

**SIKELIA RESORT S.R.L.  
CONCORDATO PREVENTIVO LIQUIDATORIO  
IN CONTINUITA' N. 65/2020**

**\* \* \***

**ANALISI PER LA DETERMINAZIONE  
DEL VALORE ECONOMICO  
DELL'IMPRESA**

a cura di:  
*Maurizio Celona*  
*Commercialista – Revisore Legale dei conti*

## 1. PREMESSA

Il sottoscritto Maurizio Celona, commercialista, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA\_001936, con studio in Roma al Viale Giuseppe Mazzini, 55 e Palermo in Via Emerigo Amari, 146, ho ricevuto mandato dal Tribunale di Roma e per esso tramite il Liquidatore Giudiziario, dott. Giorgio Trasmondi, di redigere una valutazione della società SIKELIA RESORT S.r.l. in Concordato Preventivo Liquidatorio N. 65/2020, con sede legale a Roma (RM), Via del Babuino n. 169, capitale sociale euro 90.000,00 i.v., Codice Fiscale, Partita Iva e numero d'iscrizione al Registro delle Imprese di Roma 10254521007, numero REA RM -1220864, operante nel settore alberghiero.

La presente relazione è stata redatta utilizzando la documentazione fornita dall'amministratore della società sig. Giuseppe Cappelletti oltre a quella acquisita tramite l'unica trasferta in Pantelleria e viene redatta esclusivamente per gli amministratori della società allo scopo di assisterli nelle loro valutazioni e non può essere utilizzata per altri scopi.

La società SIKELIA RESORT S.r.l. è una struttura ricettiva di categoria di 5 stelle di lusso, composta da 20 suite, ristorante e servizi. La proprietà in esame è situata sull'isola di Pantelleria, in via Monastero, Contrada Ziton di Nicà - frazione Scauri, sul lato sud-occidentale dell'isola, a circa 2 km di distanza dal mare. Affiliato alla catena "Small Luxury Hotel - SLH", è una Boutique Hotel nata nel 2017 dalla riqualificazione di antichi dammusi. La struttura è stata inserita nel 2017 tra i 75 Hotel più belli del mondo di nuova apertura da Condé Nast Traveller USA e nel 2020 tra i 25 Hotel più belli d'Italia dalla rivista Forbes.

Il Liquidatore Giudiziale ha espresso l'intenzione di individuare un valore economico della SIKELIA RESORT S.r.l. in Concordato di cui omologa 65/2020; a tal riguardo, il sottoscritto, Maurizio Celona, in qualità di soggetto avente i requisiti previsti dalla legge, è stato incaricato dal Liquidatore Giudiziario di determinare il suddetto valore, previa autorizzazione del GD.

Il presente documento sintetizza i dati, le ipotesi e le limitazioni alla base del processo valutativo seguito per la determinazione del valore economico della società. Le metodologie di valutazione utilizzate, i parametri prescelti e il valore stesso sono quelli che, a mio giudizio, meglio rispondono all'obiettivo della determinazione del valore del capitale economico della Società in esame. Conseguentemente, la valutazione non può essere presa come riferimento per finalità diverse da quella descritta.

La mia attività di valutazione è stata effettuata con riferimento ai seguenti documenti forniti dalla Società:

- Bilancio al 31 dicembre 2019;
- Bilancio al 31 dicembre 2020;
- Bilancio al 31 dicembre 2021,
- Bilancio al 30 settembre 2022.

Su tali dati e sulle informazioni di tipo qualitativo e quantitativo fornitemi dall'Amministrazione della Società. Non è stata svolta da parte mia alcuna attività di verifica e di revisione contabile. Rimane pertanto della Società la responsabilità della correttezza e completezza delle informazioni fornitemi. I commenti e le conclusioni riportate nella presente relazione sono stati condivisi dalla parte committente.

## 2. DESCRIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Per valutazione d'azienda si intende il processo logico di individuazione del valore economico dell'impresa, ovvero quel valore che, in normali condizioni di mercato, possa essere considerato congruo per il capitale di un'azienda; tale valore non tiene conto di eventuali attese soggettive, di eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti e degli interessi specifici che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

Occorre inoltre osservare che la valutazione di un'azienda non è una operazione matematica priva di elementi di incertezza: pertanto il risultato di un tale esercizio rappresenta un dato teorico che costituisce uno dei possibili valori di mercato e di scambio che soltanto una concreta negoziazione di mercato può definire. In pratica, solo l'incontro tra le parti rende possibile la definizione del prezzo di un bene. Nel caso specifico, va ricordato e sottolineato che la SIKELIA RESORT S.r.l. è una società che opera nel settore del turismo, settore che risente in modo significativo dell'andamento della situazione economica, pandemica e politica non solo del nostro Paese, ma del mondo intero essendo un'attività che si rivolge in maniera consistente al mercato estero (la clientela è per circa il 60% costituita da stranieri).

I metodi di valutazione aziendale previsti dalla dottrina ed utilizzati nella prassi sono assai numerosi e si dividono fra metodi patrimoniali, reddituali, finanziari e misto.

I metodi patrimoniali utilizzano il capitale netto contabile di bilancio come punto di riferimento per la determinazione del valore dell'azienda, al quale vengono apportate delle opportune rettifiche per determinare il suo valore

corrente. Secondo questo metodo l'azienda viene vista come un insieme di attività e passività, delle quali il patrimonio netto rappresenta contabilmente la somma algebrica; le varie voci dello stato patrimoniale non vengono, dunque, valorizzate al valore contabile, ma al valore corrente.

I metodi reddituali determinano il valore economico di un'azienda capitalizzando ad un tasso di interesse " $i$ " i redditi futuri che si ritiene possano essere conseguiti. Tale metodo si fonda sul presupposto che, dato un reddito durevole, è possibile determinare il valore del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso al quale il capitale è stato impiegato. Il valore del capitale è tanto minore quanto maggiore è il saggio di interesse. Il criterio di valutazione in esame è applicato al suo stato puro in poche circostanze. Infatti, non tiene assolutamente conto del fattore patrimoniale dell'azienda e presuppone un arco temporale di durata della redditività estremamente duraturo.

I metodi finanziari considerano l'azienda come un investimento in un'attività finanziaria il cui valore è dato dai flussi di cassa attesi. Tale metodo di valutazione (*Discounted Cash Flow*) è basato sulla proiezione prospettica dei flussi di cassa dell'azienda scontati ad un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) composto da una media ponderata del rendimento delle attività senza rischio maggiorato da un premio al rischio e del costo del debito finanziario.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è un approccio di valutazione delle aziende che considera congiuntamente sia la dimensione patrimoniale che quella reddituale prospettica.

È un metodo che consente di esprimere il valore di un'azienda attraverso la sommatoria del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento. Dove quest'ultimo è inteso come l'insieme dei redditi attualizzati, ovvero quelli che l'azienda potrebbe conseguire in futuro rispetto alla media espressa dalle aziende operanti nello stesso settore.

Tale metodo rappresenta un buon strumento di sintesi, garantisce al contempo i requisiti di oggettività e verificabilità delle stime, propri dell'analisi patrimoniale, nonché la razionalità dei modelli basati sui flussi. Tiene conto sia del valore degli asset tangibili e intangibili (che il metodo reddituale da solo non esprime), che della redditività prospettica dell'azienda, non considerata invece dall'impostazione patrimoniale.

Per il caso in esame, sarebbe indicato adottare un metodo misto in quanto la società SIKELIA RESORT S.r.l., oltre a generare flussi di cassa duraturi nel tempo, è patrimonializzata essendo proprietaria del complesso immobiliare dove viene svolta l'attività, composto da quattro fabbricati per un totale di 2.660 mq circa.

Ho ritenuto, tuttavia, opportuno propendere per l'adozione di un metodo finanziario, in particolare quello che si basa sul calcolo dei flussi di cassa operativi; tale scelta è stata dettata dal fatto che l'amministratore mi ha informato che, nel corso del 2021, il Sikelia Resort, a seguito del pignoramento disposto dalla banca creditrice; è stata posta in vendita all'asta e che tale asta è andata deserta nonostante un prezzo base notevolmente inferiore alla valutazione attuale. Tale circostanza, a parere del valutatore risiede nel fatto che, come anticipato, il mercato del turismo durante la pandemia ha subito un fermo strutturale. Tale situazione però è in rapida variazione e, come emerge dalle analisi di mercato, è in via di soluzione.

Secondo il metodo scelto, il valore economico della società si ottiene dalla somma dei flussi di cassa previsti per  $n$  anni, attualizzati ad un certo tasso di interesse, più il valore residuo, ovvero il valore attuale dei flussi dall'anno  $n+1$  in poi.

Tale metodo è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore; inoltre, non risente delle politiche contabili adottate dall'azienda, che influiscono invece sulla determinazione dell'utile netto.

### 3. IPOTESI E LIMITAZIONI

La mia analisi è stata sviluppata sulla base delle seguenti principali limitazioni:

- la società è stata analizzata in ipotesi di continuità aziendale, seppur fortemente influenzata negli ultimi 2 anni da eventi, come la crisi pandemica, dal COVID19 e dalla guerra tra Russia e Ucraina, che si considerano non ricorrenti;
- il tasso risk free, ovvero il tasso di interesse per investimenti privi di rischio, è stimato attualmente attorno al 2,70%; tale valore si ottiene da una media dei tassi di rendimento dei BOT annuali nel primo semestre del 2022;
- il premio per il rischio, ovvero il rendimento incrementale richiesto per investimenti in attività rischiose, è stimabile attorno al 7,00%;
- il tasso medio di occupazione delle strutture ricettive, per la regione Sicilia, è pari al 60%. Dal bilancio infra-annuale al 30 settembre 2022, fornito dall'amministrazione, l'occupazione media si è attestata al 31% in

quanto il settore ancora risente della crisi determinata dalla pandemia COVID19 e dalla guerra tra Russia e Ucraina; dai dati pubblicati da operatori del settore, tuttavia, si rileva un probabile ritorno ad un livello di flussi turistici internazionali pre-covid e dalla fine del conflitto tra Russia e Ucraina, tra il 2022 e il 2023, in costante crescita almeno fino al 2025; si ritiene pertanto che la struttura possa incrementare i propri ricavi fino a raggiungere questo risultato in 3-4 anni.

#### 4. DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA

Il valore economico della società SIKELIA RESORT S.r.l., mediante l'adozione del metodo scelto dei flussi di cassa operativi (*cash flow* o CF), si ottiene dalla somma dei flussi di cassa previsti per  $n$  anni, attualizzati ad un tasso di interesse (corrispondente al costo medio ponderato del capitale), più il valore residuo, ovvero il valore attuale dei flussi dall'anno  $n+1$  in poi. Quanto detto può essere sintetizzato dalla seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f$$

dove:

$EV$  = Valore dell'impresa (*Enterprise Value*).

$OFCF$  = Flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita.

$n$  = numero di anni di previsione esplicita.

$WACC$  = tasso di attualizzazione.

$V_f$  = Valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi dall'anno  $n+1$  in poi.

I flussi di cassa attesi sono articolabili in due distinti periodi: un primo periodo che si riferisce ad un arco temporale per il quale è possibile procedere ad una stima plausibile dei CF, data l'attendibilità delle stime desumibili dai dati a disposizione; un secondo periodo per il quale, invece, non sono stimabili CF attendibili, data l'eccessiva l'aleatorietà dei valori che si devono stimare per procedere al calcolo dei flussi per gli anni successivi.

Si ritiene di poter calcolare, dunque, per l'azienda oggetto della presente analisi, flussi di cassa attendibili per un arco temporale di 4 anni e di procedere al calcolo del valore residuo per gli anni successivi.

I flussi di cassa attesi vengono calcolati secondo lo schema di seguito riportato:

**Risultato operativo prima delle imposte (EBIT)**  
 - imposte sul risultato operativo  
 = **risultato operativo al netto delle imposte specifiche**  
 + ammortamenti  
 + accantonamenti e altre voci non monetarie  
 = **Flusso di cassa operativo netto (CF)**

È necessario, dunque, calcolare l'EBIT, ovvero il risultato prima delle imposte; base di partenza del calcolo è, pertanto, il risultato operativo della società (utile o perdita), il quale verrà rettificato per un importo pari alle imposte fiscali ed incrementato degli ammortamenti ed accantonamenti effettuati nel corso dell'esercizio; il risultato operativo viene reintegrato, in questo modo, di tutti quei costi che non hanno avuto manifestazione monetaria nel corso dell'anno, ma che sono stati imputati in Conto Economico.

Nel caso in oggetto si è ritenuto opportuno calcolare i flussi di cassa *levered*, ovvero considerando le fonti d'indebitamento, per cui gli oneri finanziari, trattandosi di costi monetari effettivamente sostenuti, verranno portati in detrazione dei flussi di cassa operativi; in questo modo, le forme di finanziamento esterne (di terzi) cui l'impresa ha fatto ricorso andranno ad influire sulla formazione dei cash flow.

Partendo nell'analisi dai dati contabili forniti dall'Amministrazione del SIKELIA RESORT S.r.l., possiamo stimare i cash flow degli esercizi relativi agli anni 2019 - 2020 - 2021 - 2022 nel seguente modo:

	2019	2020	2021	2022
<b>Valore della produzione</b>	1.703.738	1.333.338	1.159.304	1.097.544
<b>Costi della produzione</b>	-1.629.153	-1.838.574	-1.664.309	-1.620.308
<b>Oneri finanziari</b>	-4.900	-190.089	0	0
<b>Imposte dell'esercizio</b>	-35.015	0	0	0
<b>Utile (Perdita) d'esercizio</b>	34.670	-695.325	-€505.005	-522.764

<b>EBIT</b>	69.685	-695.325	-€505.005	-522.764
-------------	--------	----------	-----------	----------

<b>Ammortamenti</b>	€420.217	399.525	386.197	366.800
---------------------	----------	---------	---------	---------

<b>Cash flow</b>	€489.902	-295.800	-118.808	-155.964
------------------	----------	----------	----------	----------

I valori così ottenuti possono essere presi come riferimento per compiere una serie di assunzioni che permetteranno il calcolo dei cash flow attesi per i successivi 4 anni, orizzonte temporale per il quale, come detto, si ritiene di poter ottenere flussi di cassa attendibili.

Si rileva pertanto quanto segue:

- Per quanto riguarda il valore della produzione, influenzato dal 2020 dalla crisi economica scaturita dalle limitazioni imposte per fronteggiare la pandemia, si evidenzia come il tasso di occupazione medio delle camere si sia attestato attorno al 30% nei tre anni precedenti; si ritiene, tuttavia, opportuno ipotizzare un tasso d'incremento fino al 2026, anno in cui si stima di poter arrivare ai livelli di occupazione pre-pandemia (circa il 60%);
- L'EBIT - l'utile prima delle imposte - presenta un valore medio nei 3 anni passati negativo, in quanto influenzato dagli effetti della pandemia che, come detto, viene ritenuto un evento eccezionale e non ricorrente e pertanto tali valori sono considerati non attendibili per l'analisi degli anni futuri, in cui gli effetti della crisi economica andranno svanendo; si ritiene pertanto ragionevole stimare un EBIT pari al 5,00% dei ricavi (come da valori pre-pandemia) e questo valore verrà mantenuto costante per gli anni successivi, non prevedendo una sostanziale riduzione dei costi di esercizio.
- Non sono previsti nel medio termine investimenti di entità rilevante che possano far pensare ad un incremento sostanziale delle quote di ammortamento annue; pertanto, il valore della quota dell'ultimo anno storico preso a riferimento viene ritenuto realistico anche per il successivo triennio di previsione, e dunque per gli anni 2023-2024-2025-2026 verranno considerate quote di ammortamento pari a circa euro 350.000.

In considerazione di quanto detto, riassumiamo le assunzioni e le ipotesi adottate per il calcolo dei CF:

<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
-------------	-------------	-------------	-------------

<b>Tasso di crescita dei ricavi</b>	20,00%	15,00%	12,50%	10,00%
<b>Rapporto EBIT / Fatturato</b>	5%	5%	5%	5%
<b>Valore ammortamenti</b>	350.000	350.000	350.000	350.000

È possibile ora procedere con il calcolo dei flussi di cassa attesi per gli anni di previsione esplicita:

	2023	2024	2025	2026
<b>Valore della produzione</b>	1.450.000	1.700.000	1.950.000	2.150.000
<b>EBIT</b>	72.500	85.000	97.500	107.500
<b>Ammortamenti</b>	350.000	350.000	350.000	350.000
<b>Cash flow</b>	422.500	435.000	447.500	457.500

Si procede ora con l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi sopra esposti; per far ciò, è necessario indicare un tasso di attualizzazione congruo (WACC), che esprime il costo medio ponderato del capitale, inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. Considerato che il tasso risk free è pari al 2,70% (valore ottenuto dalla media dei rendimenti dei BOT annuali emessi nel primo semestre del 2022, come risulta dai rapporti della Banca d'Italia), e che il premio per il rischio richiesto quale rendimento incrementale per investimenti in attività rischiose è stimabile attorno al 7,00%, ritengo congruo e realistico un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 9,00%.

Pertanto, i flussi di cassa attesi attualizzati saranno:

	2023	2024	2025	2026
<b>Cash flow</b>	422.500	435.000	447.500	457.500
<b>Cash flow attualizzati</b>	387.615	366.131	345.552	324.105

Da ultimo, si rende necessario, per gli anni successivi a quelli di previsione esplicita, calcolare il valore residuo, ottenuto mediante l'attualizzazione dell'ultimo CF operativo disponibile (nel caso in esame, quello relativo all'esercizio 2026) ad un tasso ottenuto sottraendo al WACC il tasso utilizzato per calcolare la crescita attesa dei ricavi (stimato al 5% per gli anni successivi):

$$V_f = CF_n / \text{tasso di attualizzazione} = \text{€ } 8.102.613$$

Sommando il valore residuo così ottenuto con i flussi di cassa attualizzati in precedenza, otteniamo un valore economico pari a:

**Valore dell'impresa: € 9.526.015**

Le conclusioni sopra esposte vanno lette ed interpretate alla luce delle considerazioni e delle limitazioni espresse nel presente documento.

Roma, 22 febbraio 2023

In fede,  
  
Maurizio Celona  
Commercialista – Revisore Legale dei conti