

**RELAZIONE
DI PERIZIA DI STIMA**

**PER LA DETERMINAZIONE
DEL VALORE ECONOMICO
DELLA FARMACIA COMUNALE
DEL COMUNE DI MORESCO**

Dott.ssa Martina Rabbia

PREMESSA

La delibera di Consiglio Comunale n. 18 del 06/05/2016 del Comune di Moresco, stabiliva di procedere tramite l'affidamento in concessione a favore di Terzi individuati attraverso l'espletamento di gara ad evidenza pubblica, per la gestione della farmacia comunale di Moresco, la cui attuale gestione è in scadenza, e si demandava alla Giunta ed al Responsabile del Servizio l'espletamento di tutti gli adempimenti necessari al procedimento di cui sopra;

La delibera suddetta riconfermava l'allegato contenente i "Contenuti Minimi Carta dei Servizi farmacia Comunale di Moresco" approvato con deliberazione consiliare n. 31/2010 e 40/2010;

Al fine di consentire al Comune di operare una scelta idonea nonché di disporre dei dati necessari per determinare gli aspetti economici della concessione, è stato affidato al sottoscritto professionista, un incarico, tramite la determinazione dell' Area Finanziaria n. 8 del 20/04/2016, avente il fine di condurre una analisi della normativa e delle problematiche del settore farmaceutico nonché una stima in merito alla redditività della farmacia comunale di Moresco il quale ha elaborato un documento, avente oggetto "Relazione di stima del patrimonio netto della Farmacia Comunale di Moresco", allegato alla presente, quale parte integrante e sostanziale.

FINALITA' ED OGGETTO DELLA PRESENTE VALUTAZIONE

Scopo della presente relazione è quello di individuare il valore economico della farmacia, e successivamente di determinare un canone di concessione che, in base al tempo di durata della concessione stessa, risulti sufficiente a garantire un idoneo investimento di risorse umane e finanziarie;

NATURA ED OGGETTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto professionista, Dott.ssa Martina Rabbia con studio in Macerata Via Velluti n. 100, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Macerata e Camerino al n. 1/B, ha ricevuto l'incarico dalla Amministrazione Comunale del Comune di Moresco, con determina del Responsabile del Servizio Finanziario in data 20/04/2016, di effettuare una perizia di stima del valore economico della farmacia comunale di Moresco per i motivi sopra esposti.

Per lo svolgimento del proprio incarico il sottoscritto si è avvalso della documentazione messa a disposizione dal Comune di Moresco, e da alcune operazioni ritraibili in operazioni della stessa natura avvenute recentemente nel settore di riferimento.

Per quanto riguarda i dati contabili sono stati messi a disposizione dello scrivente i bilanci relativi agli esercizi 2013,2014 ed il dato del fatturato 2015. (All. 1)

Non si garantisce pertanto l'imparzialità, precisione, completezza o correttezza delle suddette informazioni.

Il contenuto del presente documento va interpretato come stima indicativa di valori aziendali, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati ed applicati nella fattispecie, tenuto conto delle tecniche e delle metodologie più utilizzate per la valutazione di aziende aventi le stesse caratteristiche di quella oggetto di tale analisi.

CRITERI DI VALUTAZIONE

Ricordiamo brevemente che i metodi di valutazione di un'azienda possono essere distinti in *Diretti* e *Indiretti*:

- I metodi **Diretti** sono quelli che individuano il valore del capitale dell'impresa sulla base degli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari. Tali metodi presentano inconvenienti (vale a dire, debolezze legate all'inefficienza dei mercati e alla problematica della diffusione dei valori aziendali) e limiti riconducibili sostanzialmente al fatto che il trasferimento di un complesso aziendale rappresenta un evento economico a se stante.
- I metodi **Indiretti** sono quelli che impostano la determinazione del valore del capitale dell'impresa sui tipici provvedimenti di stima che fanno riferimento a valori flusso, a valori stock o a valori potenziali, cioè al reddito medio prospettico, alla consistenza patrimoniale o ai flussi finanziari levered e unlevered. I vantaggi e i limiti di tali metodi possono essere riassunti in uno schema; vedere *Quadro riassuntivo 1.1 "Principali caratteristiche dei metodi Indiretti di valutazione"*.

