale per un numero limitato di anni (nello specifico 6 anni). Nella prospettiva di un potenziale acquirente in asta pubblica interessato a vendere l'immobile in un contesto di mercato più favorevole, lo sconto equivale al costo opportunità implicito nell'attesa necessaria prima di poter vendere al meglio l'immobile e pertanto corrisponde al valore attuale dei minori risultati generati dall'azienda

alberghiera rispetto al massimo e miglior uso del complesso immobiliare. Poiché attendere che si affermino condizioni più favorevoli di vendita dell'immobile significa contare sulla volatilità del prezzo degli immobili, lo sconto può essere equiparato al costo di una opzione call (*at the money*) iscritta sul valore dell'immobile.

Di qui si ricava:

Enterprise Value = Valore di mercato dell'immobile - *Sconto*

e ponendo:

*Sconto* = Valore CALL

si ottiene:

*Enterprise Value* + Valore Call = Valore di mercato dell'immobile

Al fine di quantificare il valore dell'opzione si è fatto riferimento ad un'opzione call *at the money* con le seguenti caratteristiche:

- *strike price* pari al valore di mercato corrente del complesso immobiliare;
- tasso risk free pari al 2,01%;
- volatilità allineata alla volatilità dei prezzi e degli *income yield* di Capri, ovvero pari al 5% (vedi tabella 3.3.2);
- scadenza pari a 6 anni, ovvero la durata attesa della gestione alberghiera.

La tabella 5.2.2 riporta la stima del valore della call ed il confronto tra il valore di mercato del complesso immobiliare di Omissis ed il portafoglio costituito dall'Enterprise Value di Omissis + la call option.

Il confronto tra i due portafogli evidenzia uno scostamento contenuto, a testimonianza del fatto che la volatilità di prezzo degli immobili giustifica il continuare l'attività alberghiera

a rendimenti inferiori rispetto al rendimento dei soli immobili. Tale confronto risulta sostanzialmente indifferente rispetto all'orizzonte di analisi (il periodo più ridotto di rendimenti sacrificati riduce lo sconto, ma anche il valore della call), sicché l'utilizzo di un orizzonte di previsione di tre anni, non avrebbe effetti rilevanti (semmai un un contenimento del differenziale di valore tra i due portafogli).

**Tabella 5.2.2: Stima del valore della call option iscritta sul patrimonio immobiliare e confronto tra i due portafogli (azienda  + Call option; Patrimonio Immobiliare)**

<b>Opzione di rivendita</b>		
Risk Free rate	2,01%	2,01%
Expire Date	6,00	6,00
Volatility	5,00%	5,00%
Strike Price	49'746'000	47'692'433
Price = Strike Price [at the money]	49'746'000	47'692'433
d1	0,06	0,06
d2	-0,06	-0,06
N(d1)	0,52	0,52
N(d2)	0,48	0,48
N(-d1)	0,48	0,48
N(-d2)	0,52	0,52
Call Value (EUR)	5'111'809	4'900'788
Valore di mercato patrimonio immobiliare al netto del CCN negativo	49'544'138	47'490'571
Valore di mercato ricostruito per somma di EV <input type="text"/> e call	47'218'780	44'954'192
Scostamento %	-4,69%	-5,34%

Naturalmente il contesto di vendita tramite asta pubblica non consente di includere elementi speculativi relativi alla possibile dinamica di valore degli immobili e pertanto il valore di liquidazione forzata dell'azienda  è compreso tra € 40,1 ed € 42,1 milioni.

### **5.3 La stima dell'Enterprise Value di Omissis tramite applicazione dello sconto osservato in sede di asta pubblica**

L'analisi degli sconti registrati in sede di asta pubblica non risulta agevole in quanto vi è un'unica vendita tramite asta che ha avuto per oggetto un albergo comparabile per dimensione, caratteristiche e *location* a Omissis.

L'applicazione da Omissis dello sconto al valore del compendio immobiliare registrato nell'unica cessione in sede di asta pubblica di un complesso alberghiero registrata a Capri negli ultimi anni (cessione dell'*hotel* La Certosella), restituisce un *Enterprise Value* di Omissis ben allineato ai valori stimati nei precedenti § 5.1 e 5.2.

La tabella 5.3.1 riporta la stima dello sconto registrato nella vendita dell'Hotel La Certosella in sede di asta pubblica. Lo sconto è determinato dal confronto tra il valore attuale (al tasso *risk free* di più prossima scadenza) del prezzo di aggiudicazione ed il valore base dell'asta, pari ad € 13,3 milioni (fondato sulla stima di un esperto immobiliare). Lo sconto così determinato è pari al 24,7%.

Ipotizzando una cessione atomistica delle attività (cessione dell'immobile tramite asta pubblica e liquidazione del circolante negativo utilizzando i proventi dell'asta), l'*Enterprise Value* in sede di liquidazione forzata di Omissis risulterebbe compreso tra € 35,7 ed € 37,3 milioni (tabella 5.3.2).

**Tabella 5.3.1: Determinazione dello sconto rispetto al valore di mercato stimato da un esperto indipendente rinvenuto in sede di aggiudicazione dell'Hotel La Certosella (Capri)**

Data	Importo	Tipologia	Esito
05/09/2014	13'238'599	senza incanto	deserta
23/09/2014	13'238'599	con incanto	non aggiudicata
24/02/2015	9'928'949	senza incanto	deserta
10/03/2015	9'928'949	con incanto	deserta
30/03/2016	9'928'949	senza incanto	Aggiudicata a 10.010.100

*Valori in €*

Base d'asta	13'238'599
Prezzo Aggiudicazione	10'010'100
Risk Free	0,27%
Tempo tra prima asta e vendita	1,57
Valore attuale Prezzo Aggiudicazione	9'968'680
<b>Sconto</b>	<b>-24,70%</b>

Fonte: dati estratti a mezzo stampa. Ai fini della successione dei diversi tentativi di vendita, si è fatto uso delle informazioni riportate nel portale [www.astegiudiziare.it](http://www.astegiudiziare.it)

**Tabella 5.3.2: Stima dell'Enterprise Value di  in ipotesi di liquidazione delle attività in sede di asta pubblica al 30.04.2018**

*Valori in €*

Valore di mercato perimetro immobiliare	49'746'000	47'692'433	<i>a</i>
<input type="text"/>			
Sconto in sede di asta pubblica	-24,70%	-24,70%	<i>b</i>
Liquidazione CCN negativo	-201'862	-201'862	<i>c</i>
<b>Valore di liquidazione forzata assets</b>	<b>37'256'934</b>	<b>35'710'595</b>	$d = a \times (1+b) + c$

#### 5.4 La stima dell'*equity value* 100% di

La stima dell'*equity value* di  è ricavata per somma algebrica dei seguenti addendi e minuendi:

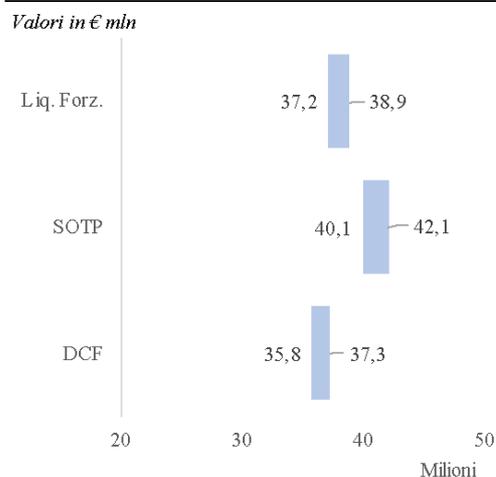
(+) *Enterprise Value*

(-) Posizione Finanziaria netta al 31.12.2017

(-) Fondo trattamento di fine rapporto al 31.12.2017.

La figura 5.4.1 riporta la sintesi delle differenti stime di *Enterprise Value* di  presentate nei precedenti paragrafi. Tutte le stime convergono in un range compreso tra € 35,8 ed € 42,1 milioni.

**Tabella 5.4.1: Stima dell'*Enterprise Value* di  al 30.04.2018**



La tabella 5.4.2 riporta la stima dell'*equity value* 100% di  al 30.04.2018, compresa tra € 33 ed € 35 milioni.

Tabella 5.4.2: Stima dell'*equity value* 100% di  al 30.04.2018

<i>Valori in €</i>		
<i>Base valori immobiliari</i>	<i>Perizia Ing. Vetrano</i>	<i>Market Approach (VMAP)</i>
Enterprise Value del ramo	38'892'139	37'203'099
Posizione Finanziaria netta al 31.12.2017	-4'113'041	-4'113'041
TFR al 31.12.2017	-69'205	-69'205
Equity Value 100% <input type="text"/>	34'709'894	33'020'853
<b>Equity Value 100%</b> <input type="text"/> <i>rounded</i>	<b>35'000'000</b>	<b>33'000'000</b>

## VI. CONCLUSIONI

Il sottoscritto Prof. Mauro Bini – ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale L. Bocconi di Milano - è stato incaricato dalla curatela fallimentare<sup>24</sup> (di seguito anche Curatela) di Omissis (di seguito anche Omissis) di stimare il valore di smobilizzo in liquidazione forzata della partecipazione pari al 100% del patrimonio netto di Omissis (di seguito anche Omissis) che costituisce dunque l'unità oggetto di valutazione. Poiché Omissis ha al proprio attivo fallimentare crediti a breve e lungo termine nei confronti di Omissis per un importo complessivo di 4'797'700 Euro e poiché la curatela intende inserire una clausola nel bando di vendita per cui tale importo dovrà essere liquidato alla Curatela in sede di vendita, la presente valutazione ha considerato tale debiti infragruppo alla stregua di un debito verso terzi e lo ha incluso nella posizione finanziaria netta. Pertanto il valore della partecipazione è espresso al netto di tale debito.

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 configurazione di valore stimata è il valore di smobilizzo in liquidazione forzata (PIV.I.6.7. e PIV III.1.10), ovvero 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.

---

<sup>24</sup> Il Collegio dei Curatori del Fallimento è composto dal dott. Giovanni Alari, dal Dott. Luciano Caiazza e dall'avv. Vincenzo Ruggiero.

La data di riferimento della valutazione è il 30 aprile 2018.

Poiché il principale asset di Omissis è costituito dal complesso immobiliare che ospita l'Hotel La Palma (gestito da Omissis) e la Taverna Anema e Core (gestita da terzi), la stima del valore di liquidazione forzata muove dal valore di mercato del patrimonio immobiliare di Omissis, stimato sulla base della perizia di un esperto immobiliare indipendente (49'746'000 Euro) e sulla base dell'analisi di transazioni comparabili (47'692'433 Euro).

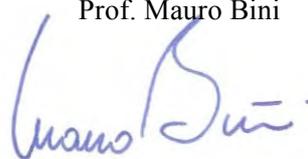
La stima del valore del 100% del patrimonio netto di Omissis è desunta per somma de:  
a) l'*Enterprise Value* di Omissis; b) le passività di natura finanziaria di Omissis (Posizione Finanziaria Netta inclusiva del debito infragruppo e fondo trattamento fine rapporto).

Ai fini della stima dell'Enterprise Value di Omissis è stato assunto il valore medio dei seguenti tre criteri di valutazione:

- A. il criterio *Discounted Cash Flow* (DCF);
- B. il criterio per somma di parti (SOTP);
- C. il criterio di liquidazione atomistica degli attivi.

La stima del valore di liquidazione forzata del 100% del patrimonio netto di Omissis è compresa tra € 33'000'000 ed € 35'000'000.

Milano, 31 Maggio 2018

Prof. Mauro Bini  


## **ALLEGATI**

---

Omissis

Stima del valore di smobilizzo in liquidazione forzata della partecipazione in Omissis (Hotel La Palma, Capri)

---

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

---

**ALLEGATO 1: Analisi degli *economics* di [ ] dal 1999 al 2017**

Valori in Eur

	Ricavi	EBITDA as reported	Ricavi Taverna	Costi [ ] allocati su RBD	EBITDA Adjusted	EBITDA Margin	CAPEX	Ammortamenti	CAPEX a valori correnti	CAPEX/Sales
1999	2'648'455	577'073	77'510 *		499'563	18,86%		524'253		
2000	2'685'949	731'521	78'785 *		652'736	24,30%	530'478	560'575	707'658	20%
2001	2'931'446	695'467	90'726 *		604'741	20,63%	1'036'066	641'545	1'345'850	35%
2002	2'908'945	796'755	93'020 *		703'735	24,19%	424'928	612'087	538'809	15%
2003	2'977'131	798'076	95'199 *		702'877	23,61%	818'269	631'594	1'013'017	27%
2004	2'982'235	692'081	97'149 *		594'932	19,95%	955'773	628'638	1'160'308	32%
2005	3'314'028	707'449	99'213 *		608'236	18,35%	496'453	718'836	592'765	15%
2006	3'619'877	966'207	135'140		831'067	22,96%	1'038'330	757'620	1'214'846	29%
2007	3'827'173	863'015	142'024		720'991	18,84%	701'808	806'165	807'079	18%
2008	3'775'621	577'211	155'602		421'609	11,17%	683'664	836'726	761'602	18%
2009	3'617'279	462'109	158'939		303'170	8,38%	276'029	872'564	305'288	8%
2010	3'530'333	271'304	159'475		111'829	3,17%	519'345	900'879	565'567	15%
2011	3'568'447	642'780	161'989		480'791	13,47%	349'690	897'089	371'021	10%
2012	2'797'919	272'712	166'412	19'109	87'191	3,12%	83'418	514'377	85'837	3%
2013	2'737'466	427'549	204'093	92'254	131'202	4,79%	80'818	487'912	82'273	3%
2014	3'136'943	710'251	216'606	100'123	393'522	12,54%	265'805	461'993	270'058	8%
2015	3'343'092	658'307	217'056	60'736	380'515	11,38%	692'671	450'667	704'446	21%
2016	3'171'389	712'391	217'134	100'380	394'877	12,45%	326'481	430'375	332'358	10%
2017	3'710'363	1'038'830	219'211	108'802	710'817	19,16%	163'357	414'640	164'500	4%
Media	3'225'478					15,33%	524'632	639'397	612'405	16,18%
Mediana	3'171'389					18,35%	507'899	628'638	579'166	14,85%

\* In assenza di informazioni di dettaglio di fonte interna si è assunto che il canone di locazione della Taverna coincida con gli altri ricavi per gli esercizi dal 1999 al 2001 e cresca successivamente ad un tasso allineato al tasso di inflazione di fonte WEO per gli esercizi sino al 2005 (dal 2006 sono disponibili informazioni).

