
**STIMA DEL VALORE DEL RAMO INERENTE IL
COMPENDIO SANITARIO UNICO DEGLI
STABILIMENTI REDI E TETTuccio DI TERME
DI MONTECATINI SPA E DEL RELATIVO
CONGRUO CANONE DI AFFITTO**

Firenze, 7 dicembre 2022

PROF. GIOVANNI LIBERATORE
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE - UNIVERSITÀ DI FIRENZE
STUDIO: VIA BONIFACIO LUPI, 20 - 50129 FIRENZE
P.IVA: 04657630481 - COD FISC: LBR GNN 64T31 D612I

INDICE



1. OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. CARATTERISTICHE DELL'INCARICATO	4
3. FINALITÀ DELLA STIMA	5
4. LIMITI DELLA STIMA	5
5. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA	6
6. LA SOCIETÀ E LA SUA STORIA	6
6.1 DATI GENERALI	6
6.2 PROFILO	7
6.3 ATTIVITÀ	8
6.4 IL RAMO "STABILIMENTO TETTUCCIO"	8
7. LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE	10
8. LA STIMA DEL VALORE DEL RAMO E DEL CONGRUO CANONE D'AFFITTO ...	11
8.1 IL VALORE ECONOMICO DEL RAMO	12
8.2 LA QUOTA DI RENDIMENTO ATTRIBUIBILE AL LOCATORE	18
8.3 LA DIFFERENZA DI VALORE ECONOMICO NEL PERIODO DI LOCAZIONE	19
8.4 LA QUOTA DI SPESE DI MANUTENZIONE A CARICO DEL CONDUTTORE	20
8.5 IL CONGRUO CANONE D'AFFITTO CON IL METODO REDDITUALE	20
8.6 IL CONGRUO CANONE D'AFFITTO CON IL METODO DI MERCATO	21
9. CONCLUSIONI	21



1. OGGETTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto Giovanni Liberatore, con Studio in Via Bonifacio Lupi, n. 20, Firenze, email g.liberatore@gotha-advisory.com, pec giovanni.liberatore@pec.it, ha ricevuto in qualità di esperto da parte di *Terme di Montecatini S.p.a.* (nel seguito anche solo la "Società"), con sede in Montecatini Terme (PT), Viale Verdi n. 41, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Firenze 004666700585, R.E.A. n. PT-68340, l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore del ramo inerente il compendio sanitario unico relativo alle attività sanitarie svolte presso gli stabilimenti Redi e Tettuccio (di seguito "Il Ramo").

La stima è funzionale alla determinazione del valore di cessione del *Ramo* e del suo congruo canone di affitto su un orizzonte di tre anni.

L'incarico è stato conferito dal Dott. Alessandro Michelotti in qualità di amministratore unico di *Terme di Montecatini S.p.a.*

La data di stesura della relazione e di riferimento della stima è il 7 dicembre 2022.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico di valutazione il sottoscritto si è attenuto ai PIV (*Principi Italiani di Valutazione*, 2015) ed agli IVS (*International Valuation Standards*, 2022).

In particolare, si segnala che la presente relazione di stima rappresenta, ai sensi dei PIV, una valutazione in senso pieno ai sensi della definizione di valutazione come "un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (...) fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi: a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa; b) l'applicazione dell'analisi fondamentale; c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione; d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio; e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa" (PIV I.4.3).

2. CARATTERISTICHE DELL'INCARICATO

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

- Professore ordinario di Economia aziendale presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università di Firenze;
- Titolare del corso di Valutazione d'azienda nel corso di laurea magistrale in Accounting, auditing e controllo dell'Università di Firenze;
- Dottore commercialista iscritto alla sezione A n. 2260 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze;
- Revisore legale iscritto al n. 66437,
- Membro del Consiglio di gestione dell'OIV - Organismo Italiano di Valutazione, lo standard setter nazionale nel campo delle valutazioni;
- Coordinatore della Collana di studi di valutazione d'azienda edita da Giuffrè e composta attualmente da undici volumi inerenti agli aspetti valutativi;
- Responsabile della rubrica "Principi di valutazione" della Rivista dei dottori commercialisti;
- Coordinatore del Gruppo di studio su Valutazione d'azienda di SIDREA - Società italiana dei docenti di ragioneria e di economia aziendale;
- Referente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili in tema di guide operative su valutazione d'azienda (azioni di *standard enforcement* per i liberi professionisti);
- Autore di vari articoli, testi e manuali in tema di valutazione d'azienda.

Ai fini della verifica sulla sua indipendenza, il sottoscritto dichiara:

- di non essere legato al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- di operare in qualità di esperto indipendente.

3. FINALITÀ DELLA STIMA

La stima è finalizzata alla presentazione della domanda di concordato da parte della *Società* e alla quantificazione di alcuni elementi del piano ad essa ausiliario.

La stima ricerca una configurazione di *valore di mercato* che viene poi contestualizzata alla circostanza concordataria, in ragione di fattori di rischio che saranno indicati. Il *Ramo* è analizzato in funzione delle sue attuali condizioni operative, ossia in assenza di investimenti straordinari da parte della proprietà o di altro soggetto.

Le parti interessate dall'operazione di cessione o di affitto sono potenzialmente identificabili, da un lato, nella proprietà e, dall'altro, in un generico operatore professionale con esperienza nel settore sanitario e competenze specifiche maturate nella gestione delle cure attualmente erogate nel *Ramo*.

La stima riguarda il compendio sanitario unico degli stabilimenti Redi e Tettuccio, ed è composta, oltre che da questa relazione, da quella effettuata in data 9 maggio 2022 relativa allo stabilimento Redi e già consegnata in detta data.

Con la presente relazione ci si dedica quindi alla stima della componente di ramo Tettuccio e alle considerazioni di sintesi.

4. LIMITI DELLA STIMA

Con riferimento ai limiti della stima, si segnala quanto segue:

- Le determinazioni quantitative formulate nella presente relazione sono valide unicamente per le finalità prestabilite e alla data di riferimento sopra indicata, pertanto non potranno essere utilizzate, in tutto o in parte, per scopi differenti da quelli propri dell'incarico ricevuto;
- I documenti e le informazioni fornite dalla *Società* non possono ritenersi attestati dal sottoscritto nella loro veridicità, non avendo l'incarico previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence ed avendo lo scrivente provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite;

- Eventi attualmente non prevedibili e/o non a conoscenza dello scrivente, potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati, cosicché la stima è resa dal sottoscritto sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione;
- Il contenuto della relazione va interpretato come stima del canone di affitto basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e dal sottoscritto applicati nella fattispecie mediante le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico ricevuto.

5. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA


Il sottoscritto per lo svolgimento dell'incarico relativo alla componente del ramo attinente lo stabilimento Tettuccio ha richiesto alla *Società*, ricevuto ed esaminato i seguenti documenti:

- Conti economici sezionali per gli esercizi dal 2018 al 2021;
- Conto economico sezionale con dati consuntivi al 31 ottobre 2022;
- Conti economici sezionali con dati previsionali per il periodo novembre - dicembre 2022 e l'esercizio 2023;
- Descrizione dell'accreditamento ottenuto per le cure idropiniche.

6. LA SOCIETÀ E LA SUA STORIA

6.1 DATI GENERALI

Denominazione:	Terme di Montecatini S.p.a.
Indirizzo e sede legale:	Montecatini Terme (PT), Viale Verdi 41, CAP 51016
Codice fiscale:	00466670585
Numero REA:	PT - 68340
Partita IVA:	00466670585
Registro Imprese:	Data iscrizione - 25 agosto 1969
Atto di costituzione:	Data atto di costituzione - 29 maggio 1961
Stato attività:	Inizio attività - 1° gennaio 1968
Capitale sociale:	Euro 59.907.230
Oggetto sociale:	La <i>Società</i> ha per oggetto la valorizzazione e lo sfruttamento di tutte le acque termali e minerarie esistenti o che venissero scoperte nell'ambito del compendio termale, nonché le

	<p>attività accessorie e complementari quali la produzione ed il commercio, anche al minuto, delle stesse e di tutti i prodotti da esse derivati, ivi compresi preparati chimici, farmacologici e cosmetici; la gestione di esercizi pubblici di cura, turistici, ricreativi, commerciali, anche al dettaglio di prestazioni di servizi e somministrazione di alimenti e bevande.</p> <p>La società ha altresì per oggetto l'attività di gestione, svolta professionalmente, di beni immobili di qualsiasi natura nonché la prestazione di servizi nel settore del giardinaggio e della floricultura.</p> <p>Potrà assumere o concedere partecipazioni od interessenze in imprese e società, concedere fidejussioni o avalli e garanzie in genere.</p> <p>La società potrà assumere beni in leasing.</p> <p>All'uopo potrà altresì compiere tutti quegli atti che direttamente o indirettamente, siano rivolti al conseguimento dei fini suddetti.</p> <p>La società potrà affidare a terzi, in tutto o in parte anche attraverso singoli rami d'azienda, la gestione delle attività sociali.</p>
Soci	Si rinvia al paragrafo 5.2.
Amministratori	1
Numero di addetti	47
Visura camerale	Data consultazione - 4 maggio 2022

6.2 PROFILO

Terme di Montecatini S.p.a. ha come oggetto principale la valorizzazione e lo sfruttamento di tutte le acque termali e minerarie, nonché le attività accessorie ad esse legate.

Alla data del 4 maggio 2022 la *Società* ha un capitale sociale deliberato di € 59.907.230, di cui sottoscritto e versato € 24.907.043 e la compagine societaria è composta come di seguito illustrato.

La *Società* è rappresentata dall'amministratore unico, Dott. Alessandro Michelotti. Il collegio sindacale è presieduto da Elena Gori ed è composto dai sindaci Virgilio Casale e Alessandro Bottaini; dai sindaci supplenti Emanuele Boschi e Roberta Giacinti e dalla società di revisione EY S.p.a..

Tavola 1 – Composizione della compagna societaria.

Proprietà	Numero azioni	Tipologia	Valore	%
Regione Toscana	9.735.244	Ordinarie	€ 9.735.018	39%
Regione Toscana	6.982.500	Privilegiate	€ 6.982.338	28%
Comune di Montecatini Terme	7.407.744	Ordinarie	€ 7.407.572	30%
Comune di Montecatini Terme	782.040	Privilegiate	€ 782.022	3%

6.3 ATTIVITÀ

Le attività svolte da Terme di Montecatini sono già state descritte nella relazione di stima riferita alla componente di ramo rappresentata dallo Stabilimento Redi, a cui si rinvia.

In riferimento all’attività sanitaria lo stabilimento Tettuccio è accreditato per l’erogazione di prestazioni sanitarie nell’ambito e per conto del Servizio Sanitario Nazionale (SSN) in riferimento alla cura idropinica (cfr. Decreto Regione Toscana n. 7278 del 20/05/2020 – Accreditamento Terme Tettuccio cura idropinica, già inserita negli allegati alla relazione di stima del 9 maggio scorso).

6.4 IL RAMO “STABILIMENTO TETTUCCIO”

Lo Stabilimento Tettuccio, conosciuto come “Bagno nuovo” sin dal XIV secolo, è un importante stabilimento termale, considerato il simbolo di Montecatini Terme e del suo passato. Lo stabilimento è stato nominato così per la presenza di una tettoia che copriva la prima sorgente.

L’edificio fu realizzato su progetto dell’architetto Gaspero Maria Paoletti tra il 1779-1781 e dopo varie modifiche a livello strutturale assunse le dimensioni e forme attuali nel 1919 con il progetto dell’architetto Ugo Giovannozzi.

Lo stabilimento include altri due padiglioni, il Padiglione Regina, posto vicino alla fonte Regina e sempre ad opera dell’arch. Giovannozzi, e il Padiglione Portoghesi, posto a fianco della libreria (ex ufficio postale), costruito nei primi anni ’80 del secolo scorso con un particolare intreccio di pilastri e travi di legno lamellare, che lo rendono un edificio unico in Italia.

Lo stabilimento Terme Tettuccio è specializzato nella cura idropinica, una terapia che prevede l'uso dell'acqua termale come bevanda per le seguenti malattie e affezioni: stipsi, diabete, colesterolo alto, dismetabolismi dell'acido urico, dei lipidi e dei glucidi, patologie del fegato, patologie dello stomaco e dell'intestino.

Presso le Terme Tettuccio sono somministrate varie tipologie di acqua - Rinfresco, Tettuccio, Regina e Leopoldine - e i seguenti servizi:

- Parco con giardino all'inglese ed alberi secolari;
- Bar storico;
- Negozio di linea cosmetica delle Terme;
- Vendita di libri e giornali.

Considerando che nello stabilimento Tettuccio vengono offerti anche servizi non sanitari, si può presumere che il *Ramo* oggetto di stima non abbia la disponibilità esclusiva dell'immobile e dei relativi annessi.

Il personale operante nello stabilimento è composto da due dipendenti a tempo indeterminato e sei dipendenti a tempo determinato e stagionale (cfr. Tavola 2). La *Società* ha comunicato che si tratta di persone già incluse nell'elenco del personale allegato alla Perizia Redi.

Tavola 2 - Andamento del personale 2019-2022.

	2019	2020	2021	2022
Dipendenti a tempo indeterminato	4	3	4	2
Dipendenti a tempo determinato e stagionale	11	5	5	6
Totale	15	8	9	8

7. LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE

In riferimento al "canone di mercato", in accordo ai principi di valutazione italiani emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione, occorre fare riferimento all'*ammontare stimato a cui una proprietà, o uno spazio all'interno di una proprietà, può essere locata, alla data di valutazione, da un locatore a un conduttore privi di legami particolari, entrambi interessati allo scambio, sulla base di termini contrattuali adeguati e a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, con cautela e senza coercizioni.*

La presente stima viene quindi condotta sull'ipotesi che le seguenti condizioni siano state, o saranno, realizzate:

- Assenza di legami, ivi comprese interessenza di qualsiasi tipo, tra locatore e conduttore;
- Piena trasparenza informativa sulle condizioni patrimoniali e gestionali esistenti;
- Adeguata comunicazione al mercato sulla disponibilità del bene.

Nella fattispecie, l'oggetto della locazione è rappresentato dal complesso delle attività svolte nel *Ramo* e, quindi, va supposta l'interlocuzione con operatori professionali, dotati di competenze atte a gestire l'attività aziendale.

In merito alla metodica da impiegare per la stima del canone di mercato, i principi di valutazione italiani non forniscono elementi informativi utili. Occorre pertanto riferirsi alla dottrina nell'ambito della quale sono rintracciabili vari approcci valutativi, riconducibili essenzialmente ai seguenti:

- Approccio reddituale;
- Approccio di mercato;
- Approccio patrimoniale.

L'approccio reddituale prevede che il canone sia stabilito in funzione del possibile rendimento ritraibile dal bene locato da un normale operatore di mercato e della quota di tale rendimento ragionevolmente attribuibile al proprietario.

L'approccio di mercato prevede l'applicazione di tassi sul fatturato e/o sul margine operativo lordo (o Ebitda), così come rinvenibili da operazioni simili, avvenute recentemente tra parti libere e simmetricamente informate.

L'approccio patrimoniale definisce il canone quale rendimento equo del valore immobiliare.

Nel nostro caso la scelta ricade sull'approccio reddituale.

L'approccio di mercato richiede, infatti, un mercato attivo di riferimento, nell'ambito del quale desumere i prezzi praticati per beni omogenei, esprimibili anche per il tramite di moltiplicatori di grandezze legate da una relazione causale con il bene stesso. La difficoltà, nella fattispecie, consiste nella possibilità di reperire dati relativi a transazioni su affitti di case di cura con articolazione analoga o comparabile a quella dello stabilimento Tettuccio.

L'approccio patrimoniale fissa la sua attenzione sul valore immobiliare del bene all'interno del quale si svolge l'attività aziendale, e questa prospettiva non coglie la sostanza dell'oggetto della locazione, ossia lo svolgimento di un'attività aziendale in continuità con quella esistente.

Nel prosieguo si affronterà quindi la declinazione del metodo reddituale al caso di specie

8. LA STIMA DEL VALORE DEL RAMO E DEL CONGRUO CANONE D'AFFITTO

Nell'ambito dell'approccio reddituale, la formula di riferimento per la stima del canone di mercato è la seguente:

$$C_m = We \cdot re \pm \Delta We + M$$

dove:

- C_m rappresenta il canone di mercato;
- We rappresenta il valore economico dell'azienda;
- re rappresenta la quota di rendimento attribuibile al locatore;
- ΔWe rappresenta la differenza di valore economico dell'azienda che intercorre durante il periodo di locazione;

M rappresenta l'eventuale quota di spese di manutenzione a carico del conduttore, ma sostenuta dal locatore.

Il canone di mercato dipende quindi dalla quota di rendimento che può essere attribuibile al proprietario che non esercita l'attività aziendale in prima persona, ma che comunque ha contribuito a costituire l'azienda e il suo patrimonio.

Nel seguito affrontiamo la definizione delle varie componenti della formula del valore, osservando preliminarmente come, nella formula, non sia inserita una quota a titolo di prezzo, per via del fatto che non si tratta di un caso di affitto con prelazione sulla vendita.

8.1 IL VALORE ECONOMICO DEL RAMO

Dall'analisi effettuata sul conto economico sezionale del *Ramo*, così come comunicato dalla *Società* sulla base dei ricavi e costi di diretta imputazione al ramo sanitario, emerge, un risultato prima delle imposte positivo, ad eccezione del 2020, anno in cui lo stabilimento ha avuto una interruzione dell'attività dovuta alla situazione pandemica (Cfr. Tavola 3).

Nel periodo analizzato si è verificata una stabilità del valore della produzione nel biennio 2018-2019, una contrazione drastica (82%) nel 2020, un primo recupero nel 2021 (153% rispetto al 2020) e un secondo recupero nel 2022, il cui dato al 31 ottobre, registra già una crescita del 51% rispetto all'esercizio precedente, rimanendo comunque ancora al di sotto del livello di attività precrisi.

Analizzando i costi della produzione emerge che l'incidenza dei consumi di materie prime sul fatturato è tornata a livello normale (1%), così come il costo per servizi che concerne prevalentemente le pulizie, le manutenzioni e le utenze. Si può poi notare la forte diminuzione del costo del personale, dovuta ad una riorganizzazione aziendale che, come ci è stato riportato, non ha comunque comportato un peggioramento nella qualità dei servizi. La voce ammortamenti e svalutazioni è rimasta costante nel periodo esaminato.

PERIZIA DI STIMA DEL COMPENDIO SANITARIO UNICO "REDI E TETTuccio"

Tavola 3 – Conto economico del ramo (2018 - 31 Ottobre 2022).

	2018		2019		2020		2021		31 ottobre 2022	
Ricavi Operativi	€ 808.843	100%	€ 801.053	100%	€ 142.222	100%	€ 360.465	100%	€ 543.316	100%
Consumi di materie prime	€ 6.708	1%	€ 7.351	1%	€ 4.509	3%	€ 6.394	2%	€ 3.498	1%
Costi per servizi	€ 106.445	13%	€ 114.126	14%	€ 78.746	55%	€ 92.223	26%	€ 99.933	18%
Costo del personale	€ 217.778	27%	€ 238.677	30%	€ 114.590	81%	€ 114.661	32%	€ 130.924	24%
Ammortamenti e svalutazioni	€ 39.637	5%	€ 39.637	5%	€ 39.637	28%	€ 39.637	11%	€ 33.030	6%
Costi Operativi	€ 370.567	46%	€ 399.791	50%	€ 237.482	167%	€ 252.914	70%	€ 267.385	49%
Risultato operativo	€ 438.276	54%	€ 401.262	50%	-€ 95.260	-67%	€ 107.551	30%	€ 275.931	51%

Nell'ultimo quinquennio il compendio sanitario dello Stabilimento Tettuccio ha generato sempre un utile operativo, ad eccezione del 2020 che presenta una perdita legata alla situazione pandemica. Se si eccettua il biennio 2020 e 2021, il rendimento economico del ramo è mediamente pari al 50% del valore della produzione.

L'Enterprise Value è stato determinato adottando il metodo Reddituale che esprime il valore intrinseco in funzione della capacità di generazione di reddito in futuro. Trattandosi di un ramo operativo, peraltro, non pare appropriato applicare né il metodo patrimoniale né il metodo di mercato.

Il metodo reddituale fonda la sua significatività sulla capacità di stimare l'entità dei redditi prospettici e il rischio connesso al loro accadimento, rappresentato da un tasso di attualizzazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata indefinita o definita.

La formula generale del metodo dei flussi che sintetizza il calcolo dell'Enterprise Value con il metodo di valutazione reddituale tiene conto, pertanto, della sommatoria di tutti i flussi di reddito futuri, attualizzati al momento della valutazione:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t}$$

dove:

- EV è l'Enterprise Value;
- F è il flusso reddituale costante sul periodo;
- i è il tasso di attualizzazione;
- n è il numero di anni del periodo.

Vita Economica

La *vita economica* è stata stimata su un periodo a 20 anni, anche in considerazione della natura di patrimonio pubblico oggetto di concessione.

Flusso reddituale prospettico

Il flusso reddituale prospettico è stato determinato in funzione del risultato operativo al netto delle imposte. Per la sua determinazione si è fatto riferimento al

ASTE
GIUDIZIARIE.IT

conto economico previsionale per il 2023 fornito dalla Società e da noi ritenuto ragionevole in considerazione della sua continuità con l'andamento storico normalizzato (Cfr. Tavola 4). L'unica integrazione è stata legata all'inserimento di una quota di spese generali allocabili al ramo per i servizi amministrativi centralizzati, stimata nel 5% del valore della produzione.

Per determinare le imposte si è calcolata la base disponibile sulla quale andranno applicate le rispettive aliquote IRES (24%) e IRAP (3,9%).

In sintesi, il Risultato normale del 2023 è pari a € 215.755.

Tavola 4 - Conto economico previsionale 2022-2023.

	2022		2023	
Ricavi Operativi	€ 583.485	100%	€ 671.007	100%
Consumi	€ 4.500	1%	€ 7.000	1%
Costi per servizi	€ 110.233	19%	€ 117.000	17%
Costo personale	€ 150.562	26%	€ 165.618	25%
Ammortamenti e svalutazioni	€ 39.637	7%	€ 39.637	6%
Costi Generali	€ 29.174	5%	€ 33.550	5%
Costi Operativi	€ 334.106	57%	€ 362.805	54%
Risultato Operativo	€ 249.379	43%	€ 308.203	46%
Imposte	€ 75.449	13%	€ 92.448	14%
di cui: IRES	€ 59.851	10%	€ 73.969	11%
di cui: IRAP	€ 15.598	3%	€ 18.479	3%
NOPAT	€ 173.930	30%	€ 215.755	32%

Tasso di attualizzazione

Il valore presente della rendita rappresentata dal reddito normale proiettato su sull'orizzonte di 20 anni richiede la definizione di un adeguato *tasso di attualizzazione* rappresentativo del rischio che tali flussi non si verifichino.

Il tasso può essere misurato come costo medio delle fonti di finanziamento (*WACC* o *Weighted Average Cost of Capital*) ossia come tasso medio di onerosità delle risorse finanziarie raccolte a titolo di capitale proprio e di capitale di credito. Si tratta quindi della media ponderata del costo del capitale proprio (k_e) e del costo del capitale di terzi al netto dello scudo fiscale (k_d netto), dove i pesi sono definiti

rispettivamente dal rapporto tra i mezzi propri e il totale delle fonti, per il k_e , e dal rapporto tra la posizione finanziaria netta e il totale delle fonti, per il k_d .

In formula il WACC può essere espresso come di seguito:

$$WACC = w_d \cdot k_d \cdot (1 - t) + w_e \cdot k_e$$

Dove:

- w_d è il peso del debito sul totale dei finanziamenti;
- w_e è il peso del capitale proprio sul totale dei finanziamenti;
- k_d è il tasso di interesse del debito;
- t è aliquota fiscale sulle imposte sui redditi;
- k_e è il costo del capitale proprio.

Assunto che al *Ramo* non è attribuibile una struttura delle fonti prestabilita, si fa riferimento ad una struttura del capitale obiettivo con pesi standard rispettivamente pari al 30% per il debito (PFN) e al 70% per il capitale proprio (CN).

Il costo del capitale proprio (k_e) è stato calcolato impiegando l'approccio noto come *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che ritiene equo il rendimento azionario quando è in grado di coprire sia il rischio generico degli investimenti (r_f) che il rischio di mercato (r_m) e viene calcolato come qui illustrato:

$$k_e = [r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)] \cdot (1 + p_{PMI} + p_{CR})$$

Dove:

- r_f è il tasso privo di rischio;
- $r_m - r_f$ è il premio per il rischio di mercato;
- β è il coefficiente da applicare al rischio di mercato per definire il rischio specifico;
- p_{PMI} è il premio PMI;
- p_{CR} è il premio per le condizioni di rischio.

Il tasso privo di rischio (r_f) è stato determinato in base ai rendimenti netti dei titoli di Stato decennali del Paese in cui rientra la principale attività d'impresa, nel nostro caso l'Italia. Al momento della stima la media dei rendimenti lordi mensili dei BTP decennali emessi nell'ultimo anno risulta pari al 2,9%.

Il premio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$) in Italia è pari al 6,0% (cfr. Pablo Fernandez, Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 95 countries in 2022: a survey, IESE Business School, Madrid). Il valore è stato ottenuto all'esito di un'analisi questionaria somministrata ad esperti e rappresenta la stima della media geometrica dell'extra-reddito ottenuto dalle Società quotate in Italia rispetto agli investimenti obbligazionari su un periodo molto esteso (25-30 anni).

La determinazione del beta (β) non è fornita direttamente dal mercato, dal momento che la Società non è quotata. Si è partiti dal beta unlevered medio di società quotate operanti nel settore *Healthcare Support Services*, così come riportato nella banca dati *Damodaran On line*, con un valore pari a 0,53. A seguire, si è determinato il beta levered della Società, tenendo conto dei pesi della sua struttura finanziaria normalizzata. L'esito ha portato ad un beta levered di 0,71.

Per addivenire al costo del capitale proprio si è poi inserito un premio dimensionale (premio PMI) nella misura del 20% e un premio per le condizioni di crisi (premio CR) nella misura del 30%. Ne consegue un costo del capitale proprio del 10,7%.

In base alle considerazioni sopra esposte, il costo medio ponderato prospettico del capitale risulta pari all'8,8%.

Tavola 5 – Componenti del tasso di attualizzazione.

Kd lordo	5,5%
Kd netto	4,2%
Rf = tasso privo di rischio	2,9%
Rm - Rf = premio per il rischio di mercato	6%
Beta Unlevered	0,53
Beta Levered	0,71
Premio PMI	20,0%
Premio CR	30,0%
Ke	10,7%
Peso CN	70,0%
Peso PFN	30,0%
WACC	8,8%

Alla luce dell'analisi svolta, si giunge alla stima dell'Enterprise Value del Ramo Tettuccio al 01 gennaio 2023 (approssimabile al valore ad oggi). L'exkursus valutativo effettuato si è basato sulle seguenti determinanti:

- Vita economica: venti anni;
- Risultato normale: € 215.755;
- Tasso di attualizzazione 8,8%.

L'Enterprise Value del capitale del Ramo Tettuccio è quindi pari a € 2.004.578.

8.2 LA QUOTA DI RENDIMENTO ATTRIBIBILE AL LOCATORE

Il rendimento del locatore deve avere come tetto il ritorno del capitale netto fin qui realizzato, ossia il rapporto tra il reddito netto (corrispondente alla voce "risultato d'esercizio" del conto economico) e il capitale proprio, o meglio la media tra il valore iniziale e il valore finale del capitale proprio (corrispondente alla voce "patrimonio netto" dello stato patrimoniale). Questo indicatore viene di solito indicato come ROE (*return on equity*).

Il proprietario che attraverso la sua gestione ottiene un certo ROE, se decide di affittare l'azienda dovrà collocare la sua richiesta ad un livello inferiore ad esso, non potendo pretendere di mantenerlo senza il suo coinvolgimento nel rischio d'impresa. Dovrà quindi accontentarsi di un ritorno che avrà il suo limite inferiore nel rendimento di investimenti privi di rischio (cd tasso *risk free*).

A questo proposito si è proceduto a calcolare il ROE medio del settore termale italiano sul periodo 2016-2019, un periodo non caratterizzato da eventi straordinari (fonte: banca dati AIDA). Risultano classificati 247 stabilimenti, ma solo per 145 di essi sono disponibili i bilanci per tutti e quattro gli esercizi. Per essi risulta un ROE medio di periodo particolarmente modesto pari all'1,7%.

Secondo parte della dottrina si può sostituire al concetto di ROE, il costo del capitale proprio (o *cost of equity*, rappresentato dal simbolo K_e). Anche in questo caso, qualsiasi sia la metodica impiegata per misurarlo, occorrerà collocare il rendimento per il locatore ad un livello compreso tra il *risk free* e il costo del capitale proprio.

In riferimento al settore *Healthcare Support Services* è stato possibile ricavare il dato più aggiornato a livello europeo (non è possibile scendere invece a livello di singolo paese) (fonte: *Damodaran online*). A gennaio 2022 il valore del costo del capitale proprio del settore in questione è stato pari al 5,5%.

In considerazione di tali parametri di riferimento – rendimento risk free 2,9%; ROE di settore 1,7%; costo del capitale proprio di settore 5,5% - ai fini della presente stima si è ritenuto opportuno applicare una quota di rendimento del 3% al valore economico del capitale (€ 2.004.578), determinando in tal modo un rendimento annuo attribuibile al locatore pari a € 60.137, approssimabile a € 60.000 (Cfr. Tavola 6).

8.3 LA DIFFERENZA DI VALORE ECONOMICO NEL PERIODO DI LOCAZIONE

Dalla quota di rendimento precedentemente determinata si dovrà sottrarre l'incremento di valore generato dal conduttore, il quale sarà quindi incentivato a gestire l'azienda in condizioni di efficacia ed efficienza, non solo perché questo comporterà per lui maggiori redditi, ma anche perché verrà conseguentemente ridotta l'onerosità della locazione. Infatti, il locatore si troverà, al termine del periodo di locazione, con un valore aziendale accresciuto e questo per motivi non imputabili alle sue capacità. Per converso, in caso di perdita di valore occorre prevedere una quota addizionale di costo a carico del conduttore.

Normalmente la stima del valore finale dell'azienda viene svolto sulla base di un piano industriale condiviso tra le parti. Il piano viene monitorato alla fine di ciascun anno in modo da parametrare i risultati con i valori obiettivo. In assenza del piano possono essere fissate delle soglie minime di performance da raggiungere (es. fatturato, numero di utenti serviti, numero di ordini ricevuti, etc.).

Ai fini della presente stima, in assenza di un piano industriale e di ulteriori indicazioni, la differenza di valore economico dell'azienda durante il periodo di locazione è stata considerata nulla.

8.4 LA QUOTA DI SPESE DI MANUTENZIONE A CARICO DEL CONDUTTORE

Nel caso il contratto definisca le spese di manutenzione di competenza del conduttore, ma preveda la possibilità, per ragioni di opportunità e convenienza economica, che esse siano sostenute del proprietario, queste andranno incluse in maggiorazione al canone.

8.5 IL CONGRUO CANONE D'AFFITTO CON IL METODO REDDITUALE

Alla luce dell'analisi svolta, si giunge alla stima del canone annuale con il metodo reddituale. L'exkursus valutativo effettuato si è basato sulle seguenti determinanti:

- Valore economico del capitale: € 2.004.578;
- Quota di rendimento attribuibile al locatore: 3%;
- Differenza di valore economico: non applicabile.
- Spese di manutenzione straordinaria: € 0.

Il canone dell'affitto del compendio sanitario dello Stabilimento Tettuccio è quindi pari a € 60.000 annui, ovvero € 5.000 mensili. (cfr. Tavola 6).

Tavola 6 – Stima del valore del compendio sanitario Tettuccio e relativo congruo canone di affitto.

Nopat	€ 215.755
Wacc	8,8%
Vita economica	20 anni
Enterprise value	€ 2.004.578
Attività non inerenti alla gestione caratteristica	€ 0
Valore economico del capitale	€ 2.004.578
Quota di rendimento attribuibile al locatore	3%
Rendimento attribuibile al locatore	€ 60.137
Differenza di valore economico	€ 0
Spese di manutenzione	€ 0
Canone annuale	€ 60.000
Canone mensile	€ 5.000

8.6 IL CONGRUO CANONE D'AFFITTO CON IL METODO DI MERCATO

Dopo aver esaminato le risultanze del metodo reddituale, può essere ritenere utile conoscere quale sarebbe stato l'esito dell'applicazione del metodo di mercato.

Si è detto che tale metodo non è applicabile se non è possibile raccogliere informazioni su transazioni praticate in contesti simili, ovvero su canoni contrattualizzati per medesime attività aziendali. Effettivamente non è stato possibile raccogliere, anche ricorrendo a banche dati comunemente impiegabili, informazioni su locazioni aventi ad oggetto stabilimenti di cure termali.

In alternativa si potrebbe ricorrere alla prassi locativa riguardante gli esercizi ricettivi dotati di stabilimenti termali, laddove si configuri una separazione tra proprietà e gestione. In questi casi il canone di affitto tende ad essere definito in funzione del fatturato di base, dell'incremento del fatturato e del margine operativo lordo (Ebitda). La contribuzione alle tre determinanti dipende da fattori oggettivi (es. la redditività dell'albergo) e soggettivi (inclinazione al rischio, affidabilità della comunicazione economica consuntiva, capacità negoziali).

Il canone stimato in precedenza rappresenta circa il 10% del fatturato prospettico e probabilmente si colloca sulla parte bassa della forchetta dei prezzi applicabili.

9. CONCLUSIONI

Il sottoscritto ha ricevuto l'incarico di stimare il valore di cessione del ramo inerente il compendio sanitario unico relativo alle attività sanitarie svolte presso gli stabilimenti Redi e Tettuccio. La stima è funzionale anche alla determinazione del congruo canone di affitto a cui affittare *il Ramo* su un orizzonte di tre anni.

Il *Ramo* è analizzato in funzione delle sue attuali condizioni operative, ossia in assenza di investimenti straordinari da parte della proprietà o di altro soggetto.

Le parti interessate dall'operazione di cessione o di affitto sono potenzialmente identificabili, da un lato, nella proprietà e, dall'altro, in un generico operatore professionale con esperienza nel settore sanitario e competenze specifiche maturate nella gestione delle cure attualmente erogate nel *Ramo*.

Per la componente del *Ramo* attinente lo stabilimento Redi si rinvia a quanto riportato nella Relazione del 9 maggio us, 2022 ad essa relativa (cfr. Allegato 1), a cui si aggiunge, a titolo di aggiornamento, l'informativa ricevuta dall'Amministratore unico in data 4 dicembre us che i beni presenti presso lo stabilimento Redi, rappresentati da attrezzature e macchinari, sono stati valutati dal perito, Ing. Ernesto Marciandò, in € 210.430. Tale informazione può essere utile ai fini di una eventuale liquidazione atomistica dei beni, ma non influisce sulla stima del compendio, assunto che si è presa in considerazione una metodologia reddituale e lo stabilimento è in perdita. Tale informazione non incide neanche sulla stima del canone di affitto che rimane fissata, per lo stabilimento Redi, a zero euro, fermi restando i vincoli occupazionali ivi segnalati relativi all'elenco del personale allegato alla relazione di stima succitata.

Per la componente del *Ramo* attinente lo stabilimento Tettuccio il valore di cessione è determinato in € 2.000.000 e il canone di locazione in € 60.000 annui, ovvero € 5.000 mensili, all'esito del procedimento estimativo illustrato nella presente relazione.

In tale valutazione, i fattori di rischio derivanti dalla situazione di contesto delle Terme di Montecatini sono stati riflessi nell'applicazione di un premio al costo del capitale proprio, nonché nella delimitazione dell'orizzonte prospettico a 20 anni.

Considerando che la gestione dello stabilimento Redi è stata costantemente in perdita negli ultimi anni e che sarà richiesto all'operatore professionale di intervenire con modifiche gestionali ed operative, nonché con opportuni investimenti, si può definire ragionevole l'apposizione di uno sconto al valore di mercato definito per il compendio unico e indistinto Redi e Tettuccio nella misura del 20%. Tale misura può essere ritenuta allineata a quanto emerge da ricerche empiriche sugli sconti per liquidazione forzata nelle aste fallimentari.

Ne consegue che il valore di cessione del compendio sanitario unico svolto presso gli stabilimenti Redi e Tettuccio può essere stabilito in € **1.600.000** e il congruo canone di affitto annuale in € **48.000** per ciascuno dei tre anni, salvo adeguamenti inflattivi definiti tra le parti.

PERIZIA DI STIMA DEL COMPENDIO SANITARIO UNICO "REDI E TETTuccio"

Il sottoscritto confidando di aver assolto l'incarico affidatogli e restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazia per la fiducia accordata.

In fede.

Firenze, 7 dicembre 2022

(Prof. Giovanni Liberatore)