Quadro riassuntivo 1.1 "Principali caratteristiche dei metodi Indiretti di valutazione"

	Vantaggi	Limiti
Metodo Patrimoniale	-valutazione dei valori oggettivi del capitale -bassa incidenza delle ipotesi soggettive -basso grado di incertezza -buona attendibilità complessiva -notevole diffusione professionale nel caso di aziende immobilizzate -facilità di applicazione -garanzie di cautela e prudenza	-scindibilità degli elementi dell'azienda -assenza di dati di valutazione reddituale -metodo orientativo -staticità della valutazione -inadattabilità ad aziende con basso capitale fisso

Metodo Reddituale	<ul style="list-style-type: none"> -valutazione capacità reddituale -linearità teorica -contenuta incidenza delle ipotesi soggettive -basso grado di incertezza -discreta attendibilità complessiva -buona diffusione professionale -unitarietà della valutazione 	<ul style="list-style-type: none"> -assenza dei dati di valutazione del capitale -eccessivo valore attribuito all'avviamento -non applicabilità alle aziende con alto grado di patrimonializzazione -marginè di errore possibile nell'applicazione del tasso e nella stima del reddito da capitalizzare -mancata evidenziazione delle riserve latenti -ipotesi di stabilità e di rigidità del mercato e dei redditi
Metodo Finanziario	<ul style="list-style-type: none"> -valutazione di flussi di cassa attesi -natura monetaria del reddito -metodo teoricamente rigoroso ed evoluto -valutazione dinamica della gestione -valutazione del capitale umano e del management 	<ul style="list-style-type: none"> -assenza dei dati di valutazione del capitale -elevata presenza di ipotesi soggettive -scarsa credibilità globale -scarsa diffusione professionale -alto grado di incertezza -non applicabilità alle aziende con scarsa movimentazione monetaria ed elevata patrimonializzazione dell'attivo -difficoltà di applicazione
Metodo Misto con stima autonoma dell'Avviamento	<ul style="list-style-type: none"> -valutazione autonoma dell'avviamento -basso grado di incertezza -notevole diffusione professionale -valutazione di valori oggettivi -considerazione della diversità di rischio (cioè diversità dei tassi applicati nella formula) 	<ul style="list-style-type: none"> -marginè di errore possibile nell'approssimazione dei tassi e nella stima del sovrareddito -possibilità di errore del risultato per approssimazione dei tassi e per la stima dei valori

I metodi di valutazione elaborati dalla dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, in quanto, nel concreto, ciascun metodo di valutazione presenta una diversa "intensità" di tali requisiti, potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito. Da ciò discende l'esigenza di ricorrere all'impiego di più metodi di valutazione, al fine di mediare i risultati ottenuti e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo. In sede di applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda. Un'altra variabile che deve essere necessariamente considerata in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione di azienda è effettuata. Infine è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera e, presumibilmente opererà. In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori, i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connesso al patrimonio aziendale vero e proprio e alla capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (V) corrisponde pertanto al valore del patrimonio netto rettificato (K') a valori correnti. Tale metodo che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione:

- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali si distingue tra metodi semplici e complessi; tra i primi sono considerati ai fini della valutazione, oltre i beni materiali, tra cui crediti e liquidità, i soli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo, tra i quali il marchio, i brevetti industriali etcc..; nei secondi vengono inclusi nella valutazione anche altri beni immateriali, compresi quelli per i quali non è consentita l'iscrizione in bilancio.

Il metodo patrimoniale, inteso come valore-stock, non costituisce, salvo in particolari situazioni, un metodo di valutazione delle aziende in sé ragionabile ed accettabile. Tuttavia le informazioni sul patrimonio risulta un importante elemento di integrazione che in vari modi concorre alla determinazione delle valutazioni vere e proprie.

METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa è fondamentale nel caso di strutture aziendali "leggere", e risulta indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

Tale metodo fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R). Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita ovvero limitata nel tempo.

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i) determinati in base alla seguente formula

$$W=R/i$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) corrisponde al valore attuale calcolato per il tempo (n) ed al tasso (i) di una rendita temporanea di rata costante (R), determinato sulla base in base alla seguente formula

$$W= R a_{n| i}$$

dove

R = reddito medio normalizzato prospettico;

I = tasso di attualizzazione

n = numero di anni per i quali viene capitalizzato il reddito medio normalizzato prospettico.

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, quello cioè idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, vale a dire quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, in regime di normalità, ossia senza tener conto delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta ad esempio che nella configurazione del reddito rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio. Il reddito medio normale è calcolato infatti con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento, per così dire, "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze, minusvalenze etc.); lo stesso inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. In conclusione dunque, il risultato contabile per assumere la configurazione di risultato economico, deve essere rettificato con una serie di interventi riconducibile ai seguenti processi:

- processo di normalizzazione;
- processo di integrazione, per considerare nel risultato la dinamica di beni immateriali o altri valori non espressi contabilmente;

- in presenza di inflazione, processo di allineamento atto ad eliminare i suoi effetti distorsivi e trasformare il reddito nominale in reddito reale.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione al rischio sopportato. In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenze non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurata all'intensità del rischio generale di impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione. Situazione socio-politica del paese etc...;
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore etc...;
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti etc....

Il metodo reddituale, pur nella considerazione dei limiti sopra esposti, risulta indispensabile per integrare e confrontare le stime effettuate con altri metodi che danno maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

METODI FINANZIARI

In base ai metodi finanziari il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa che sarà in grado di generare in futuro. Pertanto, la valutazione dell'azienda è basata sui seguenti parametri: struttura temporale e consistenza dei ritorni sul capitale che scaturiscono dall'investimento nell'impresa; rischio legato a tale investimento rispetto ad altre forme alternative di impiego del capitale.

Per quanto riguarda il primo aspetto, è necessario sottolineare come i metodi finanziari possano essere correttamente applicati principalmente ad aziende con flussi di cassa normalmente positivi, stimabili con sufficiente attendibilità e per le quali è possibile disporre di una stima del rischio nel determinare il tasso di attualizzazione. Tanto più l'azienda oggetto di valutazione si discosta da tali requisiti, tanto più questi metodi di valutazione si rivelano di difficile applicazione. Un altro parametro da tenere in considerazione nelle valutazioni operate con i metodi finanziari, e cioè il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa che ci si attende che l'azienda genererà in futuro, è strettamente collegato alla natura dei flussi di cassa attesi: infatti, quanto maggiore è la variabilità dei flussi di cassa, tanto maggiore deve essere il tasso di attualizzazione da applicare. Esistono diverse metodologie valutative appartenenti alla categoria dei metodi finanziari; un di esse è quella dei flussi monetari complessivi disponibili, che a sua volta trova due diverse applicazioni:

- metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'investitore, che consiste nel valutare esclusivamente il patrimonio netto dell'azienda;
- metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa, che considera invece la valutazione dell'intera impresa nel suo complesso e quindi oltre al capitale di rischio anche i diritti degli altri portatori di interessi.

Sebbene entrambi i metodi consistano in una attualizzazione dei flussi di cassa attesi e conducano a stime tra loro compatibili, i flussi di cassa e i relativi tassi di attualizzazione sono diversi.

Metodo dei flussi monetari disponibili per l'investitore

Questo metodo consiste nell'attualizzare i flussi di cassa attesi, cioè i flussi di cassa che rimangono a disposizione dopo aver effettuato tutte le spese (imposte, interessi) al tasso di rendimento richiesto dagli investitori, secondo la seguente formula

$$Wf = \sum cft / (1+ke)^t$$

dove

Cft= è il flusso di cassa disponibile per l'investitore al netto delle spese per il pagamento delle imposte, del rimborso dei debiti e del pagamento degli interessi;

ke= è il tasso di rendimento richiesto dall'investitore

Il tasso di attualizzazione previsto dalla formula differisce da quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale; in questo caso infatti, si fa riferimento alla sommatoria tra il rendimento delle attività prive di rischio ed il premio per il rischio, che è più elevato rispetto a quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale in quanto i flussi di cassa hanno probabilità di manifestarsi ancora più aleatorie rispetto al reddito. Relativamente al tempo è opportuno fare riferimento ad un periodo piuttosto limitato data la difficoltà di disporre di previsioni finanziarie a medio/lungo termine.

Il flusso monetario disponibile si determina nel seguente modo:

Fatturato (+)

Costi operativi (-)

imposte sul reddito (-)

= **Reddito operativo netto**

ammortamenti (+)

= **Flusso di capitale circolante generato dalla gestione corrente**

Impieghi di capitale circolante (+)

= **Flusso monetario generato dalla gestione corrente**

investimenti fissi (+)

= **Flusso monetario generato dalla gestione operativa**

Variazione dei fondi (+)

Rimborso o accensione mutui (+)

Prestiti bancari (+)

= **Flusso monetario complessivo disponibile**

Metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa

Tale metodo prende in considerazione i seguenti parametri:

- il valore dell'investimento netto;
- i flussi di cassa attesi anno per anno;
- il periodo temporale di previsione analitica dei flussi di cassa;
- il coefficiente di attualizzazione determinato in base al costo medio ponderato del capitale;

- il valore finale dell'investimento (terminal value);

- il valore attuale dei debiti finanziari

METODO MISTO PATRIMONIALE E REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DEL L 'AVVIAMENTO (GODWILL)

Tale metodo prevede in concreto la determinazione del valore del patrimonio netto dell'impresa mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (GODWILL) o in diminuzione (BADWILL) il predetto valore patrimoniale. L'avviamento rappresenta in sostanza la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore, o minore, rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata è la seguente:

$$W = K + (R - iK) a_n i'$$

dove:

W= valore del capitale economico

K= valore patrimoniale

i= tasso di remunerazione normale del capitale

R= reddito medio normalizzato prospettico

a= fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i'

n= numero di anni per i quali viene stimato il sovra-reddito

i'= tasso di attualizzazione

In alternativa, in applicazione del metodo della capitalizzazione illimitata del sovra-reddito, l'avviamento può essere calcolato come rendita temporalmente illimitata del profitto, inteso come maggior rendimento ritraibile rispetto ad una remunerazione normale del patrimonio aziendale. Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi ed i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima potrà pertanto riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

METODI EMPIRICI

I metodi empirici di stima delle aziende, specie di medie e piccole dimensioni, sono tenuti in forte considerazione da coloro che operano nello specifico ramo di attività dell'azienda sottoposta a valutazione. Tali metodi sono spesso estremamente semplici e derivano direttamente dal mercato, esprimendo di conseguenza un'indicazione abbastanza precisa della domanda e dell'offerta di aziende in un determinato settore.

Spesso i predetti metodi si presentano sotto forma di multipli di alcune variabili, tra cui ad esempio il **fatturato**, piuttosto che il profitto, ovvero elementi tipici esclusivamente del settore di riferimento.

Trattandosi nella maggior parte di metodologie semplici, non razionali e prive di riconoscimento formale da parte degli esperti e della teoria, per una loro corretta ed applicazione è preferibile il loro utilizzo all'interno di un altro metodo valutativo classico, unanimemente riconosciuto, al fine di aumentarne l'affidabilità.

SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

IL MOLTIPLICATORE DEI RICAVI PONDERATO CON IL REDDITO NORMALIZZATO

Come i metodi reddituali e quelli finanziari anche il metodo in questione si basa, per la valutazione del capitale economico, su una grandezza di riferimento consistente in un flusso, e precisamente il **VOLUME dei RICAVI** (considerato equivalente nella prassi al fatturato).

Il valore dell'azienda viene ottenuto moltiplicando il flusso di riferimento per un parametro determinato in conformità a medie di settore e di mercato. Il procedimento è in realtà concettualmente del tutto analogo alla stima reddituale, di cui rappresenta una semplificazione, consistente precisamente in una contrazione e una sintesi procedurale: il valore economico dell'azienda, ovvero il valore del flusso prospettico di redditi attualizzati, viene espresso , anziché in funzione del reddito, in funzione del volume di ricavi, mediante un parametro che rappresenti, per il settore di appartenenza dell'azienda, un'attendibile stima della redditività delle vendite e del tasso di attualizzazione dei redditi attesi. Il metodo del moltiplicatore costituisce dunque una variante del metodo reddituale, di cui rappresenta in buona sostanza, una metodologia di calcolo sintetica.

