



dovrebbe tener conto di questi aspetti per fornire una visione accurata della situazione finanziaria complessiva. In questo caso, vista l'esuberanza dei versamenti soci (effettuati tutti nell'anno 2022 per euro 1.139.966 a fronte di una perdita di esercizio di euro 207.441 e a un patrimonio netto di euro 44.940) rispetto alle necessità, visto anche lo scopo della presente stima volta ad individuare il valore dei beni materiali ed immateriali appartenenti al Fallimento APA Group S.r.l. in Liquidazione, i predetti finanziamenti verranno considerati come facenti parte del Patrimonio Netto della società.

Nel corso dell'anno 2024 si dovrebbe perfezionare un accordo con il Comune di Cattolica che definirà l'accertamento IMU con probabile decurtazione delle sanzioni per circa 180.000 euro, che si rifletteranno in bilancio come sopravvenienza attiva. Tale accordo dovrebbe prevedere la cessione al Comune di Cattolica di terreni per il controvalore dell'imposta da pagare, salvo minusvalenze.

Pertanto la valutazione più corretta per la società in questione sarà commisurata al Patrimonio Netto.

3.3.4.3 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre **metodiche** (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori





correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;

- ✓ **reddituale:** le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore:** si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;
- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto⁷.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base

⁷ E. FUSA – G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".





informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori (PIV III.1.16). Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIV III.1.16).

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.16). Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano direttamente il Capitale netto), o **asset side** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (**k**); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered* (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili (III.1.15). Accertarsi che le due valutazioni conducano a risultati coerenti (III.1.15).

3.3.4.4 Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate paragrafo 1.4.2;
- i rischi legati alle **condizioni ipotetiche** e/o **ipotesi speciali** e/o **ipotesi sensibili** sono già state illustrate paragrafo 1.5;
- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state individuate nel prevedere un opportuno sconto, vedasi paragrafo 3.3.4.6.





3.3.4.5 Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili. Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per la stima del valore economico del capitale della società **Immobiliare Il Poggio S.r.l.** è stato scelto il **metodo Patrimoniale semplice**, in quanto, nell'azienda oggetto di valutazione è prevalente la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero si limita a detenere attività reali e in quanto attualmente l'azienda genera risultati economici negativi.

3.3.4.6 Applicazione di premi e sconti

Poiché oggetto della presente valutazione non è l'intero complesso aziendale, ma una quota di minoranza della compagine sociale, è stata valutata l'opportunità di prevedere un adeguato sconto da applicarsi sul valore economico del capitale, sulla base del grado di controllo e di liquidità della quota di partecipazione (PIV III.3.5).

Tale sconto è stato quantificato nel 10 per cento in quanto la quota:

- non garantisce il controllo gestionale e strategico dell'azienda.
- ha minore negoziabilità futura, non trattandosi di pacchetto di controllo.

Come raccomandato dai PIV (III.2.4) si è tenuto conto delle ridotte dimensioni aziendali,

METODO PATRIMONIALE

Pertanto, dall'applicazione del **metodo Patrimoniale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO PATRIMONIALE SEMPLICE	
ATTIVITA'	1.854.340
Immobilizzazioni Materiali	0
Immobilizzazioni Immateriali	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0
Rimanenze Magazzino	1.697.374
Disponibilità e liquidità	156.966
Effetto fiscale minusvalenze	0
PASSIVITA'	946.106
Debiti a M/L non onerosi	70.000
Debiti a M/L onerosi	0
Fondi spese e rischi	0





Debiti correnti non onerosi	876.106
Debiti correnti onerosi	0
Fiscalità latente su plusvalenze	0
VALORE AZIENDALE	€ 908.234
Quota % di partecipazione da valutare	45,00%
Sconto minoranza	10,00%
VALORE DELLA QUOTA	€ 367.835

Per quanto riguarda la **società Immobiliare Il Poggio S.r.l. (all. 9)**, occorre preliminarmente rilevare che la valutazione dell'intera partecipazione, all'interno del bilancio della società APA Group S.r.l. in Liquidazione e Fallimento, è pari ad euro 123.484, e che la stessa APA Group vanta un credito per finanziamento soci infruttifero pari ad euro 512.352. **Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore economico di una quota di partecipazione del 45% nel capitale della IMMOBILIARE IL POGGIO S.R.L. AL 31.12.2023 è stimato in € 367.000 (EURO TRECENTOESSANTASETTEMILA/00).**

3.3.4.7 Coerenza della scelta effettuata

La scelta del metodo **patrimoniale semplice**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con le caratteristiche proprie dell'azienda (risultati economici negativi).

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto trattasi di un metodo che meglio si coniuga con la determinazione del valore dei beni patrimoniali aziendali.



3.3.5 Blu Arena S.r.l., con sede in Pesaro, Via degli Abeti n. 7, C.F. 02375050412

3.3.5.1 Cenni storici ed evoluzione

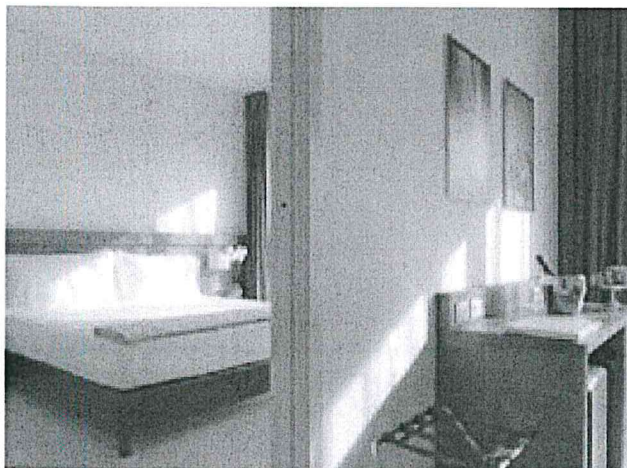
La società Blu Arena S.r.l. nasce nell'anno 2009 e si è sempre occupata di gestione alberghiera, precisamente dell'Hotel Blu Arena, sito nel Comune di Vallefoglia (PU), Via Giacometti n. 2

Evoluzione della società

Nel corso degli anni l'attività si è evoluta e la società si è consolidata.

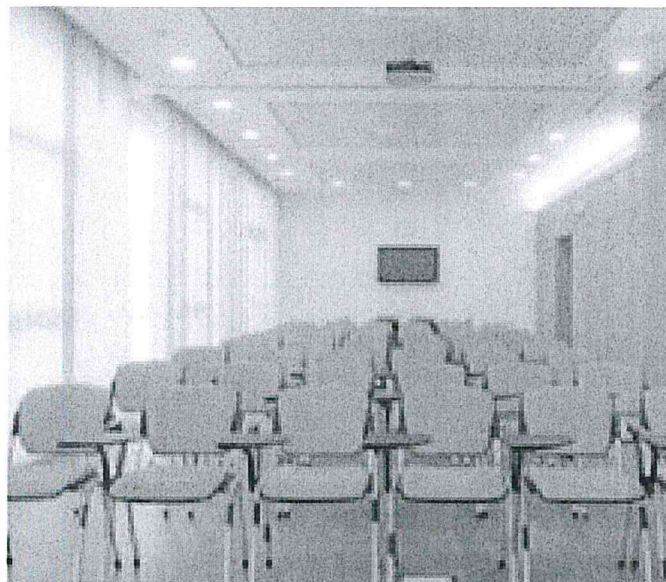
Offerta

Il Blu Arena Hotel dispone di 58 camere Standard, 4 camere Superior, 5 camere Family Suites doppie comunicanti e 4 Suites composte da doppio ambiente con camera matrimoniale, living room e vasca idromassaggio.



Il Blu Arena Hotel è situato a ridosso della zona industriale del distretto del mobile e della meccanica, a pochissimi chilometri dalla Vitrifrigo Arena, teatro di eventi sportivi e convention aziendali, dall'autodromo di Misano Adriatico dove si svolgono gare valide per i campionati mondiali di auto e moto e dalla Riviera Marchigiana e Romagnola.





3.3.5.2 Il listino prezzi

Listino prezzi 2023

Prezzo a camera al giorno, trattamento di pernottamento e prima colazione

Camera doppia uso singola	€ 60,00	€90,00
Camera singola	€ 55,00	€80,00
Camera doppia standard	€ 75,00	€120,00
Camera doppia superior	€ 90,00	€140,00
Camera tripla	€100,00	€160,00
Family suite		
2 camere doppie comunicanti con doppi servizi	€130,00	€190,00
Suite		
Con vasca idromassaggio e doppio ambiente	€130,00	€250,00

3.3.5.3 Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento

Fattori critici di successo nel settore in cui opera l'azienda sono la localizzazione, la relazione con i clienti, il rapporto qualità/prezzo, la comunicazione, l'innovazione, la flessibilità e le sinergie con la Famiglia Mulazzani.



I principali **fattori di rischio** sono costituiti da fattori geo-politici e sanitari che possono influenzare lo spostamento delle persone. Il loro presumibile **effetto** sarà quello del calo di fatturato e/o della riduzione dei margini.

3.3.5.4 I bilanci storici

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2021/2023. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel paragrafo 3.3.5.6.

Conto economico

C.E.	ANNI	dic-21		dic-22		dic-23	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		880.454	100%	1.088.791	100%	1.078.401	100%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore della Produzione		880.454	100%	1.088.791	100%	1.078.401	100%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Merci/Mat. Prime		1.663	0,18%	1.209	0,11%	50.530	4,68%
Costi vari per Servizi		480.788	54,60%	530.640	48,73%	312.913	29,01%
Lavorazioni Esterne		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore Aggiunto		398.003	45%	556.942	51%	714.957	66%
Costo lavoro		291.355	33,09%	345.659	31,74%	305.220	28,30%
M.O.L.		106.648	12%	211.283	19%	409.737	37%
Ammortamenti materiali		10.187	1,15%	17.079	1,56%	18.491	1,71%
Ammortamenti immateriali		55.005	6,24%	1.941	0,17%	957	0,08%
Accantonamenti		256	0,02%	283	0,02%	36.107	3,34%
Risultato Operativo		41.200	4%	191.980	17%	354.182	32%
Oneri Finanziari		109	0,01%	98	0,008%	177	0,01%
Proventi Finanziari		0	0,00%	238	0,02%	0	0,00%
Gestione Straordinaria		0	0,00%	0	0,00%	-244.578	-22,67%
Gestione non operativa		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte		566	0,06%	58.740	5,39%	48.274	4,47%
Risultato Netto		40.525	4%	133.380	12%	61.153	5%





Stato Patrimoniale a Liquidità ed Esigibilità

S.P.	Anni	dic-21		dic-22		dic-23	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		505.143	57,10%	771.632	50,60%	543.767	33,81%
Clienti e Crediti diversi		201.052	22,72%	489.188	32,08%	898.427	55,87%
Risconti attivi		5.860	0,66%	5.108	0,33%	12.308	0,76%
Magazzino		0	0,00%	0	0,00%	-8.690	-0,54%
Attivo Corrente		712.055	80,49%	1.265.928	83,01%	1.445.812	89,91%
Immobil. Materiali		169.165	19,12%	178.427	11,70%	286.172	17,79%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	124.556	7,74%
Immobil. Immateriali		3.258	0,36%	1.316	0,08%	358	0,02%
Immobil. Finanziarie		150	0,01%	79.200	5,19%	150	932,87%
Attivo Fisso		172.573	19,50%	258.943	16,98%	162.125	10,08%
CAPITALE INVESTITO		884.628	100%	1.524.871	100%	1.607.937	100%
Debiti finanz. A breve		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fornitori e Debiti div.		514.477	58,15%	1.022.297	67,04%	224.757	13,97%
Passivo Corrente		514.477	58,15%	1.022.297	67,04%	224.757	13,97%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	2	124,38%
Altri debiti a ML		113.732	12,85%	112.777	7,39%	932.227	57,97%
Passivo Consolidato		113.732	12,85%	112.777	7,39%	932.229	57,97%
Mezzi Propri		256.419	28,98%	389.797	25,56%	450.951	28,04%
TOTALE FONTI		884.628	100%	1.524.871	100%	1.607.937	100%