---

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

---

## ALLEGATO 2: Informazioni relative alle transazioni di strutture alberghiere

Struttura Alberghiera	Anno	Location	Number of Rooms	Price (€)	Price per Room (€)	Buyer	Seller	Star	A	B
Nova Yardinia Resort	2017	Castellaneta	790	120'000'000	151'899	Serenissima SGR	Greenblu, Valentino Village, Sofi	4,5	0	0
Terme di Saturnia Spa & Golf Resort	2017	Manciano	128	40'000'000	312'500	York Capital, Feidos	Antonello Manuli AM Holdings	5	0	1
hotel M89	2017	Milan	55	8'300'000	150'909	Torre SGR	Star 89 S.r.l	4	0	0
Sheraton Roma Hotel & Conference Center	2017	Rome	640	37'000'000	57'813	PrimeCity Investment	Algonquin, Walton Street Capita	4	0	0
B&B Hotel Milan Sesto - Torre Quadra	2017	Sesto San Giovanni	191	15'000'000	78'534	B&B Hotels	Savills Fund Management GmbH	3	0	0
Hotel Club Esse Roccaraja	2017	Sintino	135	14'700'000	108'889	Atos re	Turisarda	4	0	1
Hotel Des Etrangers & Spa	2017	Syracuse	68	10'400'000	152'941	Undisclosed	Acqua Marcia	5	0	1
Hotel Tornabuoni Beacci	2016	Florence	56	45'714'286 °	816'327	Hines	F Bechi, TBG Holdings, Delma s	4	1	1
B&B Hotel Milano Procaccini	2016	Milan	121	13'200'000 °	109'091	Beni Stabili SpA	Castello Sgr	3	0	0
La Certosella	2016	Capri	15	10'100'000	673'333	Adolfo Greco	Lacono family	3	1	1
nhow Milan	2016	Milan	246	51'800'000	210'569	Cattolica Assicurazione, Finint	Kryalos Asset Management OB	4	0	0
Hotel Britannique	2016	Naples	86	30'000'000	348'837	Jannotti Pecci, Gennaro Moccia	Giovanni Arduino Ambrosi	4	0	1
Aldrovandi Villa Borghese	2016	Rome	103	62'000'000	601'942	Dogus Holding AS, TEMES	Aldrovandi Villa Borghese Hotel	6	0	1
Aw Arenella Resort (ora VOI Arenella Resort)	2016	Siracusa	460	22'000'000	47'826	York Capital Management LLC	EXOR SpA	4	0	1
San Domenico Palace Hotel	2016	Taormina	108	52'500'000	486'111	Statuto Group	Acqua Marcia	6	1	1
NH Turin Ambasciatori	2016	Turin	199	20'000'000	100'503	INTERNOS Global Investors	NH Hoteles	4	0	1
Hilton Molino Stucky Venice	2016	Venice	380	280'000'000	736'842	Marseglia Group	Acqua Marcia	5	0	1
Boscolo Milano Hotel	2015	Milan	154	101'500'000	659'091	Undisclosed	Beni Stabili SpA	6	1	1
Hotel Hermitage	2015	Milan	130	20'500'000	157'692	Fattal Hotels	Monrif	4	0	1
Holiday Inn Rome – Eur Parco Dei Medici	2015	Rome	317	32'000'000	100'946	CPI Property Group	InterContinental Hotels Group	4	0	0
Westin Excelsior Rome	2015	Rome	316	222'000'000	702'532	Katara Hospitality	Starwood Hotels & Resorts	5	1	1
NH Santo Stefano	2015	Turin	125	23'500'000	188'000	INTERNOS Global Investors	Immobiliare Galileo Srl	4	0	1
Gritti Palace, A Luxury Collection Hotel	2015	Venice	82	105'000'000	1'280'488	Nozul Hotels & Resorts	Starwood Hotels & Resorts	6	1	1
Perla Ionica	2014	Acireale (Sicily)	459	140'000'000 °	305'011	Item Srl	Hamed Al Hame	4	0	1
ATA Hotel Fieramilano	2014	Milan	238	25'000'000	105'042	BNP Paribas RE Property Dev	Unipol Gruppo Finanziario	4	0	0
Club Med Pregelato	2014	Pregelato	234	50'000'000	213'675	HSBC Assurances Vie	Recreation Srl	4	0	1
Fortè Village Resort	2014	Pula/Sardinia	788	180'000'000	228'426	Progetto Esmeralda Srl (Lorenzo FIMIT sgr		5	0	1
St. Regis Rome	2014	Rome	161	110'000'000	683'230	Subsidiary of Constellation Hotel	Starwood Hotels & Resorts	6	1	1
Boscolo Aleph Hotel	2014	Rome	96	40'000'000	416'667	Al Rayyan Tourism and Investm	Raiffeisen Bank JV Banca Agrif	5	1	1
Boscolo Palace Roma	2014	Rome	87	65'500'000	752'874	Millennium & Cophorne	Grand Hotel Palace	6	1	1
Hotel Eden	2013	Rome	121	105'000'000	867'769	The Dorchester Collection	Starman UK Services Co.	6	1	1
NH Grand Hotel Verdi	2012	Milan	100	18'000'000	180'000	Hines Italia SGR	Deka Immobilien	4	0	1
Hotel Arnella	2012	Siracusa	460	26'000'000	56'522	EXOR	Alpitour	4	0	0
Lloyd's Baia Hotel	2010	Vietri Sul Mare	121	37'112'997 °	306'719	Gruppo Marinelli	Gruppo Soglia	4	0	1
Chia Laguna Resort	2009	Cagliari	452	82'600'000	183'000	Castello SGR SpA	Chia Invest SpA	3	0	1
Hotel Internazionale	2009	Bologna	116	21'500'000	185'000	Leasint Spa	Gruppo Monrif	4	0	1
Etrusco Palace Hotel	2009	Arezzo	80	8'000'000	100'000	Happy Days Hotels di Rimini	Sogefin SpA	4	0	0
JW Marriott Capri Tiberio Palace Resort & Spa	2008	Capri	61	60'600'000	993'000	Aled SpA	Salvatore Nakdi Group	6	1	1

° Valore adjusted per tener conto di caratteristiche specifiche della transazione. Ad esempio immobili solo in parte adibiti ad attività alberghiera, dove è stato necessario stimare la frazione dell'immobile di pertinenza dell'hotel, ecc