I vantaggi rispetto al metodo reddituale ed anche a quello finanziario, sono tuttavia rilevanti, in quanto il volume prospettico dei ricavi costituisce una grandezza-flusso:

- stimabile in modo più oggettivo ed accurato del reddito prospettico, ed ancor più ai flussi finanziari attesi;
- spesso disponibile anche nel caso in cui non si disponga di dati attendibili sul reddito o sui flussi di cassa.

- Il metodo del moltiplicatore dei ricavi consente perciò di effettuare una valutazione attendibile del capitale economico anche quando non sussistono le condizioni per l'impiego di metodi di attualizzazione dei flussi prospettici reddituali o finanziari.

Nella pratica l'assunzione di valori del moltiplicatore calcolati in base a medie di settore piuttosto che con riferimento all'azienda oggetto di valutazione, costituisce il limite concettuale del metodo.

Il suo corretto utilizzo richiede dunque un preliminare adattamento da adoperare caso per caso e consistente:

- Nell'apprezzamento della differenza tra il ROS (return on sales) rilevato per le aziende del settore e del mercato e il ROS rilevato per la specifica azienda oggetto di valutazione;
- Nell'apprezzamento della differenza tra la rischiosità rilevata per le aziende del settore e del mercato e la rischiosità rilevata per la specifica azienda oggetto di valutazione;
- Nella quantificazione di tali differenze;
- Nella conseguente variazione del moltiplicatore stesso.

La variazione sarà:

- Aumentativa in presenza di più elevata redditività delle vendite e minore rischiosità della specifica azienda rispetto al settore e al mercato di riferimento;
- Diminutiva nel caso opposto (minore redditività delle vendite e maggiore rischiosità dell'azienda);

- Aumentativa, diminutiva o nulla in presenza di redditività delle vendite e tasso di rischio dell'azienda ambedue maggiori o minori rispetto ai corrispondenti parametri di settore e di mercato, in rapporto all'ampiezza relativa delle due differenze.

Così applicato il metodo del moltiplicatore dei ricavi appare in grado di superare le criticità rilevate con riferimento agli altri metodi di valutazione più sopra tratteggiati. Deve pertanto ritenersi idoneo per la valutazione qui richiesta, e sarà utilizzato con le precisazioni di seguito indicate.

Lo scrivente professionista ritiene infatti opportuno ponderare il risultato ottenuto con il metodo del moltiplicatore mediante una ulteriore valutazione, ottenuta tramite l'attualizzazione, per gli anni di durata della concessione di servizio, del reddito medio normalizzato attribuibile alla farmacia.

Tale reddito non costituisce una stima del reddito prospettico ragionevolmente atteso nelle mutate condizioni di gestione, che come già ricordato, appare di problematica determinazione. Esso rappresenta piuttosto una attendibile valutazione del reddito medio normalizzato standard (con la media calcolata sugli esercizi 2013 e 2014), ovvero del reddito ordinariamente ricavabile dalla gestione tipica della farmacia (reddito operativo) nell'attuale assetto gestionale ed in condizioni operative standard. Eliminando cioè le oscillazioni delle componenti reddituali tipiche indotte da variazioni temporanee o eccezionali, ridefinendo il livello standard delle componenti reddituali in rapporto alle condizioni di operatività e al livello delle vendite e prestazioni effettuate, e stornando gli elementi di reddito di pertinenza della gestione straordinaria, finanziaria e fiscale.

In coerenza con la scelta del metodo di valutazione, in considerazione della preminenza da assegnare al volume dei ricavi nel risultato finale, tenuto conto che la ponderazione ha

l'obiettivo di apprezzare gli elementi di criticità e non di abbattere drasticamente un valore economico comunque sussistente e fondato essenzialmente sulla capacità dell'impresa di attrarre domanda in misura almeno pari a quella attuale, si ritiene di assegnare nella ponderazione:

- Il peso dell'80% al valore economico ottenuto mediante il metodo del moltiplicatore dei ricavi;
- Il peso del 20% al fattore di rettifica ottenuto dall'attualizzazione del reddito operativo medio normalizzato.

La valutazione economica della Farmacia verrà pertanto calcolata come media

- 1) l'80% del valore ottenuto mediante il metodo del moltiplicatore dei ricavi;
- 2) il 20% del valore ottenuto dall'attualizzazione, per il numero di anni della concessione in gestione della farmacia, del reddito medio normalizzato ricavabile dalla gestione tipica della farmacia nell'attuale assetto gestionale ed in condizioni operative standard.

Successivamente si provvederà a determinare il canone annuo di concessione, mediante il calcolo di un flusso finanziario di durata corrispondente al periodo di durata della concessione e di valore attuale pari al valore economico come sopra determinato.

DETERMINAZIONE DEL MOLTIPLICATORE DEI RICAVI E DEL CONSEGUENTE VALORE ECONOMICO

Il moltiplicatore dei ricavi utilizzato nella pratica professionale e aziendale per la valutazione delle farmacie, calcolato sulla base della redditività delle vendite e della rischiosità dell'investimento mediamente riferibili al settore, si colloca attualmente nell'intervallo 0,8 – 1,5, ed è dunque pari mediamente a 1,15.

Esso ha subito negli ultimi anni una significativa riduzione per i seguenti principale motivi:

- Della generalizzata e perdurante situazione di crisi economica e finanziaria e della conseguente pesante riduzione dei redditi e della capacità di spesa delle famiglie e delle pubbliche amministrazioni;
- Dei provvedimenti di liberalizzazione che hanno interessato e interessano il settore, i quali riducono il grado di protezione del mercato e ampliano l'offerta;
- Della riduzione dei margini di redditività, e del connesso aumento degli oneri finanziari, conseguente alla contrazione dei margini della distribuzione;
- Della riduzione dei margini di redditività conseguente all'aumento degli sconti obbligatori a favore del SSN.

Tale valore medio potrebbe essere rettificato in quanto l'attuale volume per addetto (€ 224.524,00) appare sottodimensionato rispetto ai parametri di settore, che si collocano intorno ai 350/400 mila euro. E' dunque ragionevole ritenere che vi siano, a parità di costi fissi, margini di incremento dei ricavi, e che dunque il valore utilizzato nel calcolo possa sottostimare le potenzialità reddituali dell'impresa, ma in considerazione della attuale pianta organica delle farmacie del Comune di Moresco, unitamente alle normative sulla liberalizzazione, potrebbe rappresentare un fattore di potenziale riduzione del mercato e dei ricavi. Come noto il **decreto Monti prevede la vendita di farmaci di fascia C anche a strutture come ipermercati, parafarmacie ed altri istituti nella quale lavori un farmacista laureato. I farmaci di fascia C sono farmaci che necessitano una ricetta medica ma non sono rimborsati dal Servizio Sanitario Nazionale (Il medico mi prescrive un medicinale per me necessario però me lo devo pagare da solo)**. Nel decreto Monti oltre alla liberalizzazione di questi farmaci è prevista anche l'aumento del numero delle farmacie del 45%, infatti il numero delle farmacie e conseguentemente i posti di lavoro, sono decisi dallo Stato. Il decreto Monti prevede anche l'allargamento del numero di farmaci senza obbligo di ricetta(SOP) che quindi possono essere venduti nelle

parafarmacie diminuendo il monopolio delle farmacie ed abbassando i costi per questi farmaci.

Per i motivi sopra esposti lo scrivente professionista ritiene di lasciare inalterato l'indice del moltiplicatore medio nella misura di 1,15.

Pertanto, considerato il volume di affari 2015 che risulta pari a 224.524,00, il valore economico della farmacia, provvisoriamente ottenuto mediante il metodo del moltiplicatore dei ricavi come sopra descritto e implementato, è pari ad €

$$224.524,00 * 1,15 * 80\% = 206.526,00$$

Come sopra indicato, la valutazione economica della farmacia sarà calcolata come media tra il valore ottenuto dal moltiplicatore dei ricavi e quello ottenuto attualizzando il reddito medio normalizzato.

Le fasi operative della procedura possono essere così schematizzate:

- attualizzazione dei valori contabili secondo i coefficienti di rivalutazione monetaria pubblicati dall'Istat;
- determinazione dei valori contabili medi rivalutati degli due anni di attività (2013/2014);
- stima del conto economico ipotetico futuro.

Per semplicità di calcolo, ed in considerazione della comunque modesta dimensione aziendale, ove nella struttura del conto profitti e perdite non appaiono tra i costi voci di rilevante attenzione, non essendo presenti costi relativi ad ammortamenti di beni immateriali, e dove il costo per ammortamenti di beni materiali risulta di modesta entità, lo scrivente professionista assume quale conto economico normalizzato quello relativo all'ultimo esercizio (2014).

Quale tasso di attualizzazione si impiegherà:

- il rendimento delle attività finanziarie prive di rischio rilevato alla data più recente;
- aumentato di una percentuale espressiva della maggiore rischiosità aziendale.

Quanto al primo addendo, si assume il rendimento medio ponderato dei titoli di stato, pubblicato periodicamente dalla Banca d'Italia (rendistato) riferito ad aprile 2016, pari al 0,872, (All.2) opportunamente rettificato in considerazione della tassazione (12,5%) e della inflazione 1,0 (indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività). (All.3)

Si avrà pertanto:

rendimento lordo dei titoli di Stato	0,872
tassazione del 12,5%	<u>0,109-</u>
rendimento netto	0,763
tasso di inflazione 1%	<u>0,007</u>
rendimento netto deflazionato	0,756

Quanto al premio per il rischio, per la sua stima, si è proceduto come segue:

si è assunto inizialmente l'equity risk premium, il premio al rischio del capitale proprio, così come stimato da Mediobanca nell'indagine condotta sulle imprese e sui mercati, stimato nella misura del 5,5%:

Si è poi provveduto a rettificare tale indice in quanto lo stesso si riferisce ad aziende di medie e grandi dimensioni, mentre la nostra valutazione si riferisce ad aziende di piccole dimensioni; va inoltre preso in considerazione la specificità del settore.

Il calcolo ha preso quindi in considerazione la struttura dei costi aziendali raggruppandoli in due categorie, costi fissi e costi variabili, e l'indice scaturente dal rapporto tra le due classi, che chiameremo **K**

Tale indice esprime la rigidità della gestione aziendale a fronte della variabilità di mercato e di ambiente, e può pertanto considerarsi espressivo del rischio operativo specifico della gestione aziendale.

$$K \text{ farmacia} = CF/CV = 0,24$$

$$K \text{ mediobanca} = CF/CV = 0,156$$

$$K \text{ farmacia} / K \text{ mediobanca} = 0,24/0,156 = 1,54$$

Da quanto sopra, l'equity risk premium riferibile al rischio operativo della farmacia, come sopra calcolato, assume in prima approssimazione il valo:

$$K * 5,5\% = 8,5$$

Si è successivamente considerato l'indicatore di rischiosità finanziaria rappresentato dal tasso di default registrato nel credito alle imprese per il settore del commercio al dettaglio, rilevato dalla CRIF SPA. Nello specifico, a marzo 2015 il **tasso di default a 90 giorni** (ovvero l'indice di rischio di credito di tipo dinamico che misura le nuove sofferenze e i ritardi di 6 o più rate nell'ultimo anno di rilevazione) del **credito al dettaglio** considerato nel suo complesso (mutui immobiliari e credito al consumo) sia circa al **6.5%**.

Per quanto sopra la maggiorazione da applicare al rendimento di un investimento risk free in considerazione della minor liquidabilità dell'investimento nonché del rischio di mercato e dello specifico settore di azienda, ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione del reddito operativo normalizzato, viene determinata nella percentuale del :

$$K * 6,5\% = 10,01\%$$

Tale indice appare adeguatamente rappresentativo degli elementi di rischiosità generale e particolare evidenziati: dalla generale riduzione della capacità di spesa ai provvedimenti di liberalizzazione attuati o da attuare, alla riduzione dei margini di redditività, all'aumentata difficoltà di ricorso al credito ed alla crescita dei relativi oneri.

Si impiegherà pertanto il tasso di attualizzazione del $(0,756\% + 10,01\%) =$

$$10,767\%.$$

Considerando una rendita costante posticipata per un periodo di anni pari alla concessione al tasso i di 10,767% si ottiene il fattore di attualizzazione pari a **5,04**.

Di conseguenza il valore del risultato operativo normalizzato provvisoriamente ottenuto con il metodo del moltiplicatore dei ricavi, stimando un risultato di esercizio pari ad euro 29.634,00, risulta

$$29.634,00 * 5,04 = 149.355,00$$

Ed il fattore di correzione del valore economico provvisoriamente ottenuto con il metodo del moltiplicatore dei ricavi è pari ad euro:

$$149.355,00 * 20\% = 29.871,00$$

Esso rappresenta il secondo termine della media che si utilizzerà per determinare il valore economico finale.

VALORE ECONOMICO DELLA FARMACIA

Il valore economico della farmacia comunale determinato mediante il procedimento illustrato è pari ad euro

$$206.526,00 + 29.871,00 = \mathbf{236.397,00}$$

DETERMINAZIONE DEL CANONE DI CONCESSIONE

Preso atto che l'Amministrazione Comunale di Moresco ritiene di individuare un tempo di durata della concessione pari a 10 anni rinnovabili per altri 10 (totale 20 anni), con possibilità di alienazione dopo 3 anni, sufficiente quindi a garantire un idoneo investimento di risorse umane e finanziarie unitamente ad una entrata continuativa nel tempo nelle casse comunali, lo scrivente professionista ritiene che il canone di concessione relativo al valore economico della farmacia possa essere articolato in una quota fissa ed una quota variabile rapportata ai ricavi.

Per la quota fissa occorre procedere alla determinazione di un canone di concessione che garantisca, per gli anni di durata della concessione stessa, un flusso di ricavi equivalente, in valore attuale, al valore economico della farmacia.

Come tasso di attualizzazione si utilizza il tasso medio dei titoli di Stato rilevato dalla Banca d'Italia già indicato nelle pagine precedenti, pari a 0,756%.

anno	canone	valore att
0	12.707	12.707
1	12.707	12.595
2	12.707	12.500
3	12.707	12.405
4	12.707	12.312
5	12.707	12.218
6	12.707	12.126
7	12.707	12.034
8	12.707	11.943
9	12.707	11.853
10	12.707	11.764
11	12.707	11.674
12	12.707	11.585
13	12.707	11.498
14	12.707	11.411
15	12.707	11.324
16	12.707	11.239
17	12.707	11.155
18	12.707	11.069
19	12.707	10.985
TOTALE	254.140[*]	236.397

Il canone C è determinato in modo che la sommatoria dei valori attuali, attualizzati per ognuno dei 20 anni, da 0 a 19 al tasso i dello 0,756% mediante la formula

$$VA = C/(1+i)^n$$

risulti pari al valore economico come sopra determinato di euro 236.397,00.

Si procede a scorporare dal canone la quota variabile determinata sulla base dell'1% del fatturato di esercizio, pari ad euro 224.524,00, moltiplicati per il moltiplicatore 1,00 e ponderati all'80%:

$$224.524,00 * 1,00 * 80\% * 1\% = 1.796,00$$

Si ottiene la quota fissa pari ad euro

$$12.707,00 - 1.796,00 = 10.911,00$$

Alla quota fissa va aggiunta la quota variabile calcolata nell'1% dei ricavi conseguiti nell'esercizio 2015, ovvero

$$224.524,00 * 1\% = 2.452,00$$

CANONE DI CONCESSIONE

Si ritiene opportuno articolare il canone di concessione come di seguito evidenziato:

quota fissa	euro	10.911,00
quota variabile	euro	2.452,00
TOTALE	euro	13.363,00

In considerazione che i dati contabili presi a supporto per la determinazione della quota fissa del canone di concessione, si riferiscono all'esercizio 2015, e quindi di natura provvisoria in quanto mancanti di scritture di assestamento e rettifica, lo scrivente professionista, visto anche il rapporto di redditività dell'utile sul fatturato per gli anni 2013 e 2014, che si attesta in media intorno all' 11,5%, ritiene di rettificare prudenzialmente il canone come sopra evidenziato di una percentuale pari al 10%:

Pertanto il canone da considerare sarà pari ad euro

$$13.363,00 * -10\% = \mathbf{12.026,00}$$

CONCLUSIONI

Con la presente relazione il sottoscritto consulente ritiene di aver assolto l'incarico ricevuto e rimane a disposizione della S.V. per ogni chiarimento in merito.

Moresco li 09/05/2016

Dott.ssa  Rabbia