

FRANCESCO PAVAN

Dottore Commercialista – Revisore Legale

40123 Bologna - Via Cesare Battisti n. 33 - Mob +39.349-52.32.560

E-mail: francescopavan.studio@gmail.com

PEC: francescopavan.studio@pec.it

VALUTAZIONE AZIENDA DI PERTINENZA DEL
FALLIMENTO FARMACIA TAVERNARI
DI FARMACIE FARMACA S.P.A. - S.A.S. N. 55/2020

Giudice Delegato: Dott.ssa Antonella Rimondini

Curatore Fallimentare: Dott. Fabio Onofri

Stimatore: Dott. Francesco Pavan

INDICE

	<i>Pag.</i>
1. OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO	3
2. APPROCCIO RICHIESTO ALL'ESPERTO NELLA RELAZIONE DI STIMA	3
3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	4
4. VICENDE ED ELEMENTI DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	4
5. CRITERI E METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	5
5.1. Metodi patrimoniali	6
5.2. Metodi finanziari	8
5.3. Metodi reddituali	9
5.4. Metodi misti	11
5.5. Metodi basati sulle transazioni comparabili	12
5.6. Scelta dei criteri e delle metodologie di valutazione	14
6. LA VALUTAZIONE	15
6.1. Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale	15
6.2. Metodi di controllo	18
6.3. Conclusioni	20

1. OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO

Il sottoscritto Dott. Francesco Pavan nato a Ostiglia (MN) il 12/11/1987, Dottore Commercialista, con studio in Bologna alla Via Cesare Battisti n. 33, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Bologna al n. 2748/A, nonché iscritto al Registro dei Revisori Legali al N. 177794, avendo ricevuto incarico dal Dott. Fabio Onofri, Curatore del Fallimento della società Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s., a ciò autorizzato dal Giudice Delegato Dott.ssa Antonella Rimondini, presenta la seguente valutazione dell'azienda di pertinenza del compendio fallimentare della predetta società, attualmente condotta in affitto dalla società Farmacia Sacca S.r.L..

Tale valutazione si rende necessaria al fine di addivenire alla liquidazione delle attività fallimentari da parte della Procedura.

2. APPROCCIO RICHIESTO ALL'ESPERTO NELLA RELAZIONE DI STIMA

Nell'affrontare una valutazione, l'esperto è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:

- Consenta di raggiungere la scopo della valutazione (ad es.: perizia per la cessione/acquisizione, ecc);
- Si adatti alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.).

A tal riguardo, il sottoscritto stimatore rileva che la relazione di stima è, in linea di principio, volta a tutelare l'interesse dei creditori della società fallita, da un lato, ad evitare una sottovalutazione del valore dell'azienda oggetto di cessione e di conseguenza del possibile valore di realizzo e, dall'altro, ad evitare una sopravvalutazione con il possibile rischio di aste di vendita deserte.

In pratica, l'esperto stimatore, nella scelta metodologica deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio.

3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

La presente relazione di stima è stata redatta tenendo in considerazione i documenti della Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s., come di seguito elencati:

- Visura camerale;
- Situazione contabile e schede contabili al 31/12/2015;
- Situazione contabile e schede contabili al 31/12/2016;
- Situazione contabile e schede contabili al 31/12/2017;
- Situazione contabile e schede contabili al 31/12/2018;
- Situazione contabile e schede contabili provvisorie al 31/12/2019;
- Contratto di affitto d'azienda stipulato in data 21/04/2020, a rogito Notaio Dott. Claudio Babbini, registrato presso Agenzia delle Entrate Ufficio Territoriale di Bologna il 27/04/2020 al N. 15967 serie 1T;

Copia dei suddetti documenti è a disposizione presso lo studio del sottoscritto stimatore.

4. VICENDE ED ELEMENTI DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Oggetto della presente valutazione di stima è l'azienda, corrente presso l'immobile sito in Bologna (BO) Via Massimo D'Azeglio n. 88, di pertinenza del compendio fallimentare della società Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s di seguito meglio descritta.

La società Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s., costituita in data 06/10/2010, esercitava presso la sede di Bologna l'attività di vendita di prodotti farmaceutici nonché di articoli complementari usualmente venduti nelle farmacie.

Come brevemente accennato in premessa, attualmente l'azienda di pertinenza del compendio fallimentare risulta condotta in affitto dalla società Farmacia Sacca S.r.L., c.f. 03706040361, in virtù di contratto d'affitto d'azienda stipulato in data 21/04/2020, a rogito Notaio Dott. Claudio Babbini, registrato presso Agenzia delle Entrate Ufficio Territoriale di Bologna il 27/04/2020 al N. 15967 serie 1T, della durata minima di sei mesi con decorrenza dal 27/05/2020 e rinnovo

automatico fino alla data di trasferimento della proprietà, e corrispettivo fissato in € 2.500, oltre IVA, mensili.

A seguito della sottoscrizione del suddetto contratto la Società rimaneva di fatto inattiva sino alla data del 08/07/2020, data in cui interveniva la dichiarazione di fallimento su istanza promossa in proprio dalla stessa Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s..

La società ha per oggetto l'attività di vendita di prodotti farmaceutici presso la sede di Bologna Via Massimo D'Azeglio n. 88. Tale sarà considerato il settore di riferimento dell'azienda oggetto di valutazione.

L'azienda risulta ad oggi costituita dagli elementi di seguito succintamente richiamati:

- Beni materiali: tutti i beni mobili materiali quali i macchinari ed attrezzature, arredi e macchine da ufficio, automezzi, come riportati nelle poste patrimoniali consistenti ed esistenti al 31/12/2019;
- Rimanenze;
- La clientela;
- Il Know-how.

Con riferimento alle rimanenze si precisa che, come previsto nel contratto d'affitto d'azienda stipulato con la Farmacia Sacca Srl, l'attuale affittuario ha la disponibilità dei beni costituenti il magazzino che potrà alienare a terzi corrispondendo al Fallimento il ricavato della vendita alle condizioni contrattuali previste.

Ciò considerato, nella presente perizia non verrà considerato il valore delle rimanenze in quanto non quantificabili per effetto del contratto estimatorio in essere. L'aggiudicatario dell'azienda potrà disporre delle eventuali rimanenze che risulteranno al termine del contratto d'affitto d'azienda.

Si precisa inoltre che non sussistono contratti di lavoro subordinato in essere.

5. CRITERI E METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La migliore dottrina e la prassi professionale ed aziendale hanno, tuttavia, sviluppato criteri e metodologie che riscuotono generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'attenzione su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione e, all'interno di questi, i metodi di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri ed i metodi scelti per il caso in questione, il sottoscritto ritiene opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente e più diffusamente proposti dalla migliore dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

Come ha avuto cura di sottolineare la migliore dottrina in materia di valutazione di azienda (cfr., per tutti, L. Guatri e M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, 2009), molteplici sono i criteri ed i metodi di calcolo che sono stati elaborati, sia nelle applicazioni pratiche che nelle formulazioni teoriche.

Sinteticamente, le metodologie si possono suddividere in cinque categorie:

- quelle collegate ai valori-stock, che mirano a determinare il valore dell'azienda in relazione al valore corrente degli elementi patrimoniali di cui è composta;
- le teorizzazioni che riconnettono il valore del patrimonio aziendale ai flussi economici e finanziari che saranno presumibilmente ritraibili dall'attività economico-produttiva, pervenendo alla determinazione del capitale economico sulla base dell'attualizzazione dei risultati attesi;
- quelle che sintetizzano le metodologie di cui sopra (cosiddetti metodi misti);
- le valutazioni desumibili dal mercato o dall'esperienza, realizzate attraverso il ricorso ai moltiplicatori desunti da società comparabili o altre formulazioni empiriche;
- le valutazioni di liquidazione, che esprimono il prezzo di realizzo di un'azienda non in funzionamento.

In estrema sintesi, i singoli metodi utilizzabili nella valutazione d'azienda si fondano sulle seguenti assunzioni.

5.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si caratterizzano per il fatto che determinano il valore economico dell'azienda attraverso il raffronto fra gli elementi attivi dello stato patrimoniale e le voci del passivo, e quindi considerano il valore dell'azienda come legato essenzialmente a quello degli elementi patrimoniali da cui è composta la stessa, mirando a riesprimere a valori correnti ogni bene presente nel patrimonio aziendale.

I metodi patrimoniali si distinguono in semplici e complessi: i primi prendono in considerazione solo i beni fisicamente individuati o, in ogni caso, emergenti dalla situazione contabile della società.

Presupposto della valutazione è la redazione di uno stato patrimoniale aggiornato.

Successivamente si procede a:

- analizzare le voci attive e passive onde verificarne la consistenza;
- riesprimere in termini di valori correnti gli elementi attivi non monetari, quali partecipazioni, immobilizzazioni tecniche, rimanenze.

I risultati di stima cui si perviene devono essere confrontati con il valore di carico a bilancio della società analizzata onde accertare eventuali plusvalenze o minusvalenze. Tutte le rettifiche e rivalutazioni risultanti dall'accennato procedimento di stima devono essere successivamente depurate degli oneri fiscali potenzialmente gravanti sulle stesse. Una volta dedotto il carico fiscale stimato si perviene al “capitale netto rettificato”, che rappresenta il risultato finale del metodo di valutazione patrimoniale semplice.

I metodi patrimoniali complessi costituiscono un'estensione delle analisi e delle stime descritte per i metodi semplici, proponendosi di quantificare anche il valore dei beni immateriali, quali ad esempio marchi, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, capitale umano, immagine aziendale, rete di vendita, posizione competitiva e simili.

Vari sono i criteri che vengono, di volta in volta, utilizzati per la stima del valore corrente di tali beni.

Tra questi, i più comuni sono:

- il costo storico rivalutato;
- il costo di sostituzione;

- le stime empiriche;
- il valore attualizzato dei sovraredditi.

Il metodo basato sul costo storico rivalutato consiste nell'identificare il valore come sommatoria di tutti i costi sostenuti per l'ideazione, il *design*, la registrazione, la promozione e la pubblicità, opportunamente rivalutati per tener conto del mutato valore della moneta negli anni.

Con il metodo basato sul costo di sostituzione la valutazione viene effettuata considerando non già i costi effettivamente sopportati per lo sviluppo del marchio, ma i costi virtuali che al momento della valutazione sarebbe necessario sostenere per disporre di un marchio equivalente sotto il profilo dell'utilità (con la stessa redditività, quota e penetrazione del mercato).

Le stime empiriche si sostanziano nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza (ad es. utile netto, utile operativo o più sovente il fatturato) ritenuta qualificante l'elemento da valutare. Tra i vari metodi empirici utilizzati, uno di larga applicazione è quello dell'attualizzazione di redditi calcolati sulla base delle *royalties* ottenibili dal marchio sul mercato. In genere, infatti, il marchio viene concesso in licenza a fronte della corresponsione di una percentuale o *royalty*, commisurata al fatturato.

È, allora, possibile determinare il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare delle *royalties* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquisire in licenza il marchio stesso; in tal caso il tasso di attualizzazione è calcolato in relazione al costo medio ponderato del capitale.

I metodi basati sull'attualizzazione dei sovraredditi consistono nell'attualizzazione della differenza tra il reddito del prodotto/merce dotato di marchio e quello che potrebbe ottenersi con un prodotto/merce simile privo di marchio o contrassegnato da un marchio nuovissimo.

5.2 Metodi finanziari

I metodi finanziari determinano il valore delle aziende in base all'attualizzazione delle entrate finanziarie nette generate dall'investimento.

Ciò che differenzia i singoli metodi è il criterio di determinazione dei flussi monetari da prendere in considerazione. Sono state teorizzate diverse versioni dei metodi finanziari a seconda degli elementi considerati per costruire i flussi da attualizzare.

Secondo una prima versione, i flussi di cassa da attualizzare sono costituiti dall'utile di periodo

previsto, al quale vengono aggiunti gli ammortamenti e sottratti gli ammontari dei nuovi investimenti in capitale fisso e circolante; sinteticamente, si esprime come:

$$\begin{aligned} &= \text{Utile previsto} \\ &+ \text{Ammortamenti} \\ &- \text{Nuovi investimenti in capitale fisso} \\ &- \text{Nuovi investimenti in capitale circolante} \end{aligned}$$

Tali valori vengono in seguito attualizzati ad un tasso di rendimento considerato soddisfacente, ricavando in tal modo il valore attribuibile all'azienda.

Le altre versioni costituiscono sviluppi della precedente, prendendosi in considerazione le uscite previste per il rimborso dei debiti ed altresì gli oneri finanziari: l'obiettivo è quello di neutralizzare gli effetti delle politiche finanziarie, intese come scelta dei capitali (di rischio o di terzi), con l'avvertenza che il risultato, esprimendo il valore aggregato di mezzi propri e di terzi, deve essere quindi diminuito dell'ammontare dei debiti.

Per l'applicazione di questi metodi è però necessario disporre di previsioni attendibili estese ad un periodo di almeno un quinquennio; infatti, l'utilizzazione pratica in Italia è limitata ai soggetti che operano all'interno dell'impresa o a suo stretto contatto. Un professionista opera prevalentemente da esterno alla realtà valutata e, dovendo formulare previsioni con il rischio di incorrere in distorsioni valutative, è consigliabile che ricorra ai metodi di flusso basati sull'attualizzazione dei redditi.

5.3 Metodi reddituali

I metodi reddituali hanno la stessa matrice logica di quelli finanziari, dal momento che derivano il valore dell'azienda, in maniera sintetica, dalle prospettive reddituali della stessa.

L'applicazione più diffusa nella prassi valutativa è espressa dalla formula matematico-finanziaria relativa al valore attuale di una rendita perpetua, in cui oggetto di attualizzazione è il "reddito medio futuro atteso".

$$W = \frac{R}{i}$$

dove :

W = valore dell'azienda

R = reddito medio normale atteso

i = tasso di capitalizzazione

La determinazione di tali parametri è effettuata sulla base delle considerazioni che seguono.

Tasso di capitalizzazione.

Il tasso di capitalizzazione da utilizzare ai fini della capitalizzazione illimitata del reddito medio futuro atteso esprime concettualmente la misura del rendimento giudicato soddisfacente da un ipotetico investitore, tenuto conto del grado di rischio correlato all'attività tipica svolta dall'azienda oggetto di valutazione.

Il tasso risulta dalla somma di due componenti:

- la pura remunerazione finanziaria del capitale, espressa come rendimento degli impieghi durevoli a rischio trascurabile;
- il premio per il rischio, la cui entità è in funzione del tipo di investimento considerato.

La determinazione del premio per il rischio è l'elemento essenziale nella determinazione del tasso di capitalizzazione e a tal fine si devono individuare i fattori che possono influenzare negativamente il normale svolgimento dell'attività d'impresa ed i punti di forza dell'azienda oggetto di valutazione che possono limitarne gli effetti.

Reddito medio futuro atteso.

Esistono vari approcci sulle tecniche di previsione del reddito futuro da applicare al numeratore della frazione precedentemente illustrata.

I principali sono:

- viene supposta la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- vengono proiettati i risultati storici nel futuro in funzione del possibile comportamento di alcune variabili (metodo di proiezione dei risultati storici);
- vengono assunti i risultati economici espressi nei budget e nei piani aziendali per definiti periodi

futuri (metodo dei risultati programmati);

- vengono definite nuove condizioni di gestione futura, valutandone le probabili conseguenze in termine di reddito (metodo dell'innovazione).

Altra problematica è relativa alla definizione del reddito, che può essere inteso:

- come reddito contabile, quale risulta dai conti e dai bilanci dell'azienda interessata;
- come reddito normalizzato, ricondotto alla sua effettiva consistenza e competenza (rectius, causalità) in relazione al periodo di riferimento;
- come reddito prelevabile, avendo riguardo a quella parte del reddito prodotto che può essere distribuito senza compromettere le capacità dell'impresa di sopravvivere.

Accanto alla formula $W = R/i$ ne sono in uso altre, basate sull'attualizzazione di una rendita limitata nel tempo:

$$W = a_n | i R$$

5.4 Metodi misti

Anche i metodi misti hanno, come punto di partenza per la valutazione, il patrimonio, ma, diversamente dai metodi patrimoniali, tengono conto dell'avviamento, grandezza che esprime la situazione economico-produttiva e concorrenziale dell'azienda rispetto agli altri soggetti del settore.

Nella pratica, due sono i metodi più diffusi: il criterio del valore medio e quello fondato sulla valutazione separata dell'avviamento.

Il criterio del valore medio determina il valore del capitale economico (W) con la media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso (R/i).

Il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio tende a fissare il valore dell'azienda sommando al capitale netto rettificato (K) il goodwill, ottenuto attualizzando, ad un tasso (i) e per un certo numero di anni (n), il sovrareddito ($R - i'K$), cioè quella quota di reddito eccedente una remunerazione normale, calcolata al tasso i' , del capitale netto rettificato.

$$W = \frac{(K + \frac{R}{i})}{2}$$

Il metodo della valutazione separata dell'avviamento tende a fissare il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato (K) il goodwill, ottenuto attualizzando, ad un tasso (i) e per un certo numero di anni (n), il sovrareddito (R - i'K), cioè quella quota di reddito eccedente una remunerazione "normale", calcolata al tasso i', del patrimonio netto rettificato.

La formulazione classica del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (Goodwill) presenta varie alternative, fra le quali, quella di gran lunga più diffusa nella pratica professionale, si basa sulla seguente formula:

$$W = K' + a_{n|i'} (R - i'K')$$

5.5 Metodi basati sulle transazioni comparabili

Un utile approccio di verifica a cui la prassi valutativa tende a fare sempre più sovente ricorso deduce il valore da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo, o comunque rilevanti, dei capitali d'impresa. Tali tecniche, pur non costituendo valutazioni analitiche basate su formule valutative razionalmente elaborate, esprimono i cosiddetti "prezzi probabili" negoziabili per una data impresa con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili.

La prassi valutativa ha sviluppato essenzialmente due tecniche alternative ai fini della determinazione del prezzo probabile le quali hanno come comune denominatore, l'uso dei moltiplicatori di mercato.

Tra questi, il più noto e frequentemente usato, tanto da essere pubblicato giornalmente dagli organi di stampa specializzata per le società quotate nei mercati regolamentati, è il P/E, che usa l'utile netto come misura delle *performances* aziendali.

Un altro moltiplicatore assai diffuso nella pratica è il P/CF, nella cui formulazione il *cash-flow* è

inteso nel senso più restrittivo: somma dei redditi, degli ammortamenti su beni materiali ed immateriali, degli accantonamenti a fondi rischi e per trattamento di fine rapporto. Così inteso, il flusso di cassa, risultando al netto degli oneri di natura finanziaria, deve essere interpretato come flusso di cassa a favore del capitale: è dunque uno strumento utile alla valutazione diretta del capitale di rischio (cd. stime *levered*).

Lo strumento concettuale dei prezzi probabili sta assumendo crescente importanza nelle valutazioni tese alla determinazione del valore delle aziende, certamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o altri criteri tradizionali; significativa la considerazione datane da Kaplan e Ruback in una loro pubblicazione che ne analizza la portata rispetto al *discounted cash flow method*¹: “sebbene il metodo DCF esprima risultati attendibili almeno tanto quanto gli approcci basati sulle comparazioni, noi troviamo che le stime basate sulle comparazioni aggiungano forza di spiegazione alle stime basate sul DCF. Di conseguenza, raccomandiamo di usare le informazioni derivanti da ambedue gli approcci nello stabilire in pratica le conclusioni valutative, laddove siano disponibili valori comparabili”.

Il ricorso a tali criteri empirici di valutazione presuppone però l’esistenza di società comparabili tra quelle di cui sono disponibili le quotazioni correnti presso i mercati regolamentati o comunque oggetto di transazioni significative in tempi recenti.

Tra le metodologie di valutazione empiriche si annoverano inoltre le cosiddette “regole del pollice” (o “*rules of thumb*”). Trattasi di particolari prassi e consuetudini di uso commerciale riscontrate su aziende solitamente di piccola e medio-piccola dimensione. Non si tratta dunque di regole valutative razionali e consolidate, come possono essere i metodi di valutazione tradizionali delle aziende più in uso (per es. metodo patrimoniale, reddituale, finanziario o metodi di mercato), ma di prassi aventi carattere molto particolare sostanzialmente condivise e utilizzate solitamente dagli addetti del settore per valutare esercizi commerciali di diversa natura, come per esempio alberghi, farmacie, alimentari, mercerie, servizi alla persona, studi e ambulatori medici, studi dentistici, ecc.

La codificazione di tali prassi non conferisce a queste una “dignità dottrinale” al pari dei metodi tradizionali precedentemente citati, anche se alcuni eccellenti ed autorevoli autori e siti istituzionali ne hanno certificato l’esistenza e l’utilizzo (cfr. Guatri – Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA 1998). Secondo queste prassi consolidate, il valore dei complessi aziendali viene

¹ Cfr. S.N. KAPLAN – R.S. RUBACK, *The market pricing of cash flow forecast: discounted cash flow vs. the method of “comparables”*, in *Journal of applied corporate finance*, 1996. vs. *the method of “comparables”*, in *Journal of applied corporate finance*, 1996.

determinato in maniera empirica sulla base di alcuni parametri di semplice determinazione, quali tipicamente il fatturato o gli utili netti.

5.6 Scelta dei criteri e delle metodologie di valutazione

Scopo della presente stima è la determinazione del più probabile valore di realizzo dell'azienda di pertinenza del compendio fallimentare di Farmacia Tavernari di Farmacie Farmaca S.p.A. - S.a.s. unitariamente considerata ed in ipotesi di funzionamento, costituita dagli elementi precedentemente descritti.

Al riguardo è opportuno sottolineare che, per giungere ad una valutazione complessiva dell'azienda, i valori determinati in funzione dei parametri assunti a base del presente lavoro sono stati affiancati, per completezza, ai valori dei beni mobili (macchinari, attrezzature, arredi, ecc..) riportati nelle poste patrimoniali consistenti ed esistenti al 31/12/2019.

Sulla base dei dati acquisiti, il sottoscritto ha provveduto a ricalcolare il Risultato Operativo, il quale viene ottenuto scorporando dal conto economico del bilancio le voci che presumibilmente non saranno più presenti in futuro e che, comunque, non rientrano nella gestione caratteristica dell'impresa.

Tenuto conto che per l'ultimo esercizio concluso (2019) è disponibile solamente una situazione contabile provvisoria, lo scrivente ha ritenuto di considerare gli esercizi dal 2015 al 2018.

I dati ottenuti sono esposti nella seguente tabella:

	2018	2017	2016	2015	MEDIA
Totale Valore della Produzione	760.154,23	730.633,77	741.563,44	758.469,32	
Costi per materie prime, sussid., consumo merci	-450.340,18	-553.744,62	-567.218,05	-580.719,92	
Costi per servizi	-34.072,86	-25.517,76	-32.004,19	-28.686,09	
Costi per godimento beni di terzi	-25.592,64	-25.527,84	-26.037,84	-26.042,84	
Costi per il personale	-30.181,59	-21.029,79	-14.581,44	-15.250,77	
Ammortamenti Imm. materiali e immateriali	-21.426,70	-21.158,02	-20.495,66	-20.337,30	
Variazione rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-86.689,62	0,00	0,00	0,00	
Oneri diversi di gestione	-23.119,21	-2.889,19	-813,74	0,00	
Totale Costi Caratteristici	-671.422,80	-649.867,22	-661.150,92	-671.036,92	
RISULTATO OPERATIVO	88.731,43	80.766,55	80.412,52	87.432,40	84.335,73

Dalla tabella si evince che la società opera con una certa redditività.

Tenuto conto delle sue caratteristiche estrinseche ed intrinseche, il sottoscritto ritiene che il valore dell'azienda in esame possa essere stimato mediante l'applicazione delle metodo misto patrimoniale reddituale descritto in dettaglio nel paragrafo 5.4.

6. LA VALUTAZIONE

6.1 Metodo Misto Patrimoniale Reddituale

Data la formula

$$W = K' + a_{n|i'} (R - i K')$$

si ha:

W = Valore d'azienda

K' = Patrimonio netto rettificato

$a_{n|i'}$ = Valore attualizzato della rendita unitaria per n anni al tasso i'

n = Orizzonte temporale

i = Tasso di attualizzazione/tasso ponderato per il rischio

R = Reddito medio prospettico

Ai fini della determinazione del valore d'azienda W è necessario stabilire il valore da attribuire alle suddette singole variabili.

Il Patrimonio netto rettificato

La determinazione del valore di K' (patrimonio netto rettificato) è stata effettuata facendo riferimento ai valori dei beni mobili (macchinari, attrezzature, arredi, ecc..) riportati nelle poste patrimoniali consistenti ed esistenti al 31/12/2019. Tale valore è pari ad € 5.348,00.

Il Reddito medio prospettico

Per la determinazione del reddito medio prospettico, il sottoscritto ritiene opportuno prendere a base

quale reddito medio prospettico la media annuale del risultato operativo, come indicato nella tabella di cui al paragrafo 5.6, decurtato del 27,9%, pari ad € 23.529,67, per tener conto della tassazione Ires (24,00%) ed Irap (3,90%).

Il reddito medio prospettico è pertanto stimato in € 60.806,06.

L'orizzonte temporale di attualizzazione

Altro elemento da stabilire ai fini della valutazione dell'azienda è la presunta vita utile della stessa o, più precisamente, la presumibile durata dei flussi reddituali attesi.

La relativa scelta si basa principalmente sui seguenti elementi: ciclo di vita naturale dell'azienda, grado di rischio dell'attività, costanza dei redditi futuri, settore di appartenenza dell'azienda, ambiente in cui opera l'azienda (concorrenza, flessibilità normativa, influenza delle innovazioni tecnologiche ecc.). Come risaputo, l'attività di farmacia è caratterizzata dal ridotto grado di concorrenza e conseguentemente dal basso grado di rischio dell'attività. L'attività è limitatamente influenzata dalle innovazioni tecnologiche ed il volume dei ricavi è prevalentemente legato alla localizzazione territoriale e alla capacità imprenditoriale del titolare.

Nella prassi professionale, a scopo di semplificazione, la vita utile dell'azienda viene considerata indefinita. Nel caso delle farmacie, viene abitualmente preso come riferimento una durata pari a 20/25 anni, in quanto allineato al ciclo di vita naturale medio del settore. Al termine del ciclo, per mantenere costante il livello dei ricavi è necessario un rinnovamento radicale.

Il sottoscritto considera, nella fattispecie in esame, la durata temporale di **25 anni**.

Il tasso di remunerazione normale del capitale (i') e il tasso di attualizzazione (i)

La scelta del tasso di remunerazione normale del capitale e del tasso di attualizzazione comporta anch'essa elementi soggettivi di valutazione che la stima dell'azienda orienta in funzione di svariati parametri. Oltre agli elementi già indicati in relazione alla determinazione della durata utile dell'azienda, vengono considerati:

- ◆ il rendimento minimo che remunera l'investimento del capitale proprio;
- ◆ il rendimento medio-normale proprio del settore di appartenenza;
- ◆ il rendimento minimo di investimenti alternativi;

- ◆ il rendimento minimo rispetto ad altri rendimenti.

Il tasso di remunerazione normale (i') include sia il rendimento puro privo di rischio, sia il premio per il rischio aziendale e coincide solitamente con il tasso determinato per il metodo di valutazione reddituale.

Il tasso di attualizzazione (i) rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo, ovvero il tasso che permette di determinare i surplus di reddito futuri alla data della valutazione.

Nel caso in esame, come da consolidata dottrina per valutazioni analoghe, il sottoscritto ha ritenuto opportuno determinare un tasso di attualizzazione (i) identico al tasso di remunerazione normale (i'), anche in considerazione del modesto valore del capitale netto.

Per la determinazione dei tassi di riferimento (normale/attualizzazione), il sottoscritto procede generalmente per approssimazione con la seguente sequenza:

- effettua la scelta del tasso di interesse puro privo di rischio;
- stima il premio previsto per il settore di appartenenza dell'azienda e delle condizioni generali di mercato;
- stima il tasso di inflazione al fine di esprimere in termini reali la somma dei due precedenti addendi.

Il tasso di interesse puro privo di rischio è comunemente rappresentato dal rendimento di titoli di stato a medio e lungo termine. Nel caso in esame il sottoscritto, in armonia con la scelta della durata utile dell'azienda, ha ritenuto opportuno adottare il tasso di rendimento medio dei titoli pubblici a reddito fisso con scadenza superiore a 20 anni e 7 mesi (periodo gennaio – dicembre 2019) pari al 2,8272% (pubblicazione Banca d'Italia), il quale, al netto della ritenuta fiscale del 12,50%, è pari a **2,4738%**.

Il premio per il rischio correlato al tasso di rendimento medio del settore in cui opera l'azienda ed influenzato dalla posizione della stessa in riferimento ai dati di mercato, viene indicato nel **3,25%**, adottando così un profilo prudenziale rispetto alla consolidata dottrina di stima per le farmacie che indica detto valore tra il 3% e il 4%.²

Il sottoscritto infine, per depurare dagli effetti distorsivi dell'inflazione la somma del tasso privo di rischio e il premio per il rischio, ritiene opportuno adottare il tasso normale indicato nel lungo periodo dalla Banca Centrale Europea pari al 2%.

² Fonte: Daniele Balducci "La valutazione dell'azienda" - Edizioni FAG Milano - 2012 - pag. 223

Riepilogando, il tasso effettivo applicato, normale e di attualizzazione, risulta determinato come segue:

tasso di interesse privo di rischio	2,4738%
premio di rischio	3,2500%
tasso di inflazione	2,0000%

Se al tasso di interesse privo di rischio si somma il premio per il rischio e si sottrae il tasso di inflazione si perviene al seguente valore: $i = i' \approx 3,7238\%$, che si arrotonda a **3,50%**

A questo punto data la formula:

$$W = K' + a_{n|i'} (R - i K')$$

$$\text{Pertanto } W = 5.347,83 + a_{25|0,035} (60.806,06 - 3,50\% \times 5.347,83)$$

Il sottoscritto stimatore, in base ai metodi di valutazione al quale si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra esposte stima l'azienda in un valore complessivo pari ad € 1.004.437,96 che si arrotonda ad € **1.005.000,00**

6.2 Metodi di controllo

Come già ricordato, la valutazione di un'azienda comporta una serie di variabili e di scelte che inducono prudentemente l'operatore, come nel caso in esame, a verificare il risultato ottenuto col confronto di altri metodi, particolarmente in uso per la valutazione di aziende appartenenti al settore in cui opera la farmacia in esame.

Il metodo reddituale

Come già esposto, il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi, riproducibili nel futuro. Il valore del capitale economico (W), stimato sul piano quantitativo come funzione del reddito atteso (R), rappresenta il valore dell'azienda nella sua globalità, includendo tutte le componenti patrimoniali, tangibili e intangibili.

Il sottoscritto, impiegando i medesimi dati dedotti ed illustrati in precedenza, in quanto ritenuti omogenei, determina il valore del capitale economico (W) dell'azienda servendosi della seguente formula, espressione del metodo reddituale:

$$W = R * a n^{-i}$$

Ricordati i seguenti parametri:

R = reddito medio normalizzato prospettico: Euro 60.806,06

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito: n. 25

i = tasso di attualizzazione: 3,50%.

$a n^{-i}$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i: 16,4815

risulta che il valore del capitale economico dell'azienda, W, è pari ad Euro 1.002.175,04 arrotondato ad **Euro 1.003.000**. Detto importo risulta in linea a quello determinato con il metodo misto patrimoniale reddituale. Il successivo metodo empirico perciò avrà lo scopo di indicare il valore maggiormente corretto.

Il metodo empirico

Questo metodo, peraltro adottato dalla stessa Amministrazione Finanziaria nell'accertamento del valore delle farmacie, necessita di qualche commento specifico.

Preliminarmente si osserva che la base sulla quale applicare il coefficiente è generalmente riferita ai ricavi, intesi quale valore della cifra d'affari annua così come risulta dalle scritture contabili ovvero da altre fonti di comprovata sicurezza. In verità, si è verificato il caso, peraltro molto raro, che alcune transazioni siano state operate sulla base dei corrispettivi IVA (quindi al lordo dell'imposta) ma questo metodo è, di fatto, quasi mai adottato a causa dei grossolani errori metodologici che esso comporta, riconducibili, da un lato, alle differenze, talvolta sensibili, tra corrispettivi e ricavi e dall'altra perché considera un'imposta quale oggetto della transazione.

Per quanto concerne l'anno di riferimento, viene considerato abitualmente quello dell'ultimo esercizio ovvero quello corrente nel caso in cui il volume dei ricavi sia determinabile con attendibile approssimazione.

Nel caso in esame, tenuto conto che per l'ultimo esercizio concluso (2019) è disponibile solamente

una situazione contabile provvisoria, lo scrivente ha ritenuto di considerare la media dei ricavi delle vendite degli esercizi dal 2015 al 2018, pari ad €655.597, a cui applicare il moltiplicatore di stima.

Per quanto concerne la scelta del moltiplicatore, tradizionalmente, detto coefficiente veniva determinato in relazione all'ubicazione della farmacia, al rapporto tra vendite mutualistiche e vendite libere, alle tipologie dei prodotti offerti, alla vicinanza di ambulatori medici, et similia.

Nella regione Emilia Romagna, il moltiplicatore del volume d'affari oscilla attualmente tra il 100% e il 200%, in relazione alle differenti tipologie dell'esercizio oggetto della transazione.

Nel caso in esame, esistono elementi che inducono alla cautela nella valutazione dell'azienda, pertanto il sottoscritto ritiene ragionevole il coefficiente del 150%.

Ricordato che il valore globale (W) dell'azienda si ottiene secondo la seguente formula:

$$W = V.A.*C$$

Pertanto si avrà:

V.A. = Volume d'affari base: Euro 655.597,40;

risulta che il valore dell'azienda (W) è di Euro 983.396,10 arrotondato ad Euro 984.000.

6.3 Conclusioni

Vengono riassunte, nel seguente prospetto, le valutazioni operate col metodo di stima adottato, messo a confronto con gli altri ritenuti idonei per controllare i risultati ottenuti.

Metodo di stima	Valore in euro
Misto patrimoniale reddituale	1.005.000
Reddituale	1.003.000
Empirico	984.000

Sulla base degli elementi esposti, si ritiene di determinare il valore dell'azienda nell'importo arrotondato ad Euro 1.000.000,00 (unmilione/00).

* * *

Con i risultati sopra riportati lo scrivente ritiene concluso l'incarico conferito e ringrazia per la fiducia accordatagli.

Si rimane a disposizione per ogni ulteriore integrazione e chiarimenti.

Con osservanza.

Bologna, 13/10/2020

Lo Stimatore
Dott. Francesco Pavan