

FARMACIA ARCHIMEDE S.R.L.

Relazione di valutazione d'azienda

al 31 dicembre 2019

Spettabile

FARMACIA ARCHIMEDE S.R.L.

Via Archimede, 20

20129 Milano

Italia

Alla cortese attenzione dell'avv. Giampieretti Maria Grazia, Curatore

Verona, 16 marzo 2020

Egregi Signori,

sulla base dell'incarico conferitoci in data 20 gennaio 2020, il sottoscritto dott. Alberto Cerini (di seguito anche il "Perito"), Codice Fiscale CRNLRT75L21M12F, Partita IVA n. 03440030983, iscritto al registro dei Revisori Legali al n. 164640, ha proceduto alla perimetrazione e successiva valutazione peritale del valore corrente teorico, con riferimento alla data del 31 dicembre 2019, dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l. (di seguito anche l'«azienda farmaceutica», «Farmacia Archimede», la «Farmacia» o la «Società»).

Il nostro lavoro è stato svolto sulla base della documentazione e dei presupposti riportati di seguito:

- ◇ Bilanci relativi agli esercizi 2017, 2018 e 2019 (provvisorio);
- ◇ Visura ordinaria della Farmacia Archimede S.r.l. alla data del 18 febbraio 2020 (Allegato I);

- ◇ Alcune informazioni forniteci dal consulente amministrativo della Società, dott.ssa [REDACTED] [REDACTED] ritenute utili ai fini del compimento del nostro incarico;
- ◇ Altri dati e informazioni forniteci, su nostra richiesta, dal personale della Farmacia Archimede S.r.l.;
- ◇ La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese), all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte del *management* della Farmacia Archimede;
- ◇ Il nostro parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, ecc.);
- ◇ Il lavoro da noi svolto si è basato su dati e informazioni storiche forniteci dal personale della Società. Non abbiamo svolto alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. I dati e le informazioni forniteci rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del *management* della Farmacia Archimede;
- ◇ Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna del rapporto.

Il valore corrente teorico dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l. è stato ottenuto applicando il metodo reddituale della rendita perpetua ed il metodo delle transazioni comparabili di mercato. Tale valore deve essere considerato un valore teorico di riferimento da non confondere con il possibile prezzo di cessione/acquisizione e/o collocamento sul mercato della Farmacia Archimede stessa, che potrà essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.

Tutto ciò premesso, è opinione del sottoscritto Perito che il valore corrente teorico dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l. al 31 dicembre 2019, come dettagliatamente descritto nella presente relazione, sia pari a:

Euro 910.000

* * * * *

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, inviamo distinti saluti.



Dott. Alberto Cerini

INDICE

	Pag.
1. NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO	2
2. INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE	3
3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	5
3.1. Criteri di valutazione	6
3.2. Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione	8
3.3. Documentazione di riferimento	9
3.4. Limiti del lavoro	9
3.5. Data di riferimento della stima	10
4. LA VALUTAZIONE	12
4.1. Metodo reddituale	12
4.2. Metodo dei multipli	14
5. CONCLUSIONI	15

Allegati

- I Visura ordinaria della Farmacia Archimede S.r.l. alla data del 18 febbraio 2020
- II Bilancio al 31 dicembre 2017
- III Bilancio al 31 dicembre 2018
- IV Situazione contabile al 31 dicembre 2019 (non ancora approvata dalla Società)

1. NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO

Sulla base dell'incarico conferitoci in data 20 gennaio 2020, abbiamo proceduto alla valutazione peritale del valore corrente teorico, con riferimento alla data del 31 dicembre 2019, dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l. (di seguito anche l'«azienda farmaceutica», «Farmacia Archimede», la «Farmacia» o la «Società»).

In esecuzione dell'incarico sopra ricordato, pertanto, il sottoscritto Perito dott. Alberto Cerini raccolti i necessari elementi di giudizio ed effettuati, per quanto possibile nei tempi assegnati, i riscontri ritenuti opportuni e possibili in funzione delle informazioni disponibili, espone nel presente documento i risultati della stima del valore corrente teorico dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l., che svolge la propria operatività in Milano, in Via Archimede n. 20.

Il valore corrente teorico di cui sopra, in coerenza con gli assunti della dottrina e della prassi professionale in materia, deve essere considerato nell'accezione di valore corrente teorico dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l., da non confondere con il possibile prezzo di cessione al quale potrà essere ceduta l'azienda medesima. Infatti, il possibile prezzo di cessione/acquisizione e/o di collocamento sul mercato della Farmacia Archimede viene stabilito dalle parti sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.

In particolare, si ricordano, senza pretese di completezza, i seguenti fattori:

- ◇ Specifiche considerazioni svolte da una delle parti contraenti sulle attività della Società;
- ◇ Eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione;
- ◇ Esistenza, per una delle parti contraenti, di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'operazione;
- ◇ Possibili sinergie emergenti, per una delle parti contraenti, dall'eventuale transazione.

CONTO ECONOMICO	Note	2017	2018	2019 (Provvisorio)
Ricavi		1.141.219	910.304	592.284
<i>Ricavi farmaci</i>		<i>931.150</i>	<i>734.160</i>	<i>489.725</i>
<i>Ricavi ASL</i>		<i>210.069</i>	<i>176.144</i>	<i>102.559</i>
Rimanenze		-92.424	-11.955	-30.825
Altri ricavi		37.200	7.582	6.236
<i>Variazione ricavi annua</i>			<i>-20%</i>	<i>-60%</i>
VALORE DELLA PRODUZIONE		1.085.996	905.931	567.695
Acquisto farmaci		-700.003	-605.629	-429.557
TOTALE COSTO MATERIE PRIME		-700.003	-605.629	-429.557
<i>% dei Ricavi</i>		<i>64%</i>	<i>67%</i>	<i>76%</i>
PRIMO MARGINE CONTRIBUZIONE		385.993	300.302	138.138
<i>% dei Ricavi</i>		<i>36%</i>	<i>33%</i>	<i>24%</i>
Altri costi generali		-41.087	-52.123	-13.234
Utenze		-7.248	-7.428	-6.416
Personale	a)	-220.688	-315.369	-131.397
Costi commerciali		-971	-294	-182
Costo per assicurazione		-5.914	-2.339	-2.664
Costo per manutenzione		-6.914	-5.931	-7.192
Costi professionisti		-29.530	-32.409	-16.637
Godimento beni terzi		-89.885	-89.618	-90.800
TOTALE COSTI GENERALI		-402.236	-505.511	-268.520
<i>% dei Ricavi</i>		<i>37%</i>	<i>56%</i>	<i>47%</i>
EBITDA		-16.243	-205.209	-130.383
<i>% dei Ricavi</i>		<i>-1%</i>	<i>-23%</i>	<i>-23%</i>
Accantonamenti e svalutazioni		0	0	0
Ammortamenti	b)	-126.186	-70.941	-31.652
EBIT		-142.429	-276.150	-162.035
<i>% dei Ricavi</i>		<i>13%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>
Proventi/Oneri finanziari	c)	-13.632	-28.754	-26.916
Proventi/Oneri straordinari		-9.575	633	-2.019
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		-165.637	-304.271	-190.970
Imposte e tasse		-2.979	-4.508	0
RISULTATO NETTO		-168.616	-308.779	-190.970
<i>% dei Ricavi</i>		<i>-16%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>

- a) personale: da visura camerale risultano impiegati nel 2017 n. 9 dipendenti in media e nel 2018 n. 6 dipendenti. Oggi i dipendenti impiegati sono n. 4. Inoltre, il costo medio per dipendente nel 2018 è sensibilmente aumentato, così come era stato peraltro già evidenziato nella perizia di trasformazione da snc a srl avvenuta nel 2018;
- b) ammortamento immateriali: negli esercizi 2018 e 2019 non è stato contabilizzato l'ammortamento sull'avviamento determinato in sede di trasformazione in società di capitali, avvenuta nel 2018;
- c) oneri finanziari: il saldo include anche gli interessi passivi di mora per dilazioni a fornitori e gli interessi passivi sulle rateizzazioni dei debiti tributari.

3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

Com'è noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni d'aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori: si fa riferimento, ad esempio, ai Principi Italiani di Valutazione (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), e ai Principi Internazionali di Valutazione (IVS), emanati dall'*International Valuation Standard Council* (IVSC).

I predetti criteri (e metodologie) si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi 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 in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Ciò posto, obiettivo del presente capitolo è la ripresa, per sintesi, dei principali criteri di valutazione del capitale economico dell'azienda al fine di individuare e rappresentare le motivazioni che hanno indotto alla scelta del criterio, e della connessa metodologia, applicati nel caso di specie.

A tal proposito, come ben rappresentato dalla migliore dottrina, i criteri valutativi si fondano sull'analisi dei seguenti elementi:

- il patrimonio;
- i flussi di risultato, reddituale o finanziario;
- il patrimonio e il sovra-reddito (o sotto-reddito);
- le grandezze economiche e finanziarie di soggetti comparabili o derivanti da transazioni comparabili.

Al richiamo dei criteri sopra ricordati, e delle principali metodologie che ne derivano, sono dedicati i paragrafi che seguono.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, riteniamo opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

3.1. CRITERI DI VALUTAZIONE

3.1.1. CRITERI DEL COSTO

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili aventi utilità equivalente.

I criteri del costo sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi patrimoniali. Secondo tali metodologie, il valore è il risultato di una stima, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti alla capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

3.1.2. CRITERI ECONOMICO – FINANZIARI

I criteri economico – finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico – finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

(a) Metodi reddituali

I metodi reddituali ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato). Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio.

Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

(b) Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.

3.1.3. CRITERI DI MERCATO

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo utilizzato in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

(a) Metodi di borsa

i. Metodo dei prezzi di borsa

Il metodo dei prezzi di borsa consiste nel riconoscere ad un'azienda quotata un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici.

ii. Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il ramo d'azienda, o la società, da valutare con società quotate simili.

Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

(b) Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi utilizzati in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili.

Tale metodologia è utilizzata particolarmente per la valutazione di aziende operanti in specifici settori merceologici (quali edicole, licenze commerciali, alberghi, ecc.), il cui valore è determinato in base a parametri ritenuti idonei indici reddituali dell'azienda oggetto di valutazione (indicatori di *performance*, quali fatturato, margine operativo lordo, utile netto, ecc.). Tali indici vengono poi moltiplicati per un multiplo che viene estrapolato dall'osservazione del mercato e dei prezzi correlati ad aziende omogenee per tipo di attività e di settore. Al valore così ottenuto viene poi sottratto l'indebitamento finanziario netto o sommata la posizione finanziaria netta attiva.

3.1.4. CRITERI MISTI

I criteri misti si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione) sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali criteri sono di norma applicati mediante l'utilizzo dei metodi misti patrimoniali – reddituali. Questi determinano il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività, rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale.

3.2. SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE

Una volta affrontate le tematiche di valenza generale afferenti al processo valutativo, ci si è posto il problema della scelta del criterio e del metodo di stima per la determinazione del valore dell'azienda farmaceutica della società Farmacia Archimede S.r.l.

La gestione delle farmacie, in particolare, è assoggettata dalla legislazione nazionale ad un regime estremamente rigido. A tutela dell'interesse pubblico e della salute dei cittadini, la libera manