

Dott.ssa VALERIA VEGNI

DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE LEGALE

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI

CONTABILI DI FORLI' CESENA (FC)

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DI RAMI DI

AZIENDA IN PROPRIETA' DELLA SOCIETA'

NUOVA SALTEMI S.p.a.

FORLI' (FC), LI' 03/09/2020

Sommario:

1. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO	4
1.1 Scopo della valutazione_____	4
1.2 Oggetto della valutazione_____	5
1.3 Limiti della valutazione_____	6
1.4 Informazioni e documenti utilizzati_____	5
2. CENNI STORICI E CAUSE DEL DISSESTO	7
2.1 Dati sulla società: costituzione, capitale sociale, sede, oggetto sociale, compagine sociale, organo amministrativo e collegio sindacale_____	7
2.2 Attività svolta dalla Nuova Saltemi Spa_____	9
2.3 Affitto di azienda con la società TERMEGEST SRL_____	11
2.4 Cause del dissesto_____	12
3. ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DELLA SOCIETA'	13
3.1 Analisi della Nuova Saltemi Spa ante affitto di azienda_____	14
3.2 Analisi della gestione "Grand Hotel Terme Roseo"_____	17
3.3 Analisi della gestione "Terme della Fratta"_____	23
3.4 Analisi della gestione Nuova Saltemi S.p.a./Termegest Srl post affitto di azienda_____	30
3.5 Analisi della gestione nell'esercizio 2019_____	34
4. CONTESTO VALUTATIVO DI RIFERIMENTO	36
4.1 Il settore terme in Italia_____	36
4.2 Il settore terme in Romagna_____	40
4.3 L'impatto "Covid-19"_____	43
5. I METODI DI VALUTAZIONE NELLA PRASSI PROFESSIONALE	46
5.1 Inquadramento generale_____	46
5.2 I metodi patrimoniali_____	47
5.3 I metodi reddituali_____	48
5.4 I metodi misti_____	49
5.5 I metodi finanziari_____	50
5.6 Il metodo dei multipli_____	51
5.7 I metodi sintetici ed i metodi analitici_____	52

6. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	53
7. APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE	54
7.1 Premessa _____	54
7.2 Valutazione del ramo di azienda “Terme della Fratta” _____	55
7.3 Valutazione del ramo di azienda “Grand Hotel Terme Roseo” _____	61
8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	64

1. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

1.1 Scopo della valutazione

La sottoscritta Dott.ssa Valeria Vegni, iscritta al n. 96, sez. A, dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della provincia di Forlì Cesena, con studio in Forlì, via Pisacane n. 31, ha ricevuto incarico dal Tribunale di Forlì, nella persona del Giudice Delegato Dott.ssa Barbara Vacca, a seguito di istanza del Commissario giudiziale, Avv. Giuseppe Ghini del Foro di Forlì, di stimare i rami di azienda della società Nuova Saltemi S.p.a., ammessa al concordato preventivo in data 09.07.2019, costituito da immobili, impianti, attrezzature e arredi adibiti ad alberghi e strutture termali.

1.2 Oggetto della valutazione

In adempimento dell'incarico affidatole, previo attento esame di tutta la documentazione inerente la società, come più avanti richiamata, la sottoscritta procederà quindi ad effettuare una stima del valore economico degli attivi patrimoniali nell'ipotesi di cessione del ramo di azienda in funzionamento, esclusi sia gli *assets* non strumentali di natura finanziaria (attività finanziarie e crediti), sia i debiti e le altre passività finanziarie attualmente gravanti sui beni della società.

In particolare, saranno oggetto di valutazione:

- Le immobilizzazioni materiali e immateriali facenti parte del ramo di azienda, quali terreni, fabbricati, macchinari, impianti, attrezzature, automezzi, mobili ed arredi;
- Le partecipazioni immobilizzate funzionali all'attività termale;

- I contratti in essere, strumentali allo svolgimento dell'attività operativa, quali contratti di affitto di azienda, contratti con il personale dipendente, concessioni, ecc.

La scrivente ritiene opportuno precisare di aver eseguito la valutazione del patrimonio dei ramo aziendali riferiti alla data del 31 dicembre 2019 dopo aver compiuto i rilievi, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver eseguito il controllo dei dati contabili per la compilazione della situazione patrimoniale alla data medesima. Sono state tenute in considerazione, infine, le informazioni di carattere generale assunte con riferimento all'attività svolta e al mercato nell'ambito del quale la società opera.

1.3 Limiti alla valutazione

La scrivente, in via preliminare, ritiene opportuno fare presente che le conclusioni della relazione devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti:

- Il prezzo di vendita dei beni e diritti oggetto di stima non coincide necessariamente con il loro valore intrinseco. In economia, infatti, il prezzo è un evento già realizzato, che può essere rilevato sul mercato e può essere considerato quale dato "storico", mentre il valore è un elemento che non è stato ancora apprezzato e che solo all'atto dello scambio ha la possibilità di assumere la configurazione di prezzo.

L'oggetto della presente perizia è, quindi, il valore economico dei rami aziendali destinati all'eventuale cessione, ossia a rappresentare una proposta di prezzo a base d'asta, che potrebbe, tuttavia, non essere conseguito.

- La stima è effettuata sulla base delle condizioni economiche attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A tale scopo, non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di formulare previsioni

nell'attuale contesto economico e finanziario e, non da meno, quello sanitario, gravato dall'emergenza epidemiologica Covid-19.

- La stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile, con particolare riguardo a modifiche della normativa vigente o a variazioni oggi ignote della disciplina fiscale e degli scenari politici e sociali.
- Sebbene la stima sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione di garantiti risultati economici futuri.
- Le conclusioni a cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa dovrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.
- Tutti gli elementi che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono stati forniti dal Commissario giudiziale e/o sono stati reperiti dalla documentazione agli atti della procedura concorsuale e/o sono stati tratti da banche dati di fonte pubblica.
- La scrivente, pur non avendo rilevato evidenti anomalie sostanziali, non si assume alcuna responsabilità circa l'accuratezza e completezza dei dati di contabilità e di bilancio ricevuti e presi a base per la valutazione. Infatti, non avendo effettuato alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività degli stessi.

1.4 Informazioni e documenti utilizzati

Nell'esecuzione del presente elaborato peritale ci si è basati sui seguenti documenti:

- Bilanci degli esercizi chiusi dal 31/12/2011 al 31/12/2019;
- Libro verbali Assemblee soci/azionisti;

- Libro verbali Consiglio di Amministrazione;
- Libro verbali del Collegio Sindacale;
- Registro dei beni ammortizzabili;
- Stima valutativa del Grand Hotel Roseo Bagno di Romagna p.zza B. Ricasoli, 15, Arch. Giancarlo Gatta 05/2020;
- Stima valutativa del complesso termale Comune di Bertinoro, Località Fratta Terme, Arch. Giancarlo Gatta 05/2020;
- Stima valutativa dei mobili e arredi e della biancheria del Grand Hotel Roseo Bagno di Romagna p.zza B. Ricasoli, 15, Arch. Giancarlo Gatta 06/2020;
- Stima valutativa dei mobili e arredi e della biancheria del complesso termale Comune di Bertinoro, Località Fratta Terme, Arch. Giancarlo Gatta 06/2020;
- Stima degli impianti e macchinari, degli automezzi/autovetture, delle attrezzature e delle macchine d'ufficio costituenti i rami di azienda, Ing. Luca Ravaioli;
- Stima del valore di mercato di un ramo d'azienda di proprietà di Nuova Saltemi S.p.a, Prof. Dott. Angelo Paletta;
- Relazione di attestazione ex art. 161, 3° c. L.F., Dott.ssa Margherita Gualandi;
- Relazione ex art. 160, comma 2 e 182 ter, comma 1 L.F., Dott. Chiara Piva;
- Contratto di affitto di rami d'azienda alberghiera termale, Forlì 24/01/2018, registrato a Forlì il 07/02/2018 al n. 1107, serie IT e sua integrazione registrata a Forlì il 29/10/2018 al n. 7765.

2. CENNI STORICI E CAUSE DEL DISSESTO

2.1 Dati sulla società: costituzione, capitale sociale, sede, oggetto sociale, compagine sociale, organo amministrativo e collegio sindacale

La società Nuova Saltemi S.p.a., è stata costituita in data 10/06/1976, sotto la denominazione di Nuova Saltemi S.r.l.

Il capitale sociale, alla data odierna, è pari ad € 1.079.380,00, suddiviso in n. 26.984,503 azioni, del valore nominale di € 0,04 cadauna.

La sede sociale è sita in Piazza Bettino Rosetti n. 15, 47021 Bagno di Romagna (FC), P.I. 00542530407.

L'oggetto sociale è così definito: *“gestione di alberghi, stabilimenti termali e centri benessere e/o estetici, nonché ogni attività concernente il settore del termalismo e dei centri benessere e/o estetici. La società inoltre potrà compiere qualsiasi operazione mobiliare, immobiliare, finanziaria, ipotecaria utile o necessaria per il conseguimento dello scopo sociale. Potrà assumere partecipazioni o interessenze in altre imprese, società e consorzi aventi ad oggetto analogo, affine, connesso, complementare o strumentale al proprio, nel rispetto dell'art. 2361 del codice civile. La società potrà infine prestare fidejussioni, avalli, ipoteche ed altre garanzie immobiliari o reali ed anche a favore di terzi, effettuare l'acquisto di azioni o titoli e valori quotati e non quotati; l'acquisto, vendita o affitto di aziende o rami d'azienda. Tutte le attività devono svolgersi nei limiti e nel rispetto delle norme che ne disciplinano l'esercizio nonché nel rispetto della normativa in tema di attività riservate ad iscritti a collegi, ordini o albi professionali. In particolare le attività di natura finanziaria devono essere svolte in conformità alle leggi vigenti in materia”*.

La compagine sociale è così composta:

Socio	Numero azioni	Valore	%
Rossi Gian Marco	12.990.713,00	519.628,52	48,1
Rossi Marcello	8.521.249,00	340.846,96	31,6
Palai Andrea	3.420.519,00	136.820,76	12,7
Fabbri Moreno	376.480,00	15.059,20	1,4
Raimondi Simone	265.980,00	10.639,20	1,0
Fabbri Viviana	225.199,00	9.007,96	0,8
Valgiunti Antonio	202.163,00	8.086,52	0,7
Gherardi Fiorella	190.580,00	7.623,20	0,7

Rossi Guglielmo	185.406,00	7.416,24	0,7
Ghezzi Franca	144.625,00	5.785,00	0,5
Palai Maurizio	113.645,00	4.545,80	0,4
Palai Paola	113.645,00	4.545,80	0,4
Mambelli Delfa	75.387,00	3.015,48	0,3
Mosconi Giovancarlo	75.387,00	3.015,48	0,3
Centro Clinico Diagnostico S.r.l.	43.615,00	1.744,60	0,2
Rossi Domenico	37.076,00	1.483,04	0,1
Roseo Giovan Battista	2.834,00	113,36	0,0
Totale	26.984.503,00	1.079.377,12	100,0

La società adotta un sistema amministrativo formato da un Consiglio di Amministrazione composto, alla data odierna, da n. 2 amministratori, nominati in data 25/07/2018 ed in carica sino all'approvazione del bilancio di esercizio che si chiuderà al 31/12/2020.

Di seguito i nominativi dei due amministratori:

- Sig. Gian Marco Rossi Presidente del Consiglio di Amministrazione
- Sig. Marcello Rossi Consigliere

Infine, si riportano i nominativi dei componenti il Collegio Sindacale, nominato in data 19/07/2017 ed in carica sino all'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31/12/2019:

- Dott. Francesco Pasqualicchio Presidente
- Dott. Riccardo Dell'Amore Sindaco effettivo
- Dott.ssa Michela Maestri Sindaco effettivo
- Dott. Roberto Gasperini Sindaco supplente
- Dott. Davide Battistini Sindaco supplente

2.2 Attività svolta dalla Nuova Saltemi S.p.a.

Sin dalla sua costituzione, avvenuta nel 1976, l'attività d'impresa è consistita nella gestione di alberghi, stabilimenti termali, centri benessere ed estetici, nonché in ogni attività relativa al settore del termalismo e dei centri benessere. In particolare, la

Società ha sempre svolto attività di gestione dell'albergo e dello stabilimento termale in Bagno di Romagna (FC) denominato "Grand Hotel Terme Roseo".

Nell'anno 2003, a seguito dell'acquisto di una partecipazione pari al 95% nella società Terme Valley s.r.l. (C.F. 03361540408), la Nuova Saltemi S.p.a. sviluppò il progetto c.d. di "Fratta Terme" concretizzatosi poi, in data 10 luglio 2003, nella sottoscrizione da parte della società Terme Valley s.r.l. di un contratto di affidamento con il Comune di Bertinoro (FC) per la gestione dei servizi termali del complesso denominato "Fratta Terme", per la durata complessiva di anni 29, a fronte dell'impegno da parte della società stessa di procedere alla riapertura del complesso dopo aver effettuato le necessarie opere di ristrutturazione.

Successivamente venne costituita, fra la partecipata Terme Valley ed il Comune di Bertinoro, la società Bertinoro Fratta Terme s.p.a. (C.F. 03494290408), da una parte mediante sottoscrizione e versamento, ad opera del Comune, di una quota di capitale sociale pari ad euro 2.100.000,00, tramite il conferimento del complesso immobiliare termale-alberghiero di Fratta Terme di Bertinoro, e - dall'altra - mediante sottoscrizione e versamento da parte della società Terme Valley (nel frattempo trasformatasi in s.p.a.) di una quota di capitale sociale pari ad euro 1.700.000,00, con lo scopo di gestione, riqualificazione e valorizzazione, diretta ed indiretta, di complessi patrimoniali e immobiliari a scopo termale, alberghiero e turistico, ricettivo industriale e commerciale.

La società partecipata Terme Valley s.p.a., come previsto dai contratti di affidamento sottoscritti con il Comune di Bertinoro e successivamente con la società Bertinoro Fratta Terme s.p.a., nel maggio dell'anno 2005 iniziò i lavori di ristrutturazione del complesso alberghiero termale che terminarono nel corso dell'anno 2007.

Successivamente, anche a seguito di alcune operazioni straordinarie avvenute all'interno del gruppo, la società Nuova Saltemi S.p.a. (nel frattempo trasformatasi in

s.p.a.) venne a detenere la piena proprietà dei complessi alberghieri termali di Fratta Terme di Bertinoro e di Bagno di Romagna, continuando a gestirne direttamente le attività.

Per la precisione, i complessi alberghieri citati e di proprietà (anche attualmente) della Nuova Saltemi S.p.a. consistono in:

- **“Grand Hotel Terme della Fratta”**, sito in Fratta Terme di Bertinoro (FC), Via Loreta n° 238;

- **“Grand Hotel Terme Roseo”**, sito in Bagno di Romagna (FC), Piazza Ricasoli n°15. L'utilizzo di queste acque termali è derivante dal possesso di una partecipazione del 25% in Gestione Unica delle Acque di Bagno di Romagna Srl (c.f. 03374730400).

2.3 Affitto di azienda con la società Termegest S.r.l.

Con l'intento di procedere ad un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 67 L.F., inizialmente ipotizzato dalla società per la risoluzione della situazione di crisi economica e finanziaria (come si vedrà nel proseguo del presente elaborato), in data 24 gennaio 2018, con atto autenticato dal Notaio di Forlì, Avv. Marco Maltoni, rep. 32137/21250, Nuova Saltemi S.p.a. sottoscriveva con Termegest S.r.l. un “Contratto di affitto di rami di azienda alberghiera termale”, registrato a Forlì il 7 febbraio 2018 al n° 1017, depositato al Registro Imprese della Camera di Commercio della Romagna – Forlì – Cesena e Rimini il 7 febbraio 2018 e iscritto in data 12 febbraio 2018.

Oggetto del contratto erano i rami di azienda, già sopra citati, denominati “Grand Hotel Terme della Fratta” sito in Fratta Terme di Bertinoro (FC), Via Loreta n. 238 e “Grand Hotel Terme Roseo” sito in Bagno di Romagna (FC)m Piazza Ricasoli n. 15.

2.4 Cause del dissesto

Nel ricorso ex art. 161, comma 6, L.F., gli *Advisor* legali della Nuova Saltemi S.p.a. indicano le cause che hanno condotto ad una profonda crisi economico – finanziaria e che hanno indotto la predetta società a sottoscrivere un contratto di affitto di azienda con la società di gestione, interamente controllata, Termegest S.r.l..

Viene precisato che “la crisi che ha colpito l’attività esercitata dalla Società, quale emersa negli ultimi anni, è stata dovuta, in particolare, all’introduzione di modifiche normative che hanno prodotto una consistente limitazione degli accessi e delle prestazioni di servizi termali e medici convenzionati. Inoltre, a fronte della riduzione dell’attività “convenzionata” la crisi economica dal 2012 ha determinato una riduzione consistente della marginalità delle attività alberghiere dovuta alla riduzione dei prezzi in carenza di domanda.

A fronte di tali elementi la Società ha contenuto negli anni la diminuzione del proprio fatturato ma ha inevitabilmente anche ridotto la propria marginalità di esercizio derivante dall’attività. Tale marginalità era necessaria per sostenere l’ammontare del debito contratto sia per la ristrutturazione del complesso alberghiero termale di Fratta Terme realizzato nelle annualità 2005/2008, che per l’acquisto delle quote di partecipazione del complesso stesso detenute dal Comune di Bertinoro effettuato nel 2010, investimenti che erano stati effettuati in un contesto nel quale i fatturati e la marginalità avevano consentito un’adeguata pianificazione del debito”.

Come specificato nell’attestazione ex art. 160, comma 2 e 182-ter, comma 1, L.F., i risultati auspicati con l’operazione suindicata non sono stati ottenuti ed i risultati economici di Termegest S.r.l. nel 2018, principalmente dovuti a circostanze sopravvenute e non prevedibili, hanno reso inattuabile il piano di ristrutturazione ex art. 67, comma 3, lett. d) L.F.

Nel ricorso ex art. 161, comma 6, L.F. così vengono evidenziate le circostanze: “*i risultati economici di Termegest s.r.l. relativi all’esercizio 2018, principalmente dovuti a circostanze sopravvenute e non prevedibili, hanno tuttavia reso inattuabile il Piano di ristrutturazione ex art. 67, comma 3, lett. d), L.F. inizialmente ipotizzato dalla Società per la risoluzione della situazione di crisi economica e finanziaria; tale circostanza ha quindi reso necessario il conferimento di apposito mandato per ricercare le possibili soluzioni volte a consentire a Nuova Saltemi s.p.a. il risanamento della esposizione debitoria, ove possibile mediante un accordo di ristrutturazione del debito disciplinato dall’art. 182 bis e seguenti L.F. In tale contesto, al fine di agevolare la risoluzione della situazione di crisi di Nuova Saltemi s.p.a. e garantire la continuità aziendale di Termegest s.r.l., le parti hanno negoziato una modifica dei patti contrattuali prevedente la riduzione del canone di affitto dei rami di azienda onde renderlo sostenibile e la modifica della disciplina degli obblighi di manutenzione ordinaria e straordinaria degli stessi. Nell’occasione della stipula dell’accordo modificativo del contratto d’azienda stipulato nel 2018, le parti hanno altresì regolato le modalità di utilizzazione delle acque termali a quanto previsto dalla Legge Regionale n° 32 del 1988 come integrata con Legge Regionale n° 11 del 2018, anche per l’utilizzo della risorsa termale del ramo di azienda Roseo di Bagno di Romagna e, al fine di consentire una ottimizzazione dei flussi finanziari al servizio del debito della concedente, disciplinato eventuali condizioni risolutive del contratto in presenza di scenari di possibile alienazione di uno o entrambi i Rami d’azienda, a fronte del riconoscimento di un diritto di prelazione dell’affittuaria a parità di condizioni”.*

3. ANALISI ECONOMICO – FINANZIARIA DELLA SOCIETA’

3.1 Analisi della Nuova Saltemi S.p.a. ante affitto di azienda

Il sottoscritto perito estimatore ha provveduto a riclassificare gli ultimi bilanci depositati della Nuova Saltemi S.p.a., effettuandone un'analisi economico-finanziaria, attraverso i principali indici e quozienti di natura patrimoniale, finanziaria e reddituale, messi a punto dalla dottrina e dalla prassi professionale, al fine di individuare le principali cause del disequilibrio finanziario, che hanno condotto gli amministratori a presentare un Piano di concordato ex artt. 160 e seguenti L.F..

Di seguito vengono riportate le risultanze dello Stato Patrimoniale degli ultimi sette esercizi chiusi dalla Nuova Saltemi S.p.a., prima della stipula del contratto di affitto di azienda:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B.I. IMMOB. IMMATERIALI	31.228	159.050	125.848	87.854	56.623,00	35.696,00	58.244,00
B.II. IMMOB. MATERIALI	11.200.828	31.108.107	30.356.732	29.642.562	29.011.972,00	28.438.971,00	28.054.212,00
B.III. IMMOB. FINANZIARIE	1.717.727	301.959	143.959	254.959	325.959,00	275.780,00	275.780,00
C.I. RIMANENZE	78.900	82.500	75.000	67.750	56.072,00	50.861,00	48.753,00
C.II. CREDITI	8.904.677	1.527.288	1.438.517	1.064.898	997.671,00	1.031.265,00	1.433.456,00
C.III. ATTIVITA' FINANZIARIE	-	-	-	-	-	-	-
C.IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	61.666	65.067	18.923	33.404	58.885,00	139.617,00	123.880,00
D. RATEI E RISCONTI	156.967	66.173	178.473	141.088	91.198,00	69.698,00	64.253,00
TOTALE ATTIVO	22.151.493	33.310.144	32.337.452	31.292.515	30.598.380,00	30.041.888,00	30.058.578,00
A. PATRIMONIO NETTO	9.007.765	7.988.560	7.350.940	6.501.419	6.939.394,00	6.638.339,00	6.271.528,00
B. FONDI RISCHI E ONERI	2.110.436	2.068.600	2.015.892	2.281.249	2.244.155,00	2.201.573,00	2.183.026,00
C. TRATT. DI FINE RAPPORTO	151.147	168.711	190.631	216.771	219.522,00	251.508,00	294.884,00
D. DEBITI	10.491.030	22.638.873	22.283.896	22.085.128	20.990.267,00	20.585.607,00	20.960.773,00
E. RATEI E RISCONTI	391.115	445.400	496.093	207.948	205.042,00	364.861,00	348.367,00
TOTALE PASSIVO	22.151.493	33.310.144	32.337.452	31.292.515	30.598.380,00	30.041.888,00	30.058.578,00

Dalla tabella sopra riportata si evince chiaramente che il momento "critico" della gestione societaria può essere ricondotto agli esercizi 2011-2012. La società, infatti, ha investito significativamente in immobilizzazioni materiali, quasi triplicate dal 2011 al 2012 (da 11,2 a 31,1 milioni di euro), sostenendo tali investimenti mediante ricorso all'indebitamento bancario, passato da 10,5 a 22,6 milioni di euro.

Come si vedrà nel proseguo del presente elaborato, il cospicuo aumento dell'indebitamento bancario, ha comportato la rilevazione a conto economico di

significativi oneri finanziari che, senza un aumento altrettanto importante dei ricavi caratteristici, hanno condotto a costanti risultati economici negativi.

Il Patrimonio Netto, infatti, risulta in costante decrescita dal 2011 in avanti.

Il quadro sopra prospettato può essere illustrato mediante gli indicatori più utilizzati dalla dottrina e dalla prassi professionale, che di seguito si riportano:

	2013	2014	2015	2016	2017
Indice di liquidità differita	0,32	0,26	0,22	0,26	0,30
Indice di liquidità corrente	0,34	0,28	0,23	0,28	0,31
Indice di indebitamento a breve	0,20	0,19	0,23	0,22	0,24
Indice di indebitamento a lungo	0,80	0,81	0,77	0,78	0,76
Rapporto di indebitamento	4,40	4,81	4,41	4,53	4,79
Rapporto debiti bancari/fatturato	2,71	2,60	2,57	2,36	2,34
Indice di copertura degli oneri fin.	1,21	1,50	1,45	1,71	1,04
Debiti/Equity	2,33	2,54	2,34	2,36	2,46
Oneri finanziari su fatturato (%)	13,64	13,38	12,14	10,68	11,27
Indice di indipendenza finanziaria (%)	22,73	20,78	22,68	22,10	20,86
Posizione Finanziaria Netta	17.099.657,00	16.481.549,00	16.208.523,00	15.494.269,00	15.288.618,00

Tutti gli indici rispecchiano i fondamentali tipici di un'azienda in difficoltà finanziarie, ove l'eccessivo indebitamento (costantemente più del doppio del fatturato e del Patrimonio Netto) genera oneri finanziari durevolmente superiori al 10% del fatturato e che, inevitabilmente, incidono sui risultati di gestione.

La società non è mai stata in grado di porsi in equilibrio finanziario, sia nel breve, che nel lungo termine (i relativi indici sono costantemente inferiori all'unità).

La struttura finanziaria della società è infatti caratterizzata da una cronica incapacità del *management* di attuare politiche di sostenimento dell'indebitamento verso il sistema bancario ed il risultato di tale incapacità è una costante dipendenza dal capitale di terzi.

Il quadro sopra illustrato si evince anche dall'analisi dei conti economici della società, che di seguito si riportano, già riclassificati "a valore aggiunto":

	2013	2014	2015	2016	2017
Ricavi	6.132.115,00	6.308.949,00	6.284.470,00	6.528.042,00	6.409.661,00
Consumo materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	819.771,00	840.824,00	915.447,00	989.850,00	1.000.309,00
Costi epr servizi	1.601.970,00	1.485.145,00	1.597.502,00	1.675.965,00	1.726.286,00
Costi per godimento beni di terzi	269.898,00	246.959,00	254.113,00	269.002,00	266.772,00
Variazione rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	130.459,00	146.631,00	127.916,00	125.254,00	181.870,00
Oneri diversi di gestione	2.822.098,00	2.719.559,00	2.894.978,00	3.060.071,00	3.175.237,00
VALORE AGGIUNTO	3.489.113,00	3.634.631,00	3.442.020,00	3.568.207,00	3.400.979,00
Costi del personale	2.443.923,00	2.363.309,00	2.323.639,00	2.354.296,00	2.396.649,00
MARGINE OPERATIVO LORDO	1.045.190,00	1.271.322,00	1.118.381,00	1.213.911,00	1.004.330,00
Ammortamenti e svalutazioni	898.316,00	816.840,00	731.586,00	665.203,00	672.764,00
REDDITO OPERATIVO	176.874,00	454.482,00	386.795,00	548.708,00	331.566,00
Oneri finanziari netti	- 859.614,00	- 849.617,00	- 762.973,00	- 706.486,00	- 740.644,00
Oneri straordinari netti	92.327,00	- 270.047,00	- 16.174,00	- 50.179,00	- 236.533,00
REDDITO ANTE IMPOSTE	- 590.413,00	- 665.182,00	- 392.352,00	- 207.957,00	- 645.612,00
Imposte	47.205,00	184.342,00	169.670,00	93.101,00	- 278.800,00
REDDITO NETTO	- 637.618,00	- 849.524,00	- 562.022,00	- 301.058,00	- 366.811,00
% sui ricavi	- 10,40%	- 13,50%	- 8,90%	- 4,60%	- 5,70%

Come si evince dalla tabella, il reddito netto è costantemente negativo. Tale situazione, tipica di un'impresa che non riesce a remunerare in maniera adeguata il capitale proprio impiegato nei processi produttivi, è dipesa principalmente dai rilevanti oneri finanziari. Infatti, la società presenta nei vari anni un reddito operativo positivo, ma ampiamente insufficiente a coprire gli interessi passivi sui capitali chiesti a prestito.

Come per i principali indicatori finanziari, anche quelli reddituali mostrano il quadro sopra delineato di grave crisi economica:

Indici:	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA	1.045.190,00	1.271.322,00	1.118.381,00	1.213.911,00	767.797,00
EBITDA/Vendite	16,56	20,01	17,65	18,31	11,68
Redditività del capitale investito (ROI)	0,70	1,90	1,67	2,24	0,44
Redditività delle vendite (ROS)	2,80	7,15	6,10	7,52	1,45
Redditività del capitale proprio (ROE)	- 8,67	- 13,07	- 8,10	- 4,54	- 5,85

La redditività del patrimonio netto, ossia il ritorno economico dell'investimento effettuato dagli azionisti, rappresentato dall'indice ROE, è negativo in tutto l'orizzonte temporale preso a riferimento.

Non solo le politiche aziendali non sono state in grado di remunerare il capitale proprio, ma nemmeno il capitale investito. Infatti, anche l'indice che esprime la remuneratività del capitale investito, rappresentato dal ROI, è pressoché nullo in tutti gli anni.

Dunque, nonostante livelli di EBITDA positivi, la società non è stata in grado di remunerare né gli azionisti, né, in generale, gli investitori, data l'eccessiva incidenza degli oneri finanziari, derivanti dal sovrabbondante indebitamento acceso tra il 2011 e il 2012.

Nella situazione di grave squilibrio economico-finanziaria sopra illustrata, con l'intento di procedere ad un accordo di ristrutturazione ex art. 67 L.F., nel mese di febbraio 2018 la società stipulava un contratto di affitto di azienda con la Termegest S.r.l., interamente controllata da Nuova Saltemi S.p.a., a cui sono state trasferite la gestione dei due stabilimenti termali di proprietà: Grand Hotel Terme Roseo e Terme della Fratta.

Nei paragrafi seguenti verrà analizzata la gestione dei due complessi termali.

3.2 Analisi della gestione “Grand Hotel Terme Roseo”

Il Grand Hotel Terme Roseo è un complesso alberghiero, destinato ad hotel, con annessi servizi termali e fisioterapici, ospitato all'interno di un edificio storico, di fondazione settecentesca, per una estensione complessiva di circa 5200 mq ed articolato su cinque livelli, con una potenzialità ricettiva massima di 68 camere e spazi dedicati alle cure termali per una superficie di circa 1.100 mq.

La caratteristica principale del centro termale è la presenza di una piscina di acqua sulfurea che consente di offrire una vasta gamma di trattamenti con idromassaggi a cui è abbinato un centro di medicina fisica e riabilitativa, con possibilità di richiesta di visita specialistica e *wellness*. Parte di tale attività è svolto in regime di convenzione con l'INPS e l'INAIL e con il Servizio Sanitario Nazionale e con l'ente spaziale russo ed europeo per la riabilitazione dei cosmonauti.

Di seguito si riportano i dati relativi al conto economico degli ultimi 8 anni, al fine di procedere poi ad un'analisi più approfondita delle dinamiche reddituali riscontrate negli ultimi anni:

Descrizione	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 *
Ricavi delle vend. e prest.	1.637.445,68	1.718.962,92	1.778.923,32	1.693.075,68	1.836.721,42	1.805.063,49	1.617.055,46	1.492.969,62
Altri ricavi e proventi	32.592,56	7.483,22	35.363,11	18.266,84	16.023,76	26.137,71	12.648,49	33.153,38
Valore della Produzione	1.670.038,24	1.726.446,14	1.814.286,43	1.711.342,52	1.852.745,18	1.831.201,20	1.629.703,95	1.526.123,00
Materie prime	246.638,51	269.194,79	284.940,18	260.238,66	284.439,78	264.820,10	294.688,31	239.220,84
Servizi	578.194,44	493.713,34	437.129,15	464.070,35	452.485,81	461.764,51	575.578,07	429.515,64
Godimento beni di terzi	84.551,64	101.811,81	94.454,63	104.170,83	109.032,74	107.528,12	334.572,88	180.063,08
Costi del personale	669.609,85	759.343,08	706.791,77	717.965,36	722.991,17	713.293,57	769.729,95	785.754,49
Ammortamento								
Variazione delle Rimanenze		- 75.000,00						
Acc.o rischi e oneri								
Oneri diversi di gestione	30.403,17	71.552,34	38.020,10	42.542,98	53.990,31	22.757,59	38.261,72	32.705,12
Costi della Produzione	1.609.397,61	1.620.615,36	1.561.335,83	1.588.988,18	1.622.939,81	1.570.163,89	2.012.830,93	1.667.259,17
<i>Differenza tra valori e costi della produzione</i>	<i>60.640,63</i>	<i>105.830,78</i>	<i>252.950,60</i>	<i>122.354,34</i>	<i>229.805,37</i>	<i>261.037,31</i>	<i>-383.126,98</i>	<i>-141.136,17</i>
Prov. ed oneri finanziari	201.960,94	328.933,75	341.682,69	264.055,81	236.889,65	199.833,15	199.725,60	21.545,95
Rett. di valore di att. Fin.	-						1.603,00	
Prov. ed oneri straord.	-							
Risultato ante imposte	- 141.320,31	- 223.102,97	- 88.732,09	- 141.701,47	- 7.084,28	61.204,16	-584.455,58	-162.591,12
Imposte di esercizio								
Utile (perdita)	- 141.320,31	- 223.102,97	- 88.732,09	-141.701,47	- 7.084,28	61.204,16	-584.455,58	-162.591,12

* I dati del 2019, alla data di redazione della presente relazione, non sono ancora definitivi.

Da un primo esame dei conti economici del periodo 2012-2019 si evince che i costanti risultati negativi (unico esercizio in utile è il 2017) è dipeso, più che altro, dai rilevanti oneri finanziari.

L'analisi dell'andamento dei ricavi mostra una rilevante contrazione degli stessi tra il 2011 ed il 2018, diminuendo da circa 2,2 a 1,6 milioni di euro:

	2011	2014	2016	2018	2017	2018	2018	% 2011/18	% 2014/18	%2016/18	%2018/18	%2017/18	%2018/18
Gennaio	227.678,83	192.324,08	188.372,90	214.813,31	213.867,88	213.008,18	148.742,10	-35%	-23%	-12%	-31%	-30%	-30%
Febbraio	138.671,48	128.727,89	109.882,01	137.418,86	147.081,88	108.047,81	104.868,03	-25%	-18%	-4%	-24%	-29%	-1%
Marzo	143.688,71	138.781,24	134.295,85	132.887,87	127.283,43	109.248,08	108.488,12	-26%	-23%	-21%	-20%	-16%	-3%
Aprile	142.687,87	128.102,68	98.468,48	108.877,87	134.271,61	121.978,02	113.887,81	-20%	-11%	16%	5%	-15%	-7%
Maggio	88.148,02	116.618,84	103.227,80	118.723,32	104.730,00	85.984,83	86.937,60	-26%	-44%	-37%	-44%	-38%	-1%
Giugno	142.380,08	114.087,77	88.138,32	98.301,63	98.184,28	77.088,81	76.418,34	-47%	-34%	-14%	-24%	-24%	-2%
Luglio	188.486,90	126.880,78	186.728,26	172.673,88	163.808,89	130.236,08	126.806,07	-35%	0%	-24%	-27%	-18%	-3%
Agosto	288.883,83	237.870,80	234.782,30	238.083,61	208.734,28	168.066,78	161.804,84	-44%	-32%	-31%	-32%	-23%	2%
Settembre	224.838,37	193.086,02	183.716,44	183.689,88	184.873,48	184.489,88							
Ottobre	282.117,17	224.821,06	198.354,11	203.721,18	198.183,89	182.088,81							
Novembre	228.330,81	184.271,60	209.833,66	188.981,66	181.773,32	183.870,88							
Dicembre	164.718,83	113.277,27	160.037,11	140.082,08	147.342,70	122.004,38							
TOTALE	2.262.110,82	1.908.978,46	1.846.747,83	1.862.864,87	1.818.083,82	1.843.629,23	802.063,81						

Approfondendo l'analisi, separando le tre aree di *business* aziendale, ossia albergo, centro termale e centro estetico, si può notare come in tutte le tre attività caratteristiche si registri una forte contrazione dei ricavi.

Albergo:

	Albergo 11	Albergo 14	Albergo 2016	Albergo 2018	Albergo 2017	Albergo 2018	Albergo 2018	% 2011/18	% 2014/18	%2016/18	% 2018/18	% 2017/18	% 2018/18
Gennaio	116.864,48	132.632,80	114.430,30	163.889,80	167.882,02	167.334,67	117.608,82	1%	-11%	3%	-24%	-25%	-25%
Febbraio	84.808,27	83.364,64	77.288,04	97.242,68	108.848,88	78.381,87	84.862,06	31%	-8%	10%	-13%	-22%	8%
Marzo	83.811,61	105.886,18	82.213,83	98.004,48	83.713,00	78.881,88	88.188,81	35%	-19%	-7%	-12%	-8%	10%
Aprile	88.080,18	84.488,44	71.074,30	76.808,63	88.348,82	80.800,41	84.888,68	40%	1%	34%	25%	-4%	5%
Maggio	43.318,88	78.081,78	88.611,80	82.187,36	74.304,44	48.386,03	48.886,67	8%	-38%	-32%	-43%	-37%	-3%
Giugno	78.808,07	78.482,11	68.688,33	85.701,26	84.708,34	61.688,40	48.848,23	-36%	-36%	-18%	-25%	-24%	-5%
Luglio	108.237,81	73.043,48	111.448,28	113.708,80	106.887,33	82.341,03	80.708,24	-15%	24%	-19%	-20%	-14%	-2%
Agosto	178.688,14	148.888,48	148.828,87	167.782,10	147.328,48	118.718,10	122.167,78	-32%	-18%	-18%	-23%	-17%	3%
Settembre	137.888,62	128.828,72	128.038,08	123.830,88	146.320,37	133.234,81							
Ottobre	180.288,34	148.638,88	128.181,87	138.847,62	146.041,88	111.028,18							
Novembre	136.380,68	138.283,01	134.121,26	134.817,74	141.841,28	126.688,44							
Dicembre	88.842,48	87.871,88	103.268,77	88.633,21	111.768,83	82.488,28							
TOTALE	1.221.774,08	1.300.018,80	1.232.788,71	1.340.062,43	1.386.738,67	1.178.681,30	882.028,87						

Centro termale:

	Terme 11	Terme 14	Terme 2016	Terme 2018	Terme 2017	Terme 2018	Terme 2018	% 2011/18	% 2014/18	%2016/18	% 2018/18	% 2017/18	% 2018/18
Gennaio	86.808,40	86.832,22	31.768,48	37.238,42	28.140,86	30.100,88	18.822,87	-78%	-48%	-41%	-49%	-28%	-37%
Febbraio	67.786,46	21.067,88	18.998,88	16.881,87	16.018,87	18.691,02	17.730,17	-69%	-16%	4%	12%	18%	7%
Marzo	68.848,12	18.130,87	26.312,70	18.368,10	12.800,20	18.078,67	10.788,86	-81%	-40%	-67%	-41%	-16%	-43%
Aprile	81.872,82	18.770,42	18.188,72	17.148,06	13.418,87	18.836,16	11.268,86	-82%	-40%	-30%	-34%	-16%	-34%
Maggio	36.417,88	26.648,48	21.881,33	18.618,66	17.167,70	11.301,81	13.448,43	-62%	-47%	-38%	-27%	-22%	19%
Giugno	61.008,82	26.278,88	20.784,68	23.084,86	24.487,87	20.480,20	20.800,22	-66%	-18%	0%	-10%	-15%	2%
Luglio	70.802,44	37.780,84	42.041,81	48.426,78	38.811,84	31.778,26	28.711,86	-69%	-24%	-32%	-41%	-22%	-10%
Agosto	88.800,86	86.438,84	83.347,86	68.488,88	42.673,86	30.840,38	30.278,77	-66%	-54%	-52%	-46%	-28%	-1%
Settembre	71.830,08	48.883,76	44.648,18	64.228,80	40.888,73	60.880,77							
Ottobre	101.088,28	80.862,80	63.763,80	47.601,66	42.880,22	43.840,30							
Novembre	78.888,88	61.888,40	66.138,13	42.066,23	40.841,86	47.884,18							
Dicembre	74.788,80	20.808,38	29.620,38	27.488,88	26.703,26	22.888,76							
TOTALE	830.878,80	481.064,26	421.078,36	408.380,08	338.387,20	342.288,88	161.838,21						

Centro estetico:

	Ecctetioa 11	Ecctetioa 14	Ecctetioa 2015	Ecctetioa 2016	Ecctetioa 2017	Ecctetioa 2018	Ecctetioa 2018	% 2011/18	% 2014/18	% 2015/18	% 2016/18	% 2017/18	% 2018/18
Gennaio	26.817,87	23.868,27	22.188,11	23.488,88	30.026,11	26.673,83	12.410,81	-52%	-48%	-44%	-47%	-59%	-51%
Febbraio	17.187,77	14.316,78	16.688,28	24.314,38	23.383,82	11.086,02	2.378,81	-86%	-83%	-85%	-90%	-90%	-79%
Marzo	22.808,08	14.786,18	18.878,32	18.307,28	20.880,28	11.608,13	8.622,28	-58%	-36%	-43%	-42%	-54%	-17%
Aprile	12.884,78	14.882,73	11.188,47	16.821,28	21.604,72	14.240,48	7.768,20	-40%	-48%	-31%	-51%	-64%	-46%
Maggio	8.410,17	13.814,26	13.034,37	18.018,42	13.287,88	6.708,18	4.883,60	-48%	-65%	-62%	-69%	-63%	-14%
Giugno	14.642,20	12.328,06	7.786,43	10.606,33	8.888,87	6.030,21	6.870,88	-61%	-54%	-27%	-46%	-43%	13%
Luglio	14.446,86	14.878,48	12.240,36	10.441,23	11.067,72	8.117,80	8.384,88	-56%	-57%	-48%	-38%	-42%	4%
Agosto	21.484,64	23.684,23	21.816,38	21.847,46	18.833,87	8.887,30	8.170,28	-57%	-61%	-58%	-58%	-51%	5%
Settembre	16.021,77	18.274,66	18.131,22	16.732,42	8.883,38	10.384,48							
Ottobre	20.781,66	16.128,78	17.418,84	17.672,08	8.281,68	7.220,16							
Novembre	14.101,36	8.680,08	20.673,12	20.108,68	8.180,18	10.687,08							
Dicembre	11.082,80	4.787,20	17.268,88	14.088,87	8.878,82	8.616,34							
TOTALE	188.888,84	176.304,80	181.888,87	208.222,36	184.887,86	122.848,07	68.188,43						

Una delle principali cause della scarsa redditività del complesso termale e del conseguente stato di crisi economico-finanziaria, è rappresentata dal ridotto tasso di occupazione delle camere dell'albergo e dalla riduzione delle presenze nel centro termale.

Dal 2011 si è infatti registrato un importante calo delle presenze che, inevitabilmente, a parità di costi fissi e, soprattutto, di oneri finanziari, ha comportato una contrazione della redditività aziendale.

Ad illustrazione delle affermazioni suindicate, si riportano di seguito alcune tabelle esplicative.

Partendo dal tasso di occupazione dei posti letto disponibili, si evince come la media annuale sia stata sempre sotto il 40%, con un drastico calo nel 2018:

Anno	OCCUPAZIONE POSTI LETTO							Inc.Occ.posti letto %						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011	2014	2015	2016	2017	2018	
Gennaio	1.461	1.457	1.364	1.780	1.568	1.607	1.216	32%	32%	30%	39%	35%	27%	
Febbraio	1.267	1.251	1.092	1.447	1.657	1.205	1.276	30%	30%	26%	34%	39%	30%	
Marzo	1.241	1.438	1.324	1.448	1.433	1.283	1.324	27%	32%	29%	32%	32%	29%	
Aprile	1.228	1.557	1.047	1.231	1.492	1.738	1.481	28%	36%	24%	28%	34%	40%	
Maggio	928	1.439	1.253	1.114	1.162	745	755	18%	27%	24%	21%	22%	14%	
Giugno	1.834	1.191	1.272	1.230	1.229	1.014	1.055	42%	27%	29%	29%	28%	24%	
Luglio	2.128	1.768	2.117	2.259	1.937	1.555	1.639	47%	39%	47%	50%	43%	36%	
Agosto	2.536	2.250	2.260	2.134	2.177	1.859	2.005	56%	50%	50%	47%	48%	44%	
Settembre	2.511	2.377	2.097	2.262	2.377	2.278		57%	54%	48%	52%	54%	52%	
Ottobre	2.836	2.273	1.947	2.082	2.180	1.643		63%	50%	43%	46%	48%	36%	
Novembre	2.263	2.274	2.181	1.907	2.159	2.088		52%	52%	50%	44%	49%	48%	
Dicembre	1.168	1.126	1.317	1.341	1.392	1.203		26%	25%	29%	30%	35%	27%	
PRESENZE	21.401	20.401	19.271	20.255	20.963	18.218	10.751	39%	38%	36%	37%	39%	34%	
GEN - AGOSTO	12.663	12.331	11.729	12.663	12.655	11.006	10.751	35%	34%	32%	35%	35%	30%	

Anche il tasso di occupazione delle camere presenta le medesime caratteristiche di contrazione:

Anno	OCCUPAZIONE CAMERE							Inc.Occ.camere %						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Gennaio	790	744	716	940	834	852	678	37%	35%	34%	45%	40%	40%	32%
Febbraio	702	685	577	734	868	675	689	37%	36%	30%	40%	46%	35%	36%
Marzo	718	813	747	802	769	718	720	34%	39%	35%	38%	36%	34%	34%
Aprile	718	908	616	688	798	978	792	35%	45%	30%	34%	39%	48%	39%
Maggio	571	914	762	680	671	443	449	27%	43%	36%	32%	32%	21%	21%
Giugno	1.160	780	803	736	759	631	633	57%	38%	39%	36%	37%	31%	31%
Luglio	1.317	1.159	1.407	1.477	1.302	1.044	1.054	62%	55%	67%	70%	62%	50%	50%
Agosto	1.359	1.336	1.311	1.313	1.234	1.121	1.171	74%	63%	62%	62%	59%	53%	56%
Settembre	1.562	1.464	1.225	1.355	1.341	1.299		77%	72%	60%	66%	66%	64%	
Ottobre	1.762	1.390	1.206	1.267	1.385	1.044		84%	66%	57%	60%	66%	50%	
Novembre	1.541	1.549	1.492	1.251	1.439	1.386		76%	76%	73%	61%	71%	68%	
Dicembre	652	653	723	704	852	663		31%	31%	34%	33%	40%	31%	
PRESENZE	13.052	12.397	11.585	11.967	12.252	10.854	6.186	53%	50%	47%	48%	49%	44%	25%
GEN - AGOSTO	7.535	7.341	6.939	7.390	7.235	6.462	6.186	46%	44%	42%	45%	44%	39%	37%

Conseguenza diretta della contrazione del tasso di occupazione dei posti letto e delle camere, è la riduzione del ricavo medio del 2018 rispetto agli anni precedenti.

Anno	RICAVO MEDIO/POSTI LETTO							2011/19	2014/19	2015/19	2016/19	2017/19	2018/19
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	%	%	%	%	%	%
Gennaio	79	91	84	86	101	97	97	22%	6%	15%	12%	-4%	-1%
Febbraio	51	75	71	67	66	65	66	30%	-11%	-6%	-1%	1%	2%
Marzo	51	74	70	68	65	61	65	27%	-12%	-7%	-4%	0%	6%
Aprile	55	61	68	62	67	52	64	16%	6%	-6%	4%	-4%	23%
Maggio	47	53	55	74	64	65	62	32%	17%	13%	-16%	-3%	-5%
Giugno	42	64	47	53	53	51	46	11%	-28%	-1%	-12%	-12%	-9%
Luglio	51	41	53	50	55	59	55	9%	34%	5%	10%	1%	-7%
Agosto	70	66	66	74	68	64	61	-13%	-8%	-8%	-18%	-10%	-5%
Settembre	55	53	59	55	61	58							
Ottobre	57	65	66	67	67	68							
Novembre	60	60	61	71	66	60							
Dicembre	59	78	78	73	70	77							
MEDIA ANNUA	57	64	64	66	67	65	64	13%	1%	1%	-2%	-3%	0%
GEN - AGOSTO	57	65	63	66	67	65	64	13%	0%	2%	-3%	-4%	-1%

Anno
Gennaio
Febbraio
Marzo
Aprile
Maggio
Giugno
Luglio
Agosto
Settembre
Ottobre
Novembre
Dicembre
MEDIA ANNUA
GEN - AGOSTO

RICAVO MEDIO/CAMERE							2011/19	2014/19	2015/19	2016/19	2017/18	2018/19
2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	%	%	%	%	%	%
147	178	160	164	189	184	173	18%	-3%	8%	6%	-8%	-6%
92	136	134	129	125	116	123	34%	-10%	-8%	-5%	-2%	6%
89	130	123	122	122	109	120	35%	-8%	-3%	-2%	-2%	9%
95	104	115	110	124	93	120	27%	15%	4%	9%	-4%	29%
76	83	90	121	111	109	104	37%	25%	16%	-14%	-6%	-5%
66	98	74	89	85	82	77	17%	-21%	4%	-13%	-9%	-5%
82	63	79	77	81	88	86	5%	37%	9%	12%	6%	-3%
115	111	114	120	119	106	104	-9%	-6%	-9%	-13%	-13%	-1%
88	87	100	91	108	103							
91	107	106	109	105	106							
88	88	90	108	99	91							
106	134	143	140	131	140							
93	105	106	111	114	108	112	20%	7%	5%	0%	-2%	3%
95	109	107	114	118	111	112	18%	3%	5%	-2%	-5%	1%

Infine, si riporta una tabella illustrativa del drastico calo delle presenze rilevate negli ultimi anni:

Apertura	Presenze per anno								Differenza Presenze	% 11/15	% 12/15	% 14/15	% 15/15	% 16/15	% 17/15	% 18/15
	2011	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2019								
Anni																
GENNAIO	1.461	1.328	1.457	1.364	1.780	1.558	1.607	1.216	- 351	-16,8%	-8,4%	-16,5%	-10,9%	-31,7%	-22,4%	-24,3%
FEBBRAIO	1.267	576	1.251	1.092	1.447	1.857	1.205	1.276	71	0,7%	121,5%	2,0%	16,8%	-11,8%	-23,0%	5,9%
MARZO	1.241	1.192	1.438	1.324	1.448	1.433	1.283	1.324	41	6,7%	11,1%	-7,9%	0,0%	-8,6%	-7,6%	3,2%
APRILE	1.228	1.026	1.557	1.047	1.231	1.492	1.738	1.481	- 257	20,6%	44,3%	-4,9%	41,5%	20,3%	-0,7%	-14,8%
MAGGIO	928	955	1.439	1.253	1.114	1.162	745	755	10	-18,6%	-20,8%	-47,5%	-39,7%	-32,2%	-35,0%	1,3%
GIUGNO	1.834	1.285	1.191	1.272	1.250	1.229	1.014	1.055	41	-42,5%	-17,9%	-11,4%	-17,1%	-15,6%	-14,2%	4,0%
LUGLIO	2.128	1.958	1.768	2.117	2.259	1.937	1.555	1.639	84	-23,0%	-16,3%	-7,3%	-22,6%	-27,4%	-15,4%	5,4%
AGOSTO	2.536	2.295	2.250	2.260	2.134	2.177	1.859	2.008	146	-20,9%	-12,6%	-10,9%	-11,3%	-6,0%	-7,9%	7,9%
SETTEMBRE	2.511	1.954	2.377	2.097	2.262	2.377	2.278	2.278								
OTTOBRE	2.836	1.758	2.273	1.947	2.082	2.180	1.643									
NOVEMBRE	2.263	2.322	2.274	2.181	1.907	2.159	2.088									
DICEMBRE	1.168	1.157	1.126	1.317	1.341	1.592	1.203									
TOTALE PRESENZE	21.401	17.836	20.401	19.271	20.255	20.963	18.218	10.751	- 255							
PRES. GEN - AGOSTO	12.623	10.615	12.351	11.729	12.663	12.655	11.005	10.751		-14,6%	1,3%	-13,0%	-8,3%	-15,1%	-15,0%	-2,3%

3.3 Analisi della gestione “Terme della Fratta”

Il complesso alberghiero-termale “Terme della Fratta” si compone di tre fabbricati localizzati in una area di circa 150.000 mq attrezzata a parco e a servizio delle attività termali. L’edificio principale, denominato “padiglione Mercuriali”, è stato oggetto di una radicale ristrutturazione ed ospita le funzioni ricettive e termali del complesso. Il secondo edificio, denominato “Collitto” è stato invece oggetto di una vendita a terzi. Il terzo denominato “ex ufficiali” è in stato di abbandono, mentre il quarto è una ex casa colonica, ormai ridotta a rudere, con annesso podere incolto.

Il padiglione Mercuriali si sviluppa su quattro livelli, al piano terra ed interrato è presente il centro termale e la SPA, per una superficie complessiva di 2300 mq, mentre dal piano rialzato fino al quarto livello si sviluppano gli spazi a servizio dell’hotel, per una superficie complessiva di 3300 mq e per una capacità ricettiva costituita da 64 camere.

Il centro termale dispone di una piscina di acqua sulfurea e di un percorso tematico per il *wellness* e i trattamenti fisioterapici, forniti anche in convenzione con il Servizio Sanitario Nazionale. L’edificio si inserisce in un vasto parco termale, di circa 42.000 mq, che confina con la parte boschiva dove è attualmente presente un “parco tematico” di circa 75.000 mq e un altro appezzamento di terreno di circa 30.000 mq in cui è ubicata una casa colonica in rovina.

Di seguito si riportano i dati relativi al conto economico degli ultimi 8 anni, al fine di procedere poi ad un'analisi più approfondita delle dinamiche reddituali riscontrate negli ultimi anni:

Descrizione	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ricavi vend. e delle prest.	4.179.407,39	4.427.521,20	4.530.847,14	4.591.394,09	4.737.527,96	4.628.226,41	4.628.364,83	4.472.927,46
Altri ricavi e proventi	436.276,95	218.349,52	36.233,81	50.514,44	38.261,28	114.168,85	519.851	647.740,22
Valore della Produzione	4.615.684,34	4.645.870,72	4.567.080,95	4.641.908,53	4.775.789,24	4.742.395,26	5.148.216,19	5.120.667,68
Materie prime	494.497,32	559.952,01	554.533,10	628.937,77	688.583,51	709.287,49	796.727,71.	654.539,70
Servizi	1.209.109,99	1.060.603,65	1.054.638,97	1.129.886,38	1.218.351,02	1.271.974,16	1.295.011,19	1.587.701,75
Godimento beni di terzi	340.525,04	168.256,87	153.271,49	149.942,32	159.969,60	159.243,86	406.955,57	659.739,71
Costi del personale	1.698.060,70	1.715.092,21	1.656.517,71	1.624.652,71	1.649.317,24	1.701.221,15	1.847.661,51	1.763.064,84
Ammortamento	858.866,47	868.315,77	816.839,40	731.585,98	665.202,58	672.763,89	670.610,46	30.776,07
Variazione delle Rimanenze	- 3.600,00	82.500,00	7.249,72	11.678,67	5.210,63	2.107,73	-71.537,15	6.086,85
Acc. rischi e oneri					160.000,00	229.226,18	6.600.860,01	26.645,69
Oneri diversi di gestione	147.196,17	79.780,36	112.545,15	116.958,38	70.251,54	362.181,47	477.670,17	79.307,73
Costi della Produzione	4.744.655,69	4.534.500,87	4.355.595,54	4.393.642,21	4.616.886,12	5.108.005,93	12.023.959,53	4.807.862,34
Differenza tra valori e costi della produzione	- 128.971,35	111.369,85	211.485,41	248.266,32	158.903,12	- 365.610,67	-6.875.743,34	312.805,34
Proventi ed oneri finanziari	- 614.325,83	- 530.680,24	- 507.935,13	- 498.916,74	- 469.596,14	- 540.405,17	-481.135,90	-109.335,33
Rett. di attività finanziarie					- 50.178,53			
Proventi ed oneri straord.		52.000,00	- 280.000,00					
Risultato ante imposte	485.354,48	- 367.310,39	- 576.449,72	- 250.650,42	- 360.871,55	- 906.015,84	-7.356.879,24	203.470,01
Imposte di esercizio	- 10.981,91	47.204,43	184.342,08	169.669,80	- 66.898,16	- 478.800,20	534.386,00	
Utile (perdita) di esercizio	- 754.279,09	- 414.514,82	- 760.791,80	- 420.320,22	- 293.973,39	- 427.215,64	-7.891.265,24	203.470,01

Da un primo esame dei conti economici del periodo 2012-2019 si evince come la società non sia mai stata in grado di produrre risultati positivi, data l'incidenza significativa dei costi di gestione e, soprattutto, degli oneri finanziari.

L'andamento dei ricavi è stato pressoché costante, attestandosi tra i 4,5 e i 5 milioni di euro, livello più alto raggiunto nel solo esercizio 2011.

	Totale 2011	Totale 2014	Totale 2015	Totale 2016	Totale 2017	TOTALE 2018	TOTALE 2019	% 11/19	% 14/19	% 15/19	% 16/19	% 17/19	% 18/19
Gennaio	490.020,96	409.854,90	423.650,20	450.149,08	507.381,62	511.007,88	467.717,50	2%	14%	10%	2%	-8%	-9%
Febbraio	322.038,28	294.408,45	308.346,15	357.787,21	318.464,79	359.468,21	332.206,84	3%	13%	8%	-7%	4%	-8%
Marzo	330.777,61	319.488,20	357.418,67	344.096,74	341.268,89	352.782,01	355.149,66	7%	11%	-1%	3%	4%	1%
Aprile	301.089,89	283.033,67	329.517,77	324.815,04	316.180,12	335.194,75	354.611,05	18%	25%	8%	0%	12%	6%
Maggio	302.975,31	296.250,08	321.788,67	305.091,08	311.011,09	330.106,03	355.877,47	17%	20%	11%	17%	14%	8%
Giugno	313.372,68	344.309,95	240.923,87	255.600,58	227.244,71	244.141,47	330.503,69	5%	35%	37%	29%	45%	35%
Luglio	364.571,27	366.249,08	252.171,00	282.352,08	255.242,70	250.723,62	245.079,03	-33%	-8%	-3%	-13%	-4%	-2%
Agosto	517.417,92	461.266,43	488.217,60	423.677,38	369.924,82	357.772,66	344.970,16	-33%	-25%	-29%	-19%	-7%	-4%
Settembre	549.397,90	508.517,90	460.339,28	478.133,28	488.792,75	450.998,73							
Ottobre	525.144,27	528.302,27	497.889,72	526.825,09	509.324,84	482.470,13							
Novembre	482.011,88	461.367,33	460.901,14	461.126,26	482.952,92	466.222,89							
Dicembre	538.722,20	433.051,65	446.493,18	502.569,25	474.635,66	446.199,25							
TOTALE	5.007.440,17	4.506.100,90	4.587.657,35	4.721.225,77	4.603.324,01	4.588.078,53	2.786.115,49						
Tot. Voucher 2011	104.354,37												
Tot. Voucher 2012	-86.941,87												
Tot. Voucher 2013													
Tot. Voucher 2014		21.455,76											
Tot. Voucher 2015		-9.635,99	9.635,99										
Tot. Voucher 2016			-5.866,83	5.866,83									
Tot. Voucher 2017				-24.792,43	24.792,43								
Tot. Voucher 2018					-7.521,30	7.521,30							
Tot. Voucher 2019						0,00	19.689,75						
Totale Contabilità	5.007.440,17	4.517.920,67	4.599.456,51	4.703.300,17	4.603.996,04	4.595.999,83	2.805.805,24	-44%	-38%	-39%	-40%	-39%	-39%
TOT. ABBONATI	2.912.163,92	2.574.861,75	2.722.034,03	2.752.571,89	2.647.618,74	2.742.187,53	2.786.115,49	-4%	8%	2%	1%	9%	2%
DIFFERENZIALE	-126.048,43	211.259,74	64.081,46	33.543,60	138.496,75	43.927,96							

Approfondendo l'analisi, nelle tabelle seguenti si procede a separare le tre aree di business aziendale, ossia albergo, centro termale e centro estetico/servizi aggiuntivi.

Albergo:

	Albergo 2011	Albergo 2014	Albergo 2015	Albergo 2016	Albergo 2017	ALBERGO 2018	ALBERGO 2019
Gennaio	206.876,29	190.830,72	192.674,84	202.188,30	234.457,19	247.899,20	232.087,50
Febbraio	133.561,93	119.105,34	118.942,20	162.893,08	140.142,27	167.094,96	158.885,39
Marzo	134.086,52	149.659,64	173.650,99	154.174,83	168.094,41	159.950,06	176.667,14
Aprile	137.726,11	122.482,97	160.138,95	146.790,45	157.823,11	172.391,71	182.573,00
Maggio	107.089,36	126.169,87	125.688,53	118.259,41	128.410,18	156.289,66	144.606,35
Giugno	105.655,90	97.558,27	94.044,61	100.984,46	93.293,64	100.150,95	124.820,16
Luglio	128.880,11	93.276,31	116.308,71	124.337,45	113.218,33	116.717,69	94.405,32
Agosto	199.414,63	156.059,15	193.213,99	178.117,69	145.242,58	148.096,87	127.469,49
Settembre	199.192,68	173.189,42	150.058,23	159.575,78	177.047,14	176.056,94	
Ottobre	125.702,73	188.410,12	156.426,55	173.270,61	174.893,59	157.552,74	
Novembre	158.053,56	148.045,35	165.254,20	158.405,43	175.589,17	173.456,75	
Dicembre	195.742,79	150.922,63	172.964,51	179.136,92	191.063,96	171.725,74	
TOTALE	1.831.982,61	1.715.709,79	1.819.366,31	1.858.134,41	1.899.275,57	1.947.383,27	1.241.514,35

I ricavi riferibili all'hotel mostrano un trend di crescita costante dal 2011, attestandosi a circa 1,8 milioni di euro nel 2018.

Centro termale:

	Terme 2011	Terme 2014	Terme 2015	Terme 2016	Terme 2017	TERME 2018	TERME 2019
Gennaio	57.247,31	44.987,40	57.056,92	65.285,00	74.917,70	68.948,37	48.528,40
Febbraio	44.014,60	43.960,47	48.127,06	46.875,49	53.717,43	42.000,06	34.502,02
Marzo	57.115,00	55.791,48	58.421,57	60.027,67	58.145,92	57.769,35	68.890,82
Aprile	68.810,39	70.059,88	81.917,46	79.695,66	65.807,16	71.755,90	74.286,05
Maggio	111.466,21	98.712,37	119.109,28	120.844,48	112.782,30	105.450,16	111.644,56
Giugno	127.558,83	96.447,55	97.688,66	93.541,95	85.751,32	96.168,15	131.084,57
Luglio	155.166,46	107.325,62	96.835,96	104.405,17	93.114,46	85.852,95	89.343,22
Agosto	219.329,12	221.434,56	209.543,92	172.723,92	152.212,26	130.594,98	138.193,09
Settembre	258.884,28	244.509,00	232.305,93	244.765,30	210.041,86	197.907,52	
Ottobre	280.244,24	248.921,56	241.804,93	240.815,26	233.396,34	228.453,42	
Novembre	190.774,61	183.616,16	176.330,22	180.112,73	194.058,88	172.841,79	
Dicembre	170.749,40	123.280,69	111.213,89	177.904,40	131.196,70	116.108,47	
TOTALE	1.741.360,45	1.539.046,74	1.530.355,80	1.586.997,03	1.465.142,33	1.373.851,12	696.472,73

A differenza dell'albergo, il centro termale mostra un *trend* di contrazione nei vari anni, passando da 1,74 milioni di euro del 2011 a 1.37 milioni di euro nel 2018.

Centro estetico, Abbonamenti e similari:

	Estetica 11	Estetica 14	Estetica 15	Estetica 16	Estetica 2017	ESTETICA 2018	ESTETICA 2019
Gennaio	59.470,68	30.381,68	42.162,66	43.838,89	49.652,94	41.797,04	36.607,98
Febbraio	46.049,96	23.016,34	31.040,64	37.340,26	30.765,47	33.028,68	29.356,98
Marzo	44.394,30	26.911,22	35.082,43	33.521,03	35.203,21	34.004,32	31.681,75
Aprile	35.987,22	24.393,32	29.145,16	27.074,97	38.078,80	35.334,17	34.875,29
Maggio	36.595,39	24.685,85	26.830,63	27.661,33	29.578,91	22.052,96	38.798,07
Giugno	38.105,70	16.872,18	18.674,04	25.306,24	24.027,52	21.319,25	53.666,96
Luglio	32.892,60	17.155,78	16.031,80	22.213,61	21.611,68	21.102,73	34.560,49
Agosto	37.268,94	23.087,41	31.229,86	25.484,36	26.885,02	30.827,32	41.473,31
Settembre	39.653,42	21.941,88	25.207,13	27.081,68	32.453,51	23.234,26	
Ottobre	39.154,75	20.625,56	28.036,24	31.516,18	27.986,78	26.445,17	
Novembre	39.073,21	27.748,59	34.876,71	28.280,76	29.592,87	29.282,64	
Dicembre	71.262,26	38.973,65	44.606,49	40.476,95	34.934,71	39.188,73	
TOTALE	519.908,43	295.793,46	362.923,79	369.796,26	380.771,42	357.617,27	301.020,83

	Totale 2011 (PAN + ABB.)	Totale 2014 (PAN + ABB.)	Totale 2015 (PAN + ABB.)	Totale 2016 (PAN + ABB.)	Totale 2017 (PAN + ABB.)	Totale 2018 (PAN + ABB.)	Totale 2019 (PAN + ABB.)
Gennaio	136.326,68	143.655,10	131.755,78	147.837,79	148.353,79	153.353,27	150.493,71
Febbraio	98.411,79	108.326,30	110.236,25	110.678,38	93.839,62	117.344,51	109.462,45
Marzo	95.181,79	87.125,95	90.263,68	96.373,21	79.825,35	101.058,28	77.909,95
Aprile	58.566,17	66.097,50	58.316,20	71.254,86	54.471,05	55.712,97	62.876,71
Maggio	47.824,35	46.681,99	50.160,23	38.326,76	41.139,70	46.314,15	60.828,49
Giugno	42.052,25	33.431,95	30.516,56	35.767,93	24.172,23	26.503,12	20.932,00
Luglio	47.632,10	48.492,27	22.994,63	31.395,85	27.298,23	27.050,25	26.770,00
Agosto	61.405,23	60.685,31	54.229,83	47.351,41	45.584,96	48.253,49	37.834,27
Settembre	51.667,52	68.877,60	52.767,99	46.710,52	69.250,24	53.800,01	
Ottobre	80.042,55	70.345,03	71.622,00	81.223,04	73.048,13	70.018,80	
Novembre	94.110,50	101.957,23	84.440,01	94.327,34	83.712,00	90.641,71	
Dicembre	100.967,75	119.874,68	117.708,29	105.050,98	117.440,29	119.176,31	
TOTALE	914.188,68	955.550,91	875.011,45	906.298,07	858.135,59	909.226,87	547.107,58
Totale Contabilità	914.188,68	955.550,91	875.011,45	906.298,07	858.135,59	909.226,87	547.107,58
TOT. AGOSTO	587.400,36	594.496,37	548.473,16	578.986,19	514.684,93	575.590,04	547.107,58
DIFFERENZE	-40.292,78	-47.388,79	-1.365,58	-31.878,61	32.422,65	-28.482,46	

I ricavi del centro estetico mostrano un sostanziale equilibrio negli ultimi anni, anche se relativamente più contenuti rispetto all'esercizio 2011.

Anche i ricavi da servizi aggiuntivi (abbonamenti e vari) mostrano un sostanziale equilibrio tra i vari anni, con il livello minimo registrato nel 2017.

Anche per il centro termale della Fratta può essere utile un'ulteriore indagine, approfondendo le presenze rispetto alla capacità ricettiva del complesso termale, al fine di verificare se i ricavi sono inferiori o meno rispetto a quelli potenziali.

Per quanto concerne le presenze nell'albergo, la tabella sotto riportata evidenzia un trend del tasso di occupazione dei posti letto sostanzialmente di equilibrio tra i vari esercizi, con una presenza minima rilevata nel 2011.

anno	Occupazione Posti Letto							Inc.Occ.posti letto %						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
gennaio	1.774	1.777	2.222	2.129	2.522	2.423	2.349	34%	34%	43%	41%	48%	47%	45%
febbraio	1.403	1.405	1.649	2.113	1.929	2.245	2.113	30%	30%	35%	45%	41%	48%	45%
marzo	1.663	1.850	2.091	2.211	2.257	2.269	2.647	32%	36%	40%	42%	43%	44%	51%
aprile	1.666	2.001	2.477	2.354	2.387	2.464	2.756	33%	40%	49%	47%	47%	49%	55%
maggio	1.639	2.176	2.270	1.869	1.902	2.421	2.293	31%	42%	44%	36%	37%	46%	44%
giugno	2.324	1.447	1.674	1.830	1.484	1.784	2.248	46%	29%	33%	36%	29%	35%	45%
luglio	2.829	1.845	2.178	2.279	1.925	1.858	1.805	54%	35%	42%	44%	37%	36%	35%
agosto	2.989	3.384	3.600	3.181	2.594	2.405	2.681	57%	65%	69%	61%	50%	46%	51%
settembre	2.748	2.941	3.036	2.892	2.822	2.618		55%	58%	60%	57%	56%	52%	
ottobre	2.265	2.765	2.502	2.990	2.654	2.748		43%	53%	48%	57%	51%	53%	
novembre	2.107	2.516	2.529	2.451	2.645	2.502		42%	50%	50%	49%	52%	50%	
dicembre	1.514	2.053	2.344	2.212	2.360	2.117		29%	39%	45%	42%	45%	41%	
PRESENZE	24.921	26.160	28.572	28.511	27.481	27.854	18.892	41%	43%	47%	46%	45%	45%	31%
Gen - Agosto	16.287	15.885	18.161	17.966	17.000	17.869	18.892	40%	39%	44%	44%	42%	44%	46%

Stessa caratteristica la possiamo notare anche guardando al tasso di occupazione delle camere.

anno	Totale Camere Utilizzate							Inc.Occ.camere %						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
gennaio	948	954	1.218	1.176	1.380	1.376	1.328	48%	48%	61%	59%	70%	69%	67%
febbraio	739	765	929	1.189	1.106	1.342	1.253	41%	43%	52%	66%	62%	75%	70%
marzo	960	1.038	1.186	1.295	1.365	1.430	1.606	48%	52%	60%	65%	69%	72%	81%
aprile	1.000	1.199	1.441	1.432	1.415	1.579	1.682	52%	62%	75%	75%	74%	82%	88%
maggio	1.007	1.281	1.389	1.288	1.345	1.613	1.524	51%	65%	70%	65%	68%	81%	77%
giugno	1.311	927	1.023	1.176	949	1.211	1.365	68%	48%	53%	61%	49%	63%	71%
luglio	1.566	1.077	1.276	1.341	1.217	1.254	1.053	79%	54%	64%	68%	61%	63%	53%
agosto	1.609	1.778	1.741	1.643	1.371	1.354	1.405	81%	90%	88%	83%	69%	68%	71%
settembre	1.551	1.742	1.671	1.682	1.629	1.555		81%	91%	87%	88%	85%	81%	
ottobre	1.301	1.663	1.498	1.701	1.601	1.669		66%	84%	76%	86%	81%	84%	
novembre	1.228	1.624	1.633	1.584	1.735	1.724		64%	85%	85%	83%	90%	90%	
dicembre	826	1.203	1.288	1.235	908	1.292		42%	61%	65%	62%	46%	65%	
PRESENZE	14.046	15.251	16.293	16.742	16.021	17.399	11.216	60%	65%	70%	72%	69%	74%	48%
Gen - Agosto	9.140	9.019	10.203	10.540	10.148	11.159	11.216	59%	58%	66%	68%	65%	72%	72%

I dati mostrano una discreta capacità di occupazione delle camere e dei posti letto disponibili, anche se i livelli dell'esercizio 2011 (89%) non sono stati più raggiunti.

Conseguenza dell'equilibrio sopra evidenziato tra i vari anni, approfondendo ad un livello ulteriore, si può notare come anche il ricavo medio unitario per posto letto e per camera sia sostanzialmente stabile tra i vari esercizi.

	RICAVO MEDIO/POSTI LETTO						
anno	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
gennaio	117	107	87	95	93	102	99
febbraio	95	85	72	77	73	74	75
marzo	81	81	83	70	74	70	67
aprile	83	61	65	62	66	70	66
maggio	65	58	55	63	68	65	63
giugno	45	67	56	55	63	56	56
luglio	46	51	53	55	59	63	52
agosto	67	46	54	56	56	62	48
settembre	72	59	49	55	63	67	
ottobre	55	68	63	58	66	57	
novembre	75	59	65	65	66	69	
dicembre	129	74	74	81	81	81	
MEDIA ANNUA	74	66	64	65	56	70	67
Gen - Agosto	71	66	65	66	69	71	66

anno
gennaio
febbraio
marzo
aprile
maggio
giugno
luglio
agosto
settembre
ottobre
novembre
dicembre
MEDIA ANNUA
Gen - Agosto

	RICAVO MEDIO/CAMERE						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
218	200	158	172	170	180	175	
181	156	128	137	127	125	127	
140	144	146	119	123	112	110	
138	102	111	103	112	109	109	
106	98	90	92	95	97	95	
81	105	92	86	98	83	91	
82	87	91	93	93	93	90	
124	88	111	108	106	109	91	
128	99	90	95	109	113		
97	113	104	102	109	94		
129	91	101	100	101	101		
237	125	134	145	210	133		
130	113	112	111	119	112	112	
126	117	115	113	116	114	111	

Dai dati sopra illustrati si può chiaramente evincere come la redditività dei posti letto e la capacità di occupare le camere dell'albergo sia sostanzialmente migliore rispetto a quelle del del Grand Hotel Terme Roseo.

A differenza del *business* albergo, invece, la gestione dei servizi termali e del centro estetico presenta forti criticità. Infatti, come si evince dalla tabella seguente, le presenze nel centro termale, nei vari anni, mostrano un trend di forte calo, ossia dalle 152.309 presenze del 2011, alle 128.730 presenze del 2018.

Anno	TERME							%	%	%	%	%	%
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11/19	14/19	15/19	16/19	17/19	18/19
Gennaio	3.012	2.656	3.189	3.824	4.128	3.887	3.210	7%	21%	1%	-16%	-22%	-17%
Febbraio	3.724	3.542	3.786	3.777	4.573	3.677	3.783	2%	7%	0%	0%	-17%	3%
Marzo	4.576	4.677	5.113	5.186	5.296	4.732	6.262	37%	34%	22%	21%	18%	32%
Aprile	6.520	6.954	7.422	7.626	6.226	8.008	6.631	2%	-5%	-11%	-13%	7%	-17%
Maggio	11.328	10.546	11.940	12.036	11.346	9.342	10.132	-11%	-4%	-15%	-16%	-11%	8%
Giugno	2.313	8.888	9.503	8.634	8.523	6.002	8.378	262%	-6%	-12%	-3%	-2%	40%
Luglio	13.985	10.743	9.471	10.306	8.894	8.098	7.358	-47%	-32%	-22%	-29%	-17%	-9%
Agosto	26.104	27.352	26.961	21.861	19.485	16.062	14.731	-44%	-46%	-45%	-33%	-24%	-8%
Settembre	29.930	29.226	27.639	28.596	25.635	25.254							
Ottobre	28.226	25.318	24.530	24.515	23.606	23.254							
Novembre	16.227	16.164	15.344	15.422	18.566	14.701							
Dicembre	6.364	4.505	3.823	5.332	12.515	5.713							
PRESENZE	152.309	150.571	148.721	147.115	148.813	128.730	60.485						
Gen - Ago	71.562	75.358	77.385	73.230	68.471	59.808	60.485	-15%	-20%	-22%	-17%	-12%	1%

Caratteristiche simili si rilevano anche nel trend dei servizi erogati relativamente al centro estetico:

Anno	TOTALE SERVIZI EROGATI						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	10.051	9.285	9.556	10.708	11.252	11.473	9.783
	8.994	8.712	9.169	9.635	9.373	8.943	13.492
	9.310	9.083	9.742	10.489	9.620	9.540	13.315
	9.942	10.335	10.649	11.346	9.078	10.733	11.632
	14.120	13.172	15.060	14.234	13.557	11.788	14.254
	5.151	11.075	11.878	11.008	10.495	8.499	10.081
	17.155	13.767	11.169	12.355	10.821	10.569	9.002
	29.855	31.349	30.468	24.880	22.398	19.293	17.354
	33.014	33.048	30.639	31.437	29.251	28.065	
	32.447	28.872	28.286	28.655	27.061	26.518	
	21.007	21.579	19.623	19.915	23.314	18.664	
	12.007	10.264	9.421	10.568	19.153	10.799	
	203.053	200.541	195.660	195.230	195.373	174.884	98.933
	104.578	106.778	107.691	104.655	96.594	90.838	98.933

La contrazione delle presenze nelle due aree di *business* si riflette inevitabilmente sull'andamento dei ricavi, con particolare riferimento nel settore termale, ove si registra una costante decrescita dei ricavi, che passano da circa 1,74 milioni di euro del 2011 a circa 1,37 milioni di euro del 2018.

	Terme 2011	Terme 2014	Terme 2015	Terme 2016	Terme 2017	TERME 2018	TERME 2019
Gennaio	57.247,31	44.987,40	57.056,92	65.285,00	74.917,70	68.948,37	48.528,40
Febbraio	44.014,60	43.960,47	48.127,06	46.875,49	53.717,43	42.000,06	34.502,02
Marzo	57.115,00	55.791,48	58.421,57	60.027,67	58.145,92	57.769,35	68.890,82
Aprile	68.810,39	70.059,88	81.917,46	79.695,66	65.807,16	71.755,90	74.286,05
Maggio	111.466,21	98.712,37	119.109,28	120.844,48	112.782,30	105.450,16	111.644,56
Giugno	127.558,83	96.447,55	97.688,66	93.541,95	85.751,32	96.168,15	131.084,57
Luglio	155.166,46	107.325,62	96.835,96	104.405,17	93.114,46	85.852,95	89.343,22
Agosto	219.329,12	221.434,56	209.543,92	172.723,92	152.212,26	130.594,98	138.193,09
Settembre	258.884,28	244.509,00	232.305,93	244.765,30	210.041,86	197.907,52	
Ottobre	280.244,24	248.921,56	241.804,93	240.815,26	233.396,34	228.453,42	
Novembre	190.774,61	183.616,16	176.330,22	180.112,73	194.058,88	172.841,79	
Dicembre	170.749,40	123.280,69	111.213,89	177.904,40	131.196,70	116.108,47	
TOTALE	1.741.360,45	1.539.046,74	1.530.355,80	1.586.997,03	1.465.142,33	1.373.851,12	696.472,73

L'andamento dei ricavi nelle aree estetica e servizi aggiuntivi invece è il seguente:

	Estetica 11	Estetica 14	Estetica 15	Estetica 16	Estetica 2017	ESTETICA 2018	ESTETICA 2019
Gennaio	59.470,68	30.381,68	42.162,66	43.838,89	49.652,94	41.797,04	36.607,98
Febbraio	46.049,96	23.016,34	31.040,64	37.340,26	30.765,47	33.028,68	29.356,98
Marzo	44.394,30	26.911,22	35.082,43	33.521,03	35.203,21	34.004,32	31.681,75
Aprile	35.987,22	24.393,32	29.145,16	27.074,97	38.078,80	35.334,17	34.875,29
Maggio	36.595,39	24.685,85	26.830,63	27.661,33	29.578,91	22.052,96	38.798,07
Giugno	38.105,70	16.872,18	18.674,04	25.306,24	24.027,52	21.319,25	53.666,96
Luglio	32.892,60	17.155,78	16.031,80	22.213,61	21.611,68	21.102,73	34.560,49
Agosto	37.268,94	23.087,41	31.229,86	25.484,36	26.885,02	30.827,32	41.473,31
Settembre	39.653,42	21.941,88	25.207,13	27.081,68	32.453,51	23.234,26	
Ottobre	39.154,75	20.625,56	28.036,24	31.516,18	27.986,78	26.445,17	
Novembre	39.073,21	27.748,59	34.876,71	28.280,76	29.592,87	29.282,64	
Dicembre	71.262,26	38.973,65	44.606,49	40.476,95	34.934,71	39.188,73	
TOTALE	519.908,43	295.793,46	362.923,79	369.796,26	380.771,42	357.617,27	301.020,83

	Totale 2011 (PAN + ABB.)	Totale 2014 (PAN + ABB.)	Totale 2015 (PAN + ABB.)	Totale 2016 (PAN + ABB.)	Totale 2017 (PAN + ABB.)	Totale 2018 (PAN + ABB.)	Totale 2019 (PAN + ABB.)
Gennaio	136.326,68	143.655,10	131.755,78	147.837,79	148.353,79	153.353,27	150.493,71
Febbraio	98.411,79	108.326,30	110.236,25	110.678,38	93.839,62	117.344,51	109.462,45
Marzo	95.181,79	87.125,95	90.263,68	96.373,21	79.825,35	101.058,28	77.909,95
Aprile	58.566,17	66.097,50	58.316,20	71.254,86	54.471,05	55.712,97	62.876,71
Maggio	47.824,35	46.681,99	50.160,23	38.326,76	41.139,70	46.314,15	60.828,49
Giugno	42.052,25	33.431,95	30.516,56	35.767,93	24.172,23	26.503,12	20.932,00
Luglio	47.632,10	48.492,27	22.994,63	31.395,85	27.298,23	27.050,25	26.770,00
Agosto	61.405,23	60.685,31	54.229,83	47.351,41	45.584,96	48.253,49	37.834,27
Settembre	51.667,52	68.877,60	52.767,99	46.710,52	69.250,24	53.800,01	
Ottobre	80.042,55	70.345,03	71.622,00	81.223,04	73.048,13	70.018,80	
Novembre	94.110,50	101.957,23	84.440,01	94.327,34	83.712,00	90.641,71	
Dicembre	100.967,75	119.874,68	117.708,29	105.050,98	117.440,29	119.176,31	
TOTALE	914.188,68	955.550,91	875.011,45	906.298,07	858.135,59	909.226,87	547.107,58
Totale Contabilità	914.188,68	955.550,91	875.011,45	906.298,07	858.135,59	909.226,87	547.107,58
TOT. AGOSTO	587.400,36	594.496,37	548.473,16	578.986,19	514.684,93	575.590,04	547.107,58
DIFFERENZE	-40.292,78	-47.388,79	-1.365,58	-31.878,61	32.422,65	-28.482,46	

3.4 Analisi della gestione Nuova Saltemi S.p.a./Termegest Srl post affitto di azienda

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, con l'intento di procedere ad un accordo di ristrutturazione ex art. 67 L.F., in data 24 gennaio 2018, la Nuova Saltemi S.p.a. sottoscriveva con Termegest S.r.l. un "Contratto di affitto di rami di azienda alberghiera termale", registrato a Forlì il 7 febbraio 2018, avente ad oggetto i due

rami di azienda sopra analizzati: “Grand Hotel Terme della Fratta” e “Grand Hotel Terme Roseo”.

Il sottoscritto perito stimatore ritiene quindi opportuno procedere ad una analisi delle due società, al fine di esaminarne le dinamiche finanziarie e reddituali, anche come complesso aziendale unitariamente inteso.

Si evidenzia che il canone di affitto di azienda che Termegest S.r.l. corrisponde a Nuova Saltemi S.p.a. attualmente è pari a complessivi € 600.000, di cui € 520.000 per l'affitto del ramo di azienda “Hotel Fratta Terme” ed € 80.000 per l'affitto del ramo di azienda “Grand Hotel Terme Roseo”.

Si riporta di seguito lo stato patrimoniale dell'esercizio 2018 delle due società contraenti il contratto di affitto di rami di azienda e, nella colonna di destra, verrà mostrata la situazione consolidata, depurata delle partite infragruppo e delle componenti straordinarie.

	Nuova Saltemi S.p.A.	Termegest S.r.l.	Bilancio consolidato	Rettifiche da consolidamento	Conto Economico consolidato
Descrizione	2018	2018	2018	2018	2018
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	728.794,92	5.516.616,00	6.245.410,92	- 476.666,00	5.768.744,92
Altri ricavi e proventi	561.231,76	6.191,00	567.422,76		567.422,76
Valore della Produzione	1.290.026,68	5.522.807,00	6.812.833,68		6.336.167,68
Materie prime	100.987,00	977.001,00	1.077.988,00		1.077.988
Servizi	516.261,23	1.338.655,00	1.854.916,23		1.854.916,23
Godimento beni di terzi	93.552,39	681.097,00	774.649,39	- 476.666,00	297.983,39
Costi del personale	221.292,29	2.375.513,00	2.596.805,29		2.596.805,29
Ammortamento	655.696,51	14.914,00	670.610,51		670.610,51
Variazione delle Rimanenze	-	- 22.784,00	-22.784,00		-22.784,00
Accantonamento rischi e oneri/Sval.	6.600.860,01	-	6.600.860,01	-6.600.860,01	-
Oneri diversi di gestione	462.614,28	56.045,00	518.659,28	-432.916,00	85.743,28
Costi della Produzione	8.651.263,71	5.420.441,00	14.071.704,71		6.561.262,70
Diff. valori e costi della produzione	-7.361.237,03	102.366,00	-7.258.871,03		-225.095,02
Proventi ed oneri finanziari	665.898,78	14.962,00	680.860,78		680.860,78
Rettifiche di attività finanziarie	1.603,20		1.603,20	-1.603,20	-
Proventi ed oneri straordinari					
Risultato ante imposte	-8.028.739,01	87.404,00	-7.941.335,01		-905.955,80
Imposte di esercizio	459.124,03	75.262,00	534.386,03	--459.124,03	75.262,00
Utile (perdita) di esercizio	-8.487.863,04	12.142,00	-8.475.721,04	-7.494.503,24	-981.217,80

Dalla situazione consolidata, si evince che la redditività del gruppo è ampiamente negativa. La perdita di bilancio consolidato, al netto delle rettifiche di consolidamento e delle componenti straordinarie, infatti raggiunge quasi il milione di euro.

Il risultato operativo globale evidenzia un valore negativo di € 225.095,02, dipeso dalla gestione della Nuova Saltemi Spa (reddito operativo negativo per € 7.361.237,03 che, depurato dalle componenti straordinarie, è pari ad € 327.461,02) che supera ampiamente il risultato positivo della Termegest Srl (€ 102.366).

I rilevanti oneri finanziari a conto economico della Nuova Saltemi Spa (come sopra esaminato nel relativo paragrafo) e le imposte di esercizio, fanno esplodere la perdita finale di gruppo.

Ampliando l'analisi ed effettuando una comparazione della gestione consolidata Nuova Saltemi Spa/Termegest Srl con i risultati registrati dalla affittuaria negli esercizi precedenti la stipula del contratto di affitto di rami di azienda, si può notare come la stessa produca perdite durevoli lungo tutto il periodo di analisi.

	Nuova Saltemi Spa	Nuova Saltemi Spa	Nuova Saltemi Spa	Nuova Saltemi Spa	Nuova Saltemi Spa	Consolidato N.S./Term.
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi	6.132.115,00	6.308.949,00	6.284.470,00	6.528.042,00	6.409.661,00	6.336.167,68
Consumi mat./suss/merci	819.771,00	840.824,00	915.447,00	989.850,00	1.000.309,00	1.077.988,00
Costi per servizi	1.601.970,00	1.485.145,00	1.597.502,00	1.675.965,00	1.726.286,00	1.854.916,23
Costi per godim. beni di terzi	269.898,00	246.959,00	254.113,00	269.002,00	266.772,00	297.983,39
Variazione rimanenze	130.459,00	146.631,00	127.916,00	125.254,00	181.870,00	-22.784,00
Oneri diversi di gestione	2.822.098,00	2.719.559,00	2.894.978,00	3.060.071,00	3.175.237,00	85.743,28
VALORE AGGIUNTO	3.489.113,00	3.634.631,00	3.442.020,00	3.568.207,00	3.400.979,00	3.042.320,78
Costi del personale	2.443.923,00	2.363.309,00	2.323.639,00	2.354.296,00	2.396.649,00	2.596.805,29
MARGINE OPERAT. LORDO	1.045.190,00	1.271.322,00	1.118.381,00	1.213.911,00	1.004.330,00	445.515,49
Ammortamenti e svalutazioni	898.316,00	816.840,00	731.586,00	665.203,00	672.764,00	670.610,51
REDDITO OPERATIVO	176.874,00	454.482,00	386.795,00	548.708,00	331.566,00	-225.095,02
Oneri finanziari netti	- 859.614,00	- 849.617,00	- 762.973,00	- 706.486,00	- 740.644,00	680.860,78
Oneri straordinari netti	92.327,00	- 270.047,00	- 16.174,00	- 50.179,00	- 236.533,00	
REDDITO ANTE IMPOSTE	- 590.413,00	- 665.182,00	- 392.352,00	- 207.957,00	- 645.612,00	-905.955,80

Imposte	47.205,00	184.342,00	169.670,00	93.101,00	- 278.800,00	75.262,00
REDDITO NETTO	- 637.618,00	- 849.524,00	- 562.022,00	- 301.058,00	- 366.811,00	-981.217,80
% sui ricavi	- 0,10	- 0,14	-8,90%	-4,60%	-5,70%	-15,49%

Analizzando i risultati dei vari periodi di riferimento, si può notare come la società nell'esercizio 2018, anno di stipula del contratto di affitto dei rami di azienda, registra una crescita esponenziale della perdita netta. Non solo. Anche il risultato operativo, sempre positivo negli esercizi pregressi, per la prima volta assume valore negativo.

E' evidente che la crisi finanziaria e reddituale nata con l'eccessivo indebitamento acceso dalla società tra gli esercizi 2011 e 2012 (come precedentemente analizzato nel relativo paragrafo), si sia pian piano trasferita anche alla gestione ordinaria dei due stabilimenti termali, con un'entità di ricavi caratteristici incapace di sostenere i costi ordinari di gestione.

Ad un ulteriore livello di analisi, riprendendo i dati sopra evidenziati relativi ai due centri termali, si può concludere che la gestione negativa del complesso, unitariamente inteso, è dipesa dai risultati di entrambi i rami di azienda, che mostrano risultati insoddisfacenti a sostenere i costi di gestione, situazione principalmente causata dai rilevanti oneri finanziari.

	Hote Terme Fratta	Grand Hotel terme Roseo
Descrizione	2018	2018
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.3628.364,83	1.617.055,46
Altri ricavi e proventi	547.851,36	17.065,15
Valore della Produzione	5.176.216,19	1.634.120,61
Materie prime	796.727,77	294.688,31
Servizi	1.295.011,19	575.578,07
Godimento beni di terzi	434.955,57	338.989,54
Costi del personale	1.847.661,51	769.729,95
Ammortamento	670.610,46	
Variazione delle Rimanenze	-71.537,15	
Accantonamento rischi e oneri/Svalutazioni imm.mat.	6.600.860,01	
Oneri diversi di gestione	477.670,17	38.261,72
Costi della Produzione	12.051.959,53	2.017.247,59
Differenza tra valori e costi della produzione	-6.875.743,34	-383.126,98
Proventi ed oneri finanziari	-481.135,90	-199.725,60
Rettifiche di valore di attività finanziarie		1.603,20
Proventi ed oneri straordinari		
Risultato ante imposte	-7.356.879,24	-584.455,78
Imposte di esercizio	534.386,00	
Utile (perdita) di esercizio	-7.891.265,24	-584.455,78

3.5 Analisi della gestione nell'esercizio 2019

In conclusione dell'analisi finanziaria e reddituale del complesso termale oggetto di valutazione, si ritiene opportuno esaminare la gestione dell'esercizio appena concluso, al fine di verificare o meno i trend negativi illustrati precedentemente.

Si riportano nella tabella seguente i bilanci provvisori della Nuova Saltemi S.p.a. e Termegest S.r.l.:

	Nuova Saltemi Spa 2019	Termegest Srl 2019
B.I. IMMOB. IMMATERIALI		75.024,66
B.II. IMMOB. MATERIALI	16.139.598,12	19.867,09
B.III. IMMOB. FINANZIARIE	377.952,30	15.401,86
C.I. RIMANENZE		65.450,30
C.II. CREDITI	162.786,78	859.480,67
C.III. ATTIVITA' FINANZIARIE		
C.IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	89.728,83	362.764,90
D. RATEI E RISCONTI	9.973,06	52.647,93
TOTALE ATTIVO	16.780.039,09	1.450.637,41
-		
A. PATRIMONIO NETTO	- 5.277.116,63	- 134.427,63
- Di cui risultato di esercizio 2019	206.706,72	-156.569,65
B. FONDI RISCHI E ONERI	496.820,04	
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	237.469,18	138.118,71
D. DEBITI	21.318.551,18	1.343.972,19
E. RATEI E RISCONTI	4.315,32	102.974,14
TOTALE PASSIVO	16.780.039,09	1.450.637,41

Al termine dell'esercizio 2019, entrambe le società presentano deficit patrimoniali.

Nuova Saltemi Spa è caratterizzata da un disavanzo patrimoniale consistente, pari a (€ 5.277.116,63), dipeso dalle significative perdite degli esercizi precedenti ed, in particolar modo, dell'esercizio 2018, chiuso con una perdita di esercizio di € 8.487.863, dovuta alla consistente svalutazione della voce "terreni e fabbricati".

Infatti, essendo venuta meno la possibilità di procedere con il piano di risanamento ex art. 67 L.F., gli amministratori hanno svalutato le immobilizzazioni in ossequio al Principio Contabile OIC 9 e all.art. 2426 n. 3 cod. civ. azzerando la riserva di

rivalutazione ex Legge 185/2008, pari ad € 3.634.299 e, per la differenza di € 6.600.860, imputandola a conto economico.

Procedendo nell'analisi, di seguito si riportano i dati economici provvisori delle due società, evidenziando nella colonna di destra l'aggregazione dei due conti economici, al netto delle rettifiche di consolidamento.

	Nuova Saltemi Spa	Termegest Srl	Rettifiche di consolidamento	Conto economico consolidato
Descrizione	2019	2019	2019	2019
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.643,46	5.971.511,80		5.975.155,26
Altri ricavi e proventi	595.442,43	85.451,17	- 476.666,00	204.227,60
Valore della Produzione	599.085,89	6.056.962,97		6.179.382,86
Materie prime	2.635,75	891.124,79		893.760,54
Servizi	164.647,33	1.852.570,06		2.017.217,39
Godimento beni di terzi	17.560,09	822.242,70	- 476.666,00	363.136,79
Costi del personale		2.548.819,33		2.548.819,33
Ammortamento		30.776,07		30.776,07
Variazione delle Rimanenze		6.086,85		6.086,85
Accantonamento rischi e oneri	26.645,69			26.645,69
Oneri diversi di gestione	61.072,90	50.939,95		112.012,85
Costi della Produzione	272.561,76	6.202.559,75		5.998.455,51
Differenza tra valori e costi della produzione	326.524,13	- 145.596,78		180.927,35
Proventi ed oneri finanziari	- 119.817,41	- 10.972,87		- 130.790,28
Rettifiche di valore di attività finanziarie				
Proventi ed oneri straordinari				
Risultato ante imposte	206.706,72	- 156.569,65		50.137,07
Imposte di esercizio				
Utile (perdita) di esercizio	206.706,72	- 156.569,65		50.137,07

Dai dati consolidati sopra esposti, si evince che il complesso termale, unitariamente inteso, riesce dopo vari anni a chiudere con un risultato positivo, grazie alla gestione Nuova Saltemi Spa. Mentre continua nel *trend* negativo la gestione Termegest Srl.

Dalle analisi svolte nel presente capitolo, per procedere alla valutazione globale dei complessi termali, non si può prescindere dal fatto che le società, a livello consolidato, presentano un *deficit* patrimoniale ed economico significativo. Ciò è dovuto all'eccessivo indebitamento alimentato negli esercizi precedenti, che, esercizio dopo esercizio, in assenza di politiche di ristrutturazione e razionalizzazione del debito da parte del *management*, ha condotto immediatamente ad un rilevante

carico di oneri finanziari gravanti sul conto economico e, successivamente, non riuscendo a garantirne la sostenibilità, a risultati operativi negativi.

Poiché lo scopo dell'incarico conferito è l'attribuzione di un valore economico di funzionamento, nell'ipotesi di cessione del complesso aziendale nell'ambito della procedura concorsuale, la sottoscritta ritiene opportuno e significativo basarsi per la valutazione su dati storici depurati da quelle componenti che poco hanno a che fare con il *core business* aziendale e che, invece, hanno condotto la società a non garantire più la continuità aziendale.

La sottoscritta procederà quindi ad effettuare una stima del valore economico degli attivi patrimoniali nell'ipotesi di cessione del ramo di azienda in funzionamento, esclusi sia gli *assets* non strumentali di natura finanziaria (attività finanziarie e crediti), sia i debiti e le altre passività finanziarie attualmente gravanti sui beni della società, oggetto di ristrutturazione nell'ambito della procedura concorsuale.

Infine, si dovrà tener conto del contesto in cui avviene la valutazione, ossia nell'ambito di una procedura concorsuale che, inevitabilmente, rifletterà stime più contenute e prudenti, rispetto a quelle effettuabili in un contesto di libero mercato.

Il processo valutativo verrà descritto e illustrato nei prossimi capitoli.

4. CONTESTO VALUTATIVO DI RIFERIMENTO

4.1 Il settore terme in Italia

Prima di procedere alla illustrazione delle metodologie di valutazione più comuni nella pratica professionale e a descrivere quella individuata dal perito in quanto preferibile per la stima in oggetto, la sottoscritta ritiene opportuno offrire un quadro generale delle principali caratteristiche del settore termale ed, in particolar modo, nella regione Emilia-Romagna, ove opera l'azienda oggetto di valutazione.

Dai dati illustrati a TTG Incontri 2016 (Rimini, 13-15 ottobre), il principale marketplace del turismo B2B in Italia e la manifestazione di riferimento per la promozione del turismo mondiale in Italia, in occasione della conferenza conclusiva del progetto interregionale *Terme d'Italia*, emerge che il nostro Paese si posiziona al settimo posto, a livello globale, in termini di fatturato.

Sulla posizione del nostro Paese pesa, però, l'estrema frammentazione dell'attività imprenditoriale, la quale costituisce un freno per la potenzialità di sviluppo del settore, essenzialmente per due ragioni:

1. La ridotta dimensione degli stabilimenti non permette di sfruttare vantaggi derivanti dall'ampliamento della scala di produzione;
2. La domanda turistica si indirizza sempre più verso le strutture che sono in grado di soddisfare le molteplici esigenze dei clienti con un buon rapporto qualità/prezzo, ossia verso le strutture che investono di più nella diversificazione/differenziazione dei servizi offerti, nell'ammodernamento degli impianti, nel capitale umano, nelle strategie di marketing, ecc..

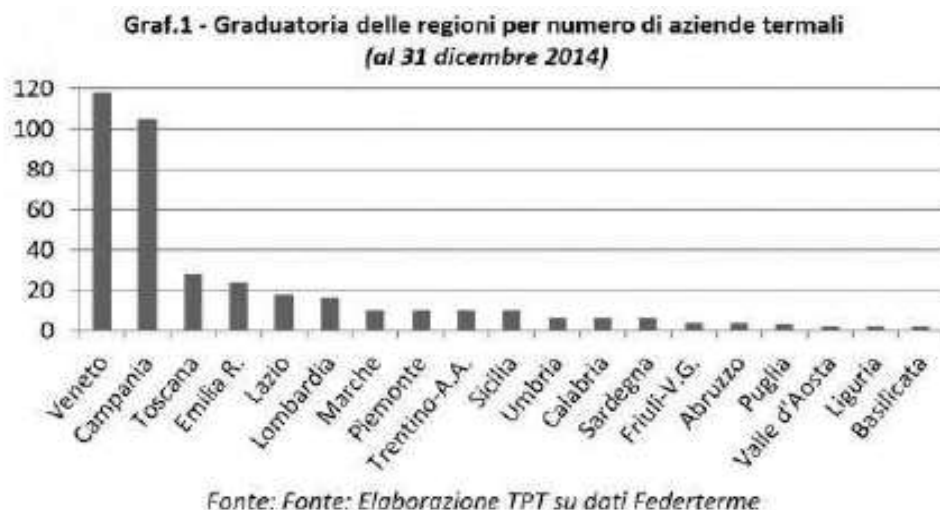
La tabella seguente mostra la classifica dei paesi nel mondo per fatturato degli stabilimenti idroterapici:

**Tab.2 – I primi 10 paesi del mondo per fatturato degli stabilimenti idroterapici
(Anno 2013)**

Posizione in graduatoria	Paesi	Stabilimenti		Fatturato	
		Numero	Comp.%	Milioni di dollari	Comp.%
1	Cina	2.160	8,1	14.078	28,1
2	Giappone	17.653	65,8	11.687	23,4
3	Germania	1.265	4,7	7.520	15,0
4	Russia	776	2,9	3.689	7,4
5	Italia	756	2,8	1.743	3,5
6	Austria	124	0,5	929	1,9
7	Turchia	196	0,7	862	1,7
8	Ungheria	531	2,0	691	1,4
9	Repubblica Ceca	84	0,3	686	1,4
10	Spagna	165	0,6	672	1,3
	<i>Totale Mondo</i>	26.847	100,0	50.040	100,0

Fonte: Elaborazione TPT su dati Global Wellness Institute

Dall'analisi in esame emerge che l'Italia è il paese europeo, assieme alla Germania, che vanta il maggior numero di aziende termali. L'Emilia Romagna si posiziona al quarto posto della graduatoria:



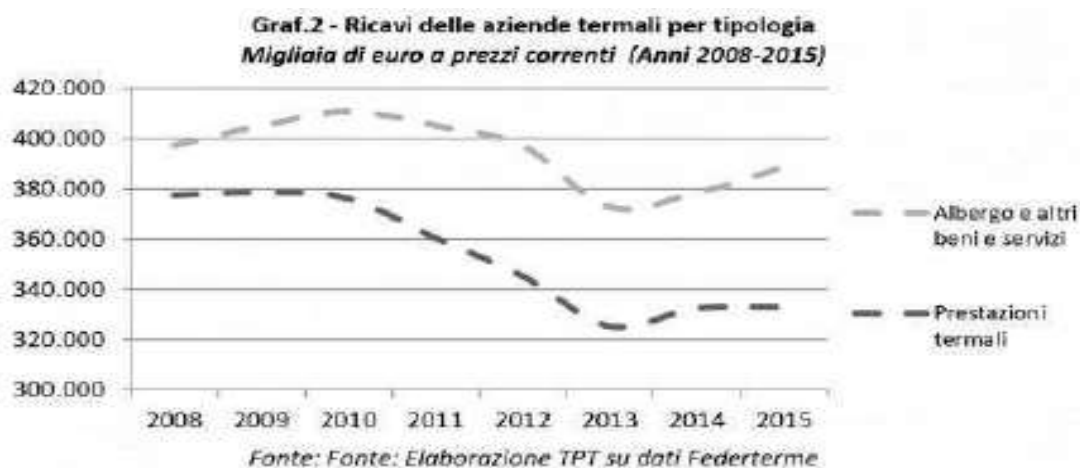
Venendo alle *performance* economiche, lo studio rileva che, “*dopo la brusca frenata registrata nel biennio 2009-2010, il settore delle terme ha evidenziato nel periodo 2011-2013 un netto ridimensionamento dell’attività produttiva e degli investimenti, accompagnato da crescenti perdite occupazionali. In linea con le tendenze emerse negli altri settori, solo nel 2014-2015 si sono manifestati timidi segnali di ripresa, anche se la domanda di lavoro ha continuato a mostrare un’estrema debolezza*”.

Tre fattori hanno influito sulle difficoltà suindicate:

- La perdurante fase di recessione dell’economia italiana. Basti pensare che il fatturato delle cure termali ha segnato una flessione di quasi il 12% nel periodo 2008-2015.
- La crescente pressione concorrenziale esercitata dagli stabilimenti termali ubicati in Austria, Croazia, Slovenia e Ungheria, i quali beneficiano di una tassazione molto più favorevole.

- La persistente crisi di alcune grandi società a partecipazione pubblica, tenuto conto che esse influenzano in misura non trascurabile i risultati del bilancio consolidato del settore termale.

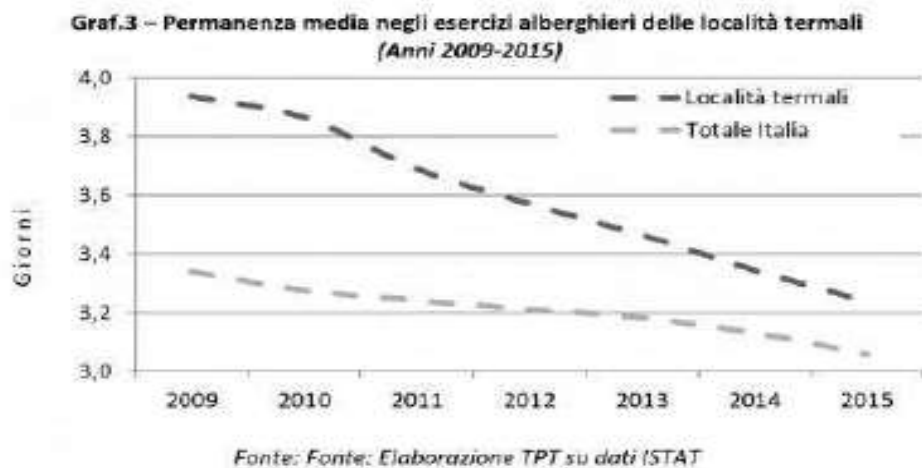
Il grafico sotto riportato mostra i ricavi medi delle aziende termali per tipologia:



Altro dato interessante dello studio in esame ha evidenziato che *“nel periodo 2008/2015 si sono registrate due tendenze di segno opposto: da un lato è aumentato il numero di turisti che soggiorna negli alberghi delle località termali (+15,3%), dall’altro si è ridotta la durata media dei soggiorni (da 3,9 a 3,2 giorni)”*. Anche tale dato può essere motivato dalle seguenti ragioni:

- La fase di recessione dell’economia ha spinto le famiglie a rinunciare a vacanze o a comprimere drasticamente la loro durata;
- Un maggior numero di persone si reca nelle località termali per esigenze di lavoro, trattenendosi non più di uno/due giorni;
- Si va affermando un turismo “mordi e fuggi”.

Quanto suesposto può essere rappresentato dal seguente grafico:



Sul tema, è interessante l’analisi compiuta dal “2018 Global Wellness Economy Monitor” e ripresa dal Sole 24 Ore, la quale, oltre a confermare la posizione dell’Italia nella *top ten* mondiale dei paesi nel settore del benessere, rileva che, a livello globale, il settore si conferma come uno tra quelli più in salute e a maggior tasso di crescita, pari a quasi il doppio rispetto a quello relativo alla crescita economica globale, con un peso del 5,3% sull’economia globale.

Una ricercatrice del Gwi, in merito al *trend* di crescita del settore, rileva che “*con l’aumentare dell’età, delle malattie croniche e dello stress non potrà che aumentare e crediamo che i tre segmenti più dinamici del futuro saranno il real estate, il benessere corporate e il turismo. Ancora, tutti i segmenti di mercato del wellness diventeranno sempre più interconnessi per offrire soluzioni ed esperienze sul posto di lavoro, a casa e in viaggio*”.

4.2 Il settore terme in Romagna

Analizzando più nel dettaglio la zona territoriale di riferimento dell’azienda oggetto di valutazione, si può rilevare come l’aera romagnola sia in costante sviluppo e mostri *trend* positivi.

Non a caso il “2018 Global Wellness Economy Monitor” si è tenuto a Cesena, ove è stata realizzata la cosiddetta “Wellness Valley”, capitanata dalla Technogym, il cui

fondatore spiega come l'intento sia quello di creare in Romagna un territorio *“che coinvolge tutti, dalle istituzioni agli imprenditori, alla medicina, agli stakeholder, fino ai cittadini, adulti e bambini, con iniziative dedicate alla prevenzione, all'educazione nelle scuole, allo sport nei parche pubblici e un master universitario dedicato al wellness”*.

L'Osservatorio sul turismo dell'Emilia-Romagna, in un articolo intitolato *“Il turismo nelle terme dell'Emilia-Romagna, Gennaio-Dicembre 2018”*, rileva che *“il periodo gennaio-dicembre 2018 per l'offerta termale dell'Emilia-Romagna presenta un buon incremento degli arrivi (+19,3%) e delle presenze (+9,9%) nelle strutture ricettive”*.

TERME GEN-DIC	ARRIVI			PRESENZE		
	2017	2018	Var. 18-17	2017	2018	Var. 18-17
ITALIANI	313.000	376.000	20,1%	1.046.500	1.133.000	8,3%
STRANIERI	86.000	100.000	16,3%	195.500	232.000	18,7%
TOTALE	399.000	476.000	19,3%	1.242.000	1.365.000	9,9%

Fonte: Elaborazione dell'Osservatorio sul turismo dell'Emilia-Romagna.

L'analisi continua rilevando come *“da un lato la clientela italiana mostra segnali di affezione all'offerta termale regionale (+20,1% di arrivi e +8,3% di presenze), con apprezzamento per i diversi tentativi di riconversione dal tradizionale termalismo sanitario verso il benessere ed il wellness, e dall'altro la clientela internazionale registra un incoraggiante “ritorno” (+16,3% di arrivi e +18,7% di presenze) dopo la forte flessione registrata nel 2017.*

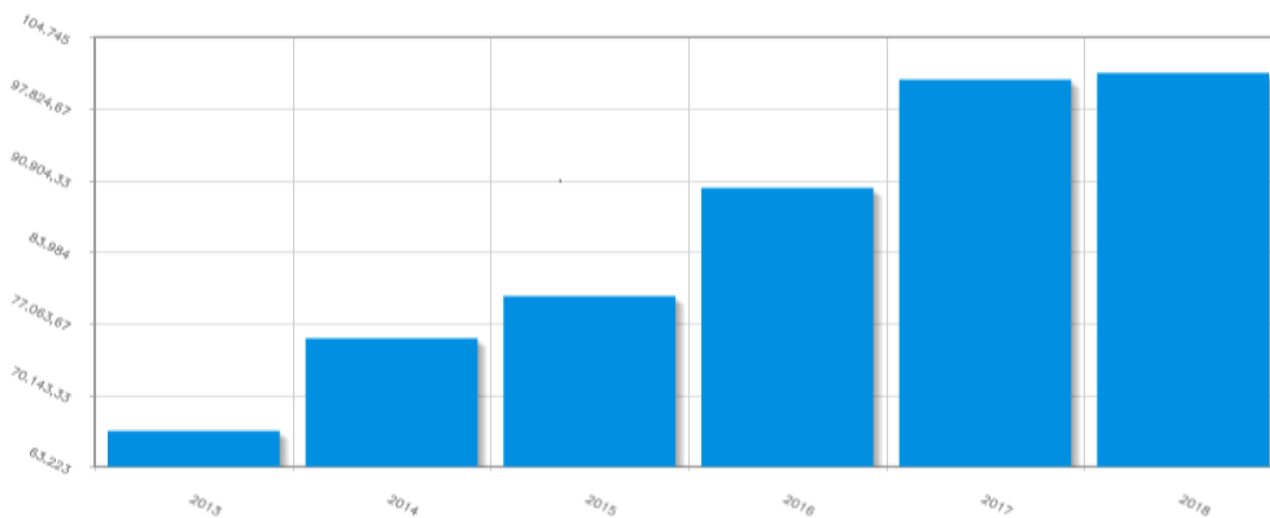
Le terme costituiscono il quarto attrattore turistico dell'Emilia-Romagna in termini di movimento, concentrando il 3,5% degli arrivi e il 2,3% delle presenze complessive regionali su base annuale”

La distribuzione del movimento turistico comparto per comparto nel 2018

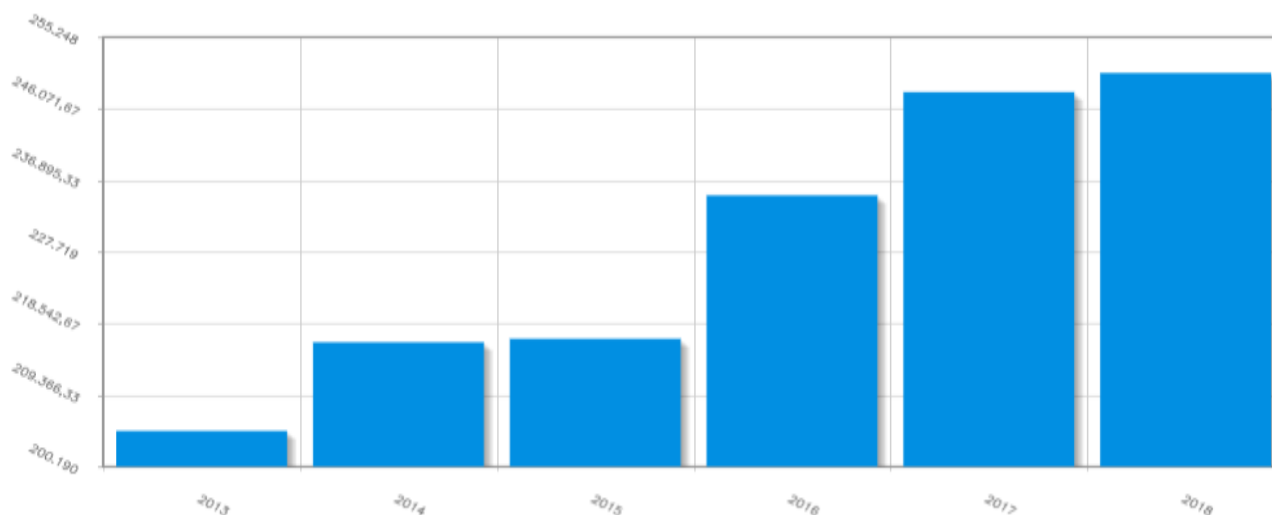
GEN-DIC COMPARTI	ARRIVI		PRESENZE	
	2018	Peso %	2018	Peso %
RIVIERA	7.140.000	52,1%	42.851.000	71,9%
CITTA' D'ARTE	3.609.000	26,3%	7.883.000	13,2%
APPENNINO	536.000	3,9%	2.323.000	3,9%
TERME	476.000	3,5%	1.365.000	2,3%
ALTRE LOCALITA'	1.954.000	14,2%	5.198.000	8,7%
TOTALE E.-R.	13.715.000	100%	59.620.000	100%

Focalizzando l'analisi sul Comune di Bagno di Romagna, infine, si riportano due grafici che riportano le presenze negli anni 2013-2018 e che mostrano chiaramente come vi sia un sia stato un forte *trend* positivo.

Totale arrivi Bagno di Romagna:



Totale presenze Bagno di Romagna:



Dalle analisi sopra riportate, si evince come il settore termale, nonostante un periodo di difficoltà, sia in netta ripresa. Addirittura il territorio di Bagno di Romagna mostra una costante crescita di presenze negli anni. Dal 2018 la crisi sembra superata e, in particolare in Romagna, con lo sviluppo della “*Wellness Valley*” e di tutto l’indotto relativo, si preannunciano periodi di ulteriore crescita e sviluppo del settore benessere, soprattutto per quelle aziende che riusciranno a diversificare e implementare i servizi offerti, in modo da soddisfare le varie esigenze della clientela. Se lo scenario fino all’anno 2019 sembrava interessato da stime di buona crescita del mercato di riferimento, l’anno 2020, in conseguenza della emergenza epidemiologica da Covid-19, lascia, invece, notevoli e pesanti incertezze sugli scenari futuri ipotizzabili.

4.3 L’impatto “Covid-19”

A partire dal mese di gennaio 2020 la malattia pandemica, nota come COVID-19, e la successiva rapida diffusione in un numero crescente di nazioni di tutto il mondo, ha innescato un forte rallentamento dell’economia e provvedimenti via via sempre più

severi adottati dai governi per contenere la pandemia, con pesanti ripercussioni sulle attività produttive delle imprese.

Dinanzi al *lockdown* imposto in Italia con DPCM del 22 Marzo 2020, le Società oggetto di stima si sono fin da subito adeguate ai provvedimenti governativi, stabilendo un blocco dell'attività e attivando una serie di misure volte a salvaguardare e contenere gli impatti dell'epidemia, soprattutto in tema di sicurezza dei luoghi di lavoro.

Tali circostanze, straordinarie per natura ed estensione, avranno ripercussioni, dirette e indirette, sui risultati dell'anno 2020.

Visto il contesto di generale incertezza, l'impatto del Covid-19 sulle performance delle Società non risulta ancora prevedibile; lo stesso dipenderà dalla misura in cui il virus continuerà a propagarsi e dagli effetti macroeconomici che lo stesso produrrà nei paesi interessati.

Ad oggi, il settore termale e, in generale, l'economia del turismo è stata pesantemente colpita dalla pandemia da coronavirus e dalle misure che sono state introdotte per contenerne la diffusione. A seconda della durata della crisi, gli scenari individuati dagli organismi del settore indicano che il potenziale shock, dovuto al calo dell'economia turistica internazionale, nel 2020 potrebbe oscillare tra il 60 e l'80%. Oltre alle misure immediate a sostegno del settore del turismo, l'attenzione dei Paesi si sta spostando anche verso lo sviluppo di interventi per favorire la ripresa, tra cui la cancellazione delle restrizioni ai viaggi, il ripristino della fiducia dei viaggiatori e il ripensamento del settore turistico per il futuro.

Le parole di Bernabò Bocca, presidente di Federalberghi, rivolte alla Commissione X del Senato e relative agli ultimi dati dell'osservatorio Federalberghi, che monitora mensilmente un campione di circa duemila alberghi, fotografano al meglio la

situazione: *“L’impatto del Covid-19 sul sistema dell’ospitalità italiana è stato devastante”*.

Federalberghi ha rilevato a marzo un vero e proprio tracollo delle presenze negli esercizi ricettivi (-92,3% per gli stranieri e -85,9% per gli italiani). Ad aprile il mercato si è completamente fermato (-99,1% per gli stranieri e -96,4% per gli italiani).

Ad aprile, nel comparto ricettivo sono andati persi circa 106 mila posti di lavoro stagionali. Se si guarda all’intero settore turismo, i posti di lavoro stagionali a rischio per l’estate 2020 sono quasi 500.000. Una volta terminata la cassa integrazione, dovranno purtroppo attendersi conseguenze anche sui contratti a tempo indeterminato.

“Tutto questo - segnala Bocca - comporterà nel 2020 la perdita di oltre 305 milioni di presenze (-71,2% rispetto al 2018), con un calo di fatturato del settore ricettivo pari a quasi 17 miliardi di euro (-71,4%).”

“Tutti gli imprenditori del settore - ha detto il presidente degli albergatori - si stanno domandando come e quando potranno ripartire. Ci sono anche molti che si domandano se sia il caso di riaprire. Noi ovviamente lottiamo con i denti perché vogliamo riaprire, ma potremo farlo solo se i provvedimenti in itinere, opportunamente modificati, e quelli che verranno, forniranno alle imprese il sostegno e le certezze necessarie, perché le imprese da sole non ce la fanno.”

“Occorre un cambio di passo ed interventi urgenti, volti a sostenere le imprese del turismo, per evitare il tracollo del settore.”

Ad oggi non si ha un quadro di riferimento condiviso riguardo il possibile sviluppo del virus, soprattutto nei mesi invernali e, di conseguenza, risulta impossibile ipotizzare l’assunzione o meno, da parte del Governo, di eventuali ulteriori misure restrittive che potranno interessare il settore di appartenenza della società ricorrente.

Nel contesto di grave crisi, date anche le incertezze relative ai possibili sviluppi della pandemia Covid-19, risulta impossibile, ad oggi, valutare l’impatto del coronavirus sul mercato termale e, in genere, sulle *performance* aziendali dei prossimi esercizi. Si ritiene quindi opportuno non “quantificare” tale elemento nelle valutazioni, ma, unitamente alle motivazioni più avanti illustrate, adottare un metodo valutativo indipendente da ipotesi economiche future, ad oggi dotate di un grado troppo elevato di aleatorietà.

5. I METODI DI VALUTAZIONE NELLA PRASSI PROFESSIONALE

5.1 Inquadramento generale

La valutazione economica di un’azienda è un’attività che richiede la conoscenza del *business*, l’analisi dettagliata della storicità dei risultati economici conseguiti, della struttura patrimoniale e finanziaria, la scelta e l’applicazione operativa di metodologie di valutazione, nonché la disponibilità di previsioni economiche e patrimoniali ragionevolmente attendibili predisposte dalla direzione. A sua volta, la formulazione di tali previsioni presuppone che la direzione stessa abbia sia una conoscenza dell’azienda e dei fattori economici e manageriali che la compongono, sia la capacità e la possibilità di governare e organizzare le risorse, qualsiasi esse siano, per le finalità che si prefigge.

Il presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione teorica più appropriata in relazione alle finalità perseguite ed alla realtà specifica dell’azienda che ne è oggetto.

Come noto, infatti, i metodi di valutazione sono numerosi e differenti fra di loro. Gli stessi si dividono, infatti, fra metodi “diretti” o di mercato (fra i quali si annoverano il metodo dei multipli e quello del valore di borsa) – che fanno riferimento per

l'individuazione del valore dell'azienda agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende similari – e metodi “indiretti” o analitici (come il metodo patrimoniale, quello reddituale, quello finanziario, nonché i metodi misti), i quali invece, in ragione delle insufficienze espresse dai dati di mercato ovvero dell'assenza totale di tali dati, impostano su basi differenti (reddito, flussi finanziari, patrimonio) il processo di stima del capitale economico.

Ed è proprio da tale ultima categoria che lo scrivente procederà, qui di seguito, ad effettuare una breve disamina dei principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi allo scopo di individuarne i profili di compatibilità con le caratteristiche della fattispecie in esame.

5.2 I metodi patrimoniali

Tra i metodi patrimoniali la letteratura scientifica distingue:

- i) il metodo patrimoniale semplice;
- ii) il metodo patrimoniale complesso.

Il primo di tali metodi costituisce un passaggio valutativo imprescindibile, rappresentando lo stesso uno *step* necessario per un primo accertamento, talvolta essenziale, dell'azienda oggetto di valutazione. Tale metodologia prevede la stima analitica di ciascun elemento del patrimonio a valori correnti di sostituzione. Essa evidenzia, infatti, i valori di mercato in ipotesi di riacquisto o di riproduzione per gli elementi dell'attivo e di rinegoziazione per quelli passivi. Il valore complessivo dell'azienda è la sommatoria delle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta, invece, un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori dei

beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure allorquando sia necessario determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

Il limite degli approcci patrimoniali testé esaminati è, tuttavia, rinvenibile nel fatto che gli stessi, molto spesso, non rispecchiano il ragionamento economico dell'investitore, reale o potenziale, il quale rivolge principalmente la sua attenzione alla redditività futura dell'investimento ed ai ritorni finanziari che ne potrebbero derivare. Da quest'ultimo punto di vista, il valore dell'azienda dipende non tanto dalle risorse a disposizione, quanto dalla capacità di utilizzare proficuamente tali risorse.

5.3 I metodi reddituali

Accanto ai metodi patrimoniali, esistono i metodi reddituali, che si fondano sul principio in forza del quale il valore dell'azienda oggetto di valutazione è determinato dalla sua capacità di produrre redditi. Anche nell'ambito dei metodi reddituali è possibile distinguere il metodo reddituale semplice da quello complesso.

Utilizzando il primo di tali metodi, il valore di un'azienda è individuato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Tale metodo comporta la definizione di un reddito annuo normalizzato, espressione di una costanza dei redditi attesi futuri, mentre eventuali beni estranei al processo produttivo devono essere valutati separatamente mediante metodi appropriati.

In base alle prospettive future ed ai dati di cui si dispone, il metodo reddituale semplice può trovare applicazione secondo una delle seguenti modalità di calcolo:

a) attualizzazione del reddito medio normale atteso: tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;

b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni:

siffatta modalità poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato d'anni.

Al contrario, con il metodo reddituale complesso si attualizzano redditi analiticamente previsti anno per anno, per un certo numero di anni e si aggiunge un valore terminale stimato, sulla base del reddito annuo stabilizzato atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima più preciso rispetto al metodo reddituale semplice, ma che implica la disponibilità di elaborazioni di piani e programmi a medio termine.

Ciò posto, i metodi reddituali semplici hanno come limite le incertezze e le difficoltà insite nella determinazione del reddito medio-normale prospettico e del tasso di capitalizzazione, quale espressione della remunerazione del mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e rischio. Le difficoltà aumentano poi per il metodo reddituale complesso, dove la determinazione dei redditi attesi è effettuata analiticamente.

5.4 I metodi misti

Tra i metodi misti quello che senz'altro risulta più utilizzato nella pratica è il “metodo misto con stima autonoma dell'avviamento” che si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito destinata a venire meno nel tempo. Il valore dell'azienda è, quindi, pari alla somma algebrica del valore patrimoniale (vedi sopra metodo patrimoniale semplice), o capitale netto rettificato espresso a valori correnti, e del valore attribuibile al *goodwill* o *badwill* determinato quale attualizzazione del sovrareddito, inteso come differenza tra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale investito.

Un altro metodo misto è il cosiddetto “metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni”. Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori caratterizzati da una redditività così bassa da escludere la presenza di un avviamento positivo, ma anche da suggerire un abbattimento del patrimonio netto rettificato a seguito della evidenziazione di un avviamento negativo per insufficienza di remunerazione dei mezzi investiti. In queste condizioni, è, infatti, preferibile calcolare il costo di ricostruzione o sostituzione del bene, al netto del deperimento e dell’obsolescenza subiti e valutare la capacità dell’azienda di fare fronte ai maggiori ammortamenti generati dalla rivalutazione. In caso contrario, la rivalutazione può essere attuata solo parzialmente.

Infine, un innovativo metodo tra quelli misti è sicuramente “il metodo misto EVA”. Nato come criterio di determinazione delle performance aziendali, tale metodo (EVA - Economic Value Added) è applicato anche come criterio di valutazione. Lo stesso viene, in effetti, utilizzato per quantificare l’entità del valore che l’azienda genera per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l’impresa produce nello svolgimento dell’attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta, quindi, di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

5.5 I metodi finanziari

I metodi finanziari stimano il valore dell’azienda in funzione della sua capacità futura di generare flussi monetari. Il valore dell’azienda è, in particolare, stimato sulla base dell’attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall’investimento calcolato ad un tasso tale da assicurare un’adeguata remunerazione delle risorse impiegate.

L’approccio finanziario rappresenta il metodo che, più d’ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche.

È, infatti, indubbio che il valore effettivo di un'azienda corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa sarà in grado di generare in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dall'attualizzazione di tali flussi di cassa. Se questo è innegabile, altrettanto vero è che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con le difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe l'ambito di applicazione del metodo in esame ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

Peraltro, tra i metodi finanziari, il più utilizzato ed accreditato dalle moderne teorie aziendalistiche, che correlano il valore dell'azienda alla capacità di quest'ultima di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore, è il *Discounted Cash Flow* (DCF), il cui momento di maggiore criticità è senza dubbio costituito dalle difficoltà insite nella determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità di tale modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

In ipotesi “*unlevered*” (al lordo della struttura finanziaria), il valore di un'azienda è, infatti, costituito dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che la stessa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC); solitamente esiste un periodo di previsione analitica dei flussi attesi a breve termine ed un valore finale corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica.

5.6 I metodi dei multipli

Nella valutazione delle realtà aziendali è frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri

diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, la posizione finanziaria netta, ecc. La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini.

I multipli così determinati vengono applicati alle medesime variabili dell'azienda oggetto di valutazione, al fine di calcolarne in modo sintetico il valore di mercato.

Senonché, la loro caratteristica critica risiede sia nell'individuazione delle società analoghe per attività svolta, sia nell'elevata volatilità dei risultati che ne derivano – quale conseguenza diretta dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa – che mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità propria della valutazione in oggetto. In virtù di tali considerazioni i metodi dei multipli risultano principalmente utilizzati quali metodi di controllo.

5.7 I metodi sintetici ed i metodi analitici

I metodi sintetici (quali, ad esempio, il metodo reddituale, il metodo DCF) e quelli empirici (i metodi dei multipli) si differenziano dai metodi analitici, in quanto tendono a determinare il valore del bene “azienda” attribuendo allo stesso un valore unitario che prescinde da quello dei singoli elementi che lo compongono. Con riferimento a realtà aziendali, il ricorso ai metodi sintetici costituisce spesso un utile, e talvolta l'unico, strumento per la determinazione dei valori immateriali, nonché per verificare che il valore d'uso dei beni non sia nel complesso inferiore al loro valore corrente (dal che emergerebbe un avviamento negativo o *badwill*). Circa la necessità di ricorrere, laddove possibile, ai metodi sintetici, autorevole dottrina ha osservato che:

- con riferimento all'avviamento positivo: «*il valore economico dell'azienda scaturisce dalla congiunta considerazione sia dell'elemento patrimoniale, sia di*

quello reddituale, ed è quest'ultimo [...] a dare fondamento economico al valore complessivo ottenuto, soprattutto se in esso sono stati compresi valori di beni immateriali» (L. Potito, *I bilanci straordinari*, Torino, 1993, 34);

- occorre verificare che l'adozione di metodi sintetici non conduca ad un valore inferiore rispetto a quello cui si perverrebbe attraverso l'utilizzo dei metodi analitici; circostanza, quest'ultima, che rivelerebbe la presenza di un avviamento negativo. Infatti, «*in base al principio generale che la sola stima patrimoniale non soddisfa al requisito della razionalità nella valutazione di aziende, si impone in ogni caso una verifica reddituale dei valori analiticamente determinati*» (L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 1998, 364). In altre parole, il valore corrente attribuito ai beni iscritti all'attivo deve essere rivisto in funzione della loro capacità di produrre reddito.

6. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Passati brevemente in rassegna i numerosi e differenti metodi valutativi individuati dalla dottrina e utilizzati nella prassi professionale, la scrivente ritiene che il metodo più adatto per stimare il valore economico netto della società ricorrente sia quello patrimoniale “semplice”, stante l'ingente patrimonio immobiliare esistente e la difficoltà di individuare ipotesi di redditività future, anche a seguito dell'emergenza epidemologica in essere e della mancanza di scenari futuri attendibili.

Inoltre, si rileva la mancanza di “piani industriali di sviluppo” o “*business plan*” da parte di potenziali acquirenti, sui quali desumere flussi economici/finanziari per l'applicazione di metodologie alternative, né risulta ragionevole basarsi sui risultati storici e presumere semplicemente che si ripeteranno in futuro. Infine, la non esistenza di situazioni comparabili con il complesso aziendale oggetto di valutazione non permette il ricorso a multipli di mercato attendibili.

Si ritiene applicabile pertanto il metodo patrimoniale semplice, che valorizza la consistenza dell'ingente patrimonio aziendale nei suoi elementi materiali autonomamente identificabili e trasferibili.

La sottoscritta procederà quindi ad effettuare una stima del valore economico degli attivi patrimoniali nell'ipotesi di cessione del ramo di azienda in funzionamento, esclusi sia gli *assets* non strumentali di natura finanziaria (attività finanziarie e crediti), sia i debiti e le altre passività finanziarie attualmente gravanti sui beni della società, oggetto di ristrutturazione nell'ambito della procedura concorsuale.

7. APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE

7.1 Premessa

I criteri di valutazione adottati dallo scrivente perito stimatore, sono quelli previsti dall'art. 2426 C.C., che riguardano la redazione del bilancio d'esercizio.

La valutazione è effettuata nell'ottica del capitale di funzionamento, determinato con i principi civilistici previsti dall'art. 2426 C.C.

La stima ha ad oggetto i rami aziendali “Grand Hotel Terme Roseo” e “Grand Hotel Terme della Fratta”, costituiti dai seguenti elementi patrimoniali, espressi a valori correnti:

- immobile di Fratta Terme;
- immobile di Bagno di Romagna;
- mobili ed arredi, biancheria, attrezzatura, impianti generici, impianti specifici, macchine d'ufficio, motoveicoli e piccole attrezzature;
- partecipazione in società strategiche.

7.2 Valutazione del ramo di azienda “Fratta Terme”

Si riportano nella seguente tabella i valori di contabilità al 31/12/2019 delle immobilizzazioni materiali facente parte del ramo di azienda oggetto di valutazione:

HOTEL TERME DELLA FRATTA	Costo storico	F.do ammo.to	Valore netto
TERRENI E FABBRICATI	15.534.425,88	608.774,17	14.925.651,71
MOBILI ED ARREDI	2.421.111,93	1.744.285,85	676.826,08
BIANCHERIA	59.677,23	63.376,48	3.699,25
ATTREZZATURA IND.LE E COMM.LE	987.025,24	934.722,35	52.302,89
IMPIANTI GENERICI	581.731,46	554.727,90	27.003,56
IMPIANTI SPECIFICI	1.630.273,18	1.439.600,39	190.672,79
MACCHINE D'UFFICIO	10.595,22	8.681,43	1.913,79
AUTOMEZZI E MOTOVEICOLI	43.434,85	40.861,74	2.573,11
BENI INFERIORI A 516,46 €	186.135,61	186.135,61	
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	21.454.410,60	5.581.165,92	15.873.244,68

a) Terreni e Fabbricati

L'immobile oggetto di stima è ubicato nel Comune di Bertinoro, in località Fratta Terme, via Loreta 238. L'attuale abitato di Fratta Terme si è sviluppato ed è cresciuto attorno all'attività termale che la contraddistingue, e dista pochi chilometri sia da Bertinoro sia da Forlì e Cesena. Sorge nella zona pedecollinare della vallata attraversata dal Rio Salso e il complesso termale oggetto di stima, si trova nella zona sud-ovest della località.

Il complesso immobiliare è composto da un ampio parco termale, di circa 43.600 mq su cui insiste il “Padiglione Mercuriali”, ossia l'immobile “Grand Hotel Terme della Fratta”, con annessi locali a servizio, la palazzina “ex alloggio Ufficiali” (ridotta a rudere), le fonti delle acque minerali, alcuni chioschi e gazebo, un campo da tennis in erba sintetica, oltre a una ricca vegetazione e alberi secolari.

Completano il complesso immobiliare un podere con casa colonica annessa, in precario stato di manutenzione, della consistenza di circa 30.000 mq, una vasta area attrezzata a parco avventura, “Indiana Park”, uno dei più estesi dell'Emilia Romagna,

che si sviluppa su un'area di circa 70.000 mq. di cui la parte attrezzata vera e propria occupa circa 17.600 mq.

Il complesso immobiliare oggetto di valutazione è composto dai seguenti edifici:

- “Padiglione Mercuriali”, costituente l'edificio principale, costruito nella metà degli anni '30, riconosciuto di valore storico testimoniale, si presenta in ottimo stato di manutenzione, anche grazie al corposo intervento di restauro di metà del 2000, realizzato in modo molto conservativo, mantenendo molti elementi originali sia da un punto di vista distributivo oltre che dei materiali e degli arredi. Al piano primo l'accesso all'hotel dove si trovano la hall, la reception, la zona bar, un ampio salone, due ampi terrazzi praticabili, la zona ristorante divisa in diversi ambienti, le cucine e i relativi servizi, oltre a 15 camere distribuite nelle due ali dell'edificio, di diverse dimensioni. Particolari le pavimentazioni di marmo e graniglie oltre a molti infissi originali dell'epoca di costruzione come anche la zona bar; il tutto per una superficie complessiva di circa 1.753 mq di cui circa 430 mq sono destinati a terrazzi calpestabili. Il piano secondo è interamente dedicato alle camere, anch'esse di diverse dimensioni, per un totale di 42, compresi i disimpegni e alcuni spazi dedicati al personale; il tutto per una superficie complessiva di circa 1.478 mq. Al terzo piano vi sono 8 camere e due ampi terrazzi che si sviluppano sulle intere ali laterali cui se ne aggiunge un terzo rivolto verso le colline; il tutto per una superficie complessiva di circa 450 mq di cui circa 304 mq destinati a terrazzo. Al quarto piano vi è un ampio terrazzo nella sola parte centrale dell'edificio di circa 227 mq e un ufficio con bagno di servizio di circa 39 mq ciascuno, cui si accede dal vano scale munito di ascensore per complessivi 305 mq. Le camere dell'hotel sono in tutto 65, tutte dotate del bagno, climatizzatore e i migliori comfort oggi disponibili, dalle metrature variabili tra i

18/20 mq, i 25/30 mq e una junior suite da 44 mq; la superficie complessiva dei vari piani dell'hotel ammonta a circa 6.130 mq.

- “Ex alloggio ufficiali”, ossia l'antica stazione termale, costruita probabilmente a fine '800, poi destinata ad alloggio per i militari. Sviluppato su tre livelli, consta di un piano seminterrato, un piano rialzato e un piano primo per complessivi 560 mq. Circa.
- “Parco termale”, costituito da ampie aree a prato e da viali alberati sia carrabili che pedonali ed in parte asfaltati.
- “Podere colonico”, costituita da un podere colonico incolto, nel quale insiste una serie di fabbricati rurali, in stato precario e con parti crollate.

In ordine alla valutazione della voce “Terreni e Fabbricati”, ci si è avvalsi dell'Arch. Giancarlo Gatta, alla cui perizia di stima si rinvia per i necessari approfondimenti.

Lo stabilimento sito in Fratta Terme è stato stimato dall'Arch. Gatta, sulla base del potenziale mercato in essere, in circa € **8.609.000,00** (ottomilioneisicentonovemila/00).

Si riporta di seguito il dettaglio della valutazione:

Livello	Destinazione	Coeff.	Superficie	€/mq	Valore
Grand Hotel, chioschi, ex Ufficiali e parco termale					
Piano Terra	Terme/benessere	1	2.144	1.325,00 €	2.840.800,00 €
Piano Primo	Hotel	1	1.323	1.325,00 €	1.752.975,00 €
Piano Primo	Hotel - terrazzi	0,25	430	1.325,00 €	142.437,50 €
Piano Secondo	Hotel	1	1.478	1.325,00 €	1.958.350,00 €
Piano Terzo	Hotel	1	146	1.325,00 €	193.450,00 €
Piano Terzo	Hotel - terrazzi	0,25	304	1.325,00 €	100.700,00 €
Piano Quarto	Hotel	1	78	1.325,00 €	103.350,00 €
Piano Quarto	Hotel - terrazzi	0,25	227	1.325,00 €	75.193,75 €
				6.130	7.167.256,25 €
Chiosco	mescita acque	0,6	56	450,00 €	15.120,00 €
Chiosco	pista da ballo	0,6	154	450,00 €	41.580,00 €
Chiosco	ex bar	0,6	34	450,00 €	9.180,00 €
Edificio	Servizi	0,35	130	450,00 €	20.475,00 €
					86.355,00 €
Piano Interrato	ex Ufficiali	0,35	187	300,00 €	19.635,00 €
Piano Terra	ex Ufficiali	1	187	300,00 €	56.100,00 €
Piano Primo	ex Ufficiali	1	187	300,00 €	56.100,00 €
					131.835,00 €
Terra	Parco termale	0,02	30.650	1.325,00 €	812.225,00 €
Totale del Grand Hotel, chioschi, ex Ufficiali e parco termale					8.197.671,25 €
Podere colonico					
Interrato	Cantina	0,35	17	300,00 €	1.785,00 €
Piano Terra	Abitazione e servizi	1	160	300,00 €	48.000,00 €
Piano Primo	Abitazione	1	133	300,00 €	39.900,00 €
Terra	Servizio	0,2	45	300,00 €	2.700,00 €
Terra	Fienile	0,2	165	300,00 €	9.900,00 €
Terra	Terreno incolto	1	30.000	3,00 €	90.000 €
Totale Podere colonico					192.285,00 €
Parco avventura					
Terra	Parco attrezzato	1	17.600	5,00 €	88.000,00 €
Terra	Bosco	1	52.400	2,50 €	131.000,00 €
Totale Parco avventura					219.000,00 €
Totale generale					8.608.956,25 €

Tale valore viene poi ridotto in via prudenziale dall'Arch Gatta di una quota variabile tra il 30 e il 35%, ipotizzando la vendita in un arco temporale di sei mesi. Pertanto, l'Arch Gatta ha ritenuto che il valore equo di mercato in una condizione di pronto realizzo, sia stimabile fra € 6.026.300 e € 5.595.850,00.

Il sottoscritto perito stimatore ritiene più opportuna una decurtazione di circa il 20% dal valore iniziale, percentuale "normale" di abbattimento in valutazioni poste in un

arco temporale di più ampio respiro (la vendita nel piano è prevista entro 31.12.2023), come peraltro indicato dallo stesso Arch. Gatta.

Si stima quindi un valore di mercato del complesso immobiliare sito in Fratta Terme in circa € 6.887.200,00 (seimilioniottocentoottantasettemiladuecento), che viene arrotondato in **€ 7.000.000,00 (settemilioni/00)**.

b) Mobili e arredi / Biancheria

Per la valutazione dei beni facenti parte della categoria in oggetto, come per la precedente, ci si è avvalsi dell'Arch. Gatta, alla cui relazione di stima si rimanda per i dovuti approfondimenti.

La sottoscritta ritiene congruo confermare la stima dell'Arch. Gatta per la determinazione del valore di mercato dei mobili, arredi e biancheria, pari a complessivi **€ 86.750,00 (ottantaseimilasettecentocinquanta/00)**.

c) Altri beni

Le altre immobilizzazioni materiali comprendono una serie di cespiti appartenenti alle seguenti categorie: attrezzature industriali e commerciali, impianti generici, impianti specifici, macchine d'ufficio, automezzi/autovetture e minute attrezzature.

Per quanto concerne la valutazione dei suddetti beni materiali, facenti parte del ramo di azienda in oggetto, la sottoscritta ritiene congruo confermare le stime effettuate dall'Ing. Luca Ravaioli, confermate anche dall'Arch. Gatta.

In particolare, si attribuiscono i seguenti valori di mercato:

- Attrezzature ind.li e comm.li	€	100.705,00
- Impianti generici	€	4.825,00
- Impianti specifici	€	213.900,00
- Macchine d'ufficio	€	16.980,00

- Minute attrezzature	€	<u>730,00</u>
Totale	€	337.140,00

d) Partecipazioni

La ricorrente detiene una partecipazione al 69% nella società “Fratta Terme di Bertinoro Soc. Cons. in liquidazione”, avente lo scopo consortile, non lucrativo, il potenziamento, la razionalizzazione e la valorizzazione dell’attività turistica nel territorio di Bertinoro. La partecipazione è considerata strumentale all’attività del Grand Hotel Fratta Terme, quindi, rappresenta un bene del ramo di azienda.

La valutazione della posta viene effettuata sulla base del bilancio chiuso al 31.12.2019 e viene stimata in € **20.355**.

Nella tabella seguente vengono riepilogati i valori stimati dei beni materiali facenti parte del ramo di azienda oggetto di valutazione:

HOTEL TERME DELLA FRATTA	Valore stimato
TERRENI E FABBRICATI	7.000.000,00
MOBILI ED ARREDI / BIANCHERIA	86.750,00
ATTREZZATURA IND.LE E COMM.LE	100.705,00
IMPIANTI GENERICI	4.825,00
IMPIANTI SPECIFICI	213.900,00
MACCHINE D'UFFICIO	16.980,00
AUTOMEZZI E MOTOVEICOLI	-
MINUTE ATTREZZATURE	730,00
PARTECIPAZIONI	20.355
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	7.444.245,00

Si stima il valore effettivo del ramo di azienda “Terme della Fratta” in € **7.444.245,00**

(settemilioni quattrocento quarantaquattromiladuecento quarantacinque/00), che si arrotonda in € **7.400.000,00** (settemilioni quattrocentomila/00).

7.3 Valutazione del ramo di azienda “Grand Hotel Terme Roseo”

Si riportano nella seguente tabella i valori di contabilità al 31/12/2019 delle immobilizzazioni materiali facente parte del ramo di azienda oggetto di valutazione:

GRAND HOTEL ROSEO TERME	Costo storico	F.do ammo.to	Valore netto
TERRENI E FABBRICATI	111.434,84	-	111.434,84
MOBILI ED ARREDI	14.099,45	-	14.099,45
BIANCHERIA	5.466,37	-	5.466,37
ATTREZZATURA IND.LE E COMM.LE	24.817,32	10.740,00	14.077,32
IMPIANTI GENERICI	48.164,29	1.945,24	46.219,05
IMPIANTI SPECIFICI	78.500,54	-	78.500,54
MACCHINE D'UFFICIO	893,38	7.873,80	6.980,42
AUTOMEZZI E MOTOVEICOLI	2.600,00	35.606,66	33.006,66
BENI INFERIORI A 516,46 €			
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	285.976,19	56.165,70	229.810,49

a) Terreni e Fabbricati

Il complesso immobiliare oggetto di stima è localizzato nel Comune di Bagno di Romagna, piazza B. Ricasoli n. 15 ed è composto da un palazzo in discreto stato di manutenzione, L'edificio si sviluppa su cinque livelli e, internamente, si presenta molto ben curato, con anche arredi d'epoca, ed è stato oggetto di un restauro conservativo fatto a più riprese a partire dall'anno 2000 e conclusosi nel 2004.

Data la particolarità dell'immobile vi sono elementi antichi e originali come parti di soffitti a cassettoni in legno, travature in legno, ambienti voltati e pavimenti in cotto.

L'area destinata alle terapie è posta nell'interrato mentre la piscina termale con l'attiguo centro benessere sono al piano superiore; la piscina termale contiene l'acqua che sgorga naturalmente dalla sorgente a 42/43°C di temperatura che poi si mantiene più o meno costante sui 34/36°C e vi sono quarantasei diversi idromassaggi e anche l'idrobike.

Al piano seminterrato vi sono spazio a servizio oltre ad un'ampia sala dedicata alle colazioni; al piano terra la hall di ingresso, il bar e una serie di salette comunicanti tra cui una sala con pianoforte, televisore e altre per la piccola ristorazione, sale di lettura o relax. Allo stesso piano, anche se sfalsato rispetto a terra, anche la parte ristorante composta da diverse salette ricavate dalle antiche cantine del palazzo, diverse fra loro, oltre agli spazi per la cucina e i servizi annessi. Le camere, per un totale di 70, sono disposte ai vari piani e si differenziano per dimensioni, stile, epoche e affacci differenti in quattro tipologie e sono: Harmonie (dai 25 ai 28 mq. con bagno incluso), Elite (dai 15 ai 22 mq. con bagno incluso), Classique (dai 20 ai 23 mq. con bagno incluso) e la Jolie (15 mq. con bagno incluso).

Anche per l'immobile in oggetto, ci si è avvalsi dell'Arch. Giancarlo Gatta, alla cui perizia di stima si rinvia per i necessari approfondimenti.

Lo stabilimento sito in Bagno di Romagna è stato stimato dall'Arch. Gatta, sulla base del potenziale mercato in essere, in circa € **4.960.700,00** (quattromilioninoventosessantamilasettecento/00).

Tale valore viene poi ridotto in via prudenziale dall'Arch Gatta di una quota variabile tra il 30 e il 35%. Pertanto, l'Arch Gatta ha ritenuto che il valore equo di mercato in una condizione di pronto realizzo, sia stimabile fra € 3.472.490 e € 3.224.455.

Considerate le caratteristiche dell'immobile, tenuto conto che nel piano viene prevista la cessione del ramo d'azienda entro un anno dall'omologa, il sottoscritto perito stimatore ritiene di allinearsi alla valutazione dell'Arch. Gatta in condizioni di pronto realizzo e di stimare, quindi, un valore di mercato del complesso immobiliare sito in Bagno di Romagna in € **3.300.000,00** (tremilionitrecentomila/00).

b) Mobili e arredi / Biancheria

Per la valutazione dei beni facenti parte della categoria in oggetto, come per la precedente, ci si è avvalsi dell'Arch. Gatta, alla cui relazione di stima si rimanda per i dovuti approfondimenti.

La sottoscritta ritiene congruo confermare la stima dell'Arch. Gatta per la determinazione del valore di mercato dei mobili, arredi e biancheria, pari a complessivi € **20.112,00 (ventimilacentododici/00)**.

c) Altri beni

Le altre immobilizzazioni materiali comprendono una serie di cespiti appartenenti alle seguenti categorie: attrezzature industriali e commerciali, impianti generici, impianti specifici, macchine d'ufficio, automezzi/autovetture e minute attrezzature

Per quanto concerne la valutazione dei suddetti beni materiali, facenti parte del ramo di azienda in oggetto, la sottoscritta ritiene congruo confermare le stime effettuate dall'Ing. Luca Ravaioli, confermate anche dall'Arch. Gatta.

In particolare, si attribuiscono i seguenti valori di mercato:

- Attrezzature ind.li e comm.li	€	15.800,00
- Impianti generici	€	22.790,00
- Impianti specifici	€	35.300,00
- Macchine d'ufficio	€	1.500,00
- Automezzi/motoveicoli	€	670,00
- Minute attrezzature	€	<u>3.000,00</u>
Totale	€	79.060,00

d) Partecipazioni

La ricorrente detiene una partecipazione al 25% nella società "Gestione Unica Acque", intestataria della concessione per lo sfruttamento delle acque termali di

Bagno di Romagna, utilizzate anche dal Grand Hotel Roseo. La valutazione della posta viene effettuata sulla base del bilancio chiuso al 31.12.2019 e viene stimata in € 5.341.

Nella tabella seguente vengono riepilogati i valori stimati dei beni materiali facenti parte del ramo di azienda oggetto di valutazione:

GRAND HOTEL ROSEO TERME	Valore stimato
TERRENI E FABBRICATI	3.300.000,00
MOBILI ED ARREDI / BIANCHERIA	20.112,00
ATTREZZATURA IND.LE E COMM.LE	15.800,00
IMPIANTI GENERICI	22.790,00
IMPIANTI SPECIFICI	35.300,00
MACCHINE D'UFFICIO	1.500,00
AUTOMEZZI E MOTOVEICOLI	670,00
MINUTE ATTREZZATURE	3.000,00
PARTECIPAZIONI	5.341
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	3.404.513,00

Si stima il valore effettivo del ramo di azienda “Grand Hotel Terme Roseo” in € 3.404.513,00 (tremilioniquattrocentoquattromilacinquecentotredici/00), che si arrotonda in € 3.400.000,00 (tremilioniquattrocentomila/00).

8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

A seguito della metodologia adottata, il sottoscritto perito stimatore ritiene che, alla data del 31/12/2019, ai due rami aziendali “Grand Hotel Fratta Terme” e “Grand Hotel Roseo Terme”, possa essere attribuito il seguente valore di mercato:

RAMO DI AZIENDA:	Valore stimato
GRAND HOTEL FRATTA TERME	7.400.000
GRAND HOTEL ROSEO TERME	3.400.000
TOTALE	10.800.000

Forlì, li 03 settembre '20

Il perito

Dott.ssa Valeria Vegni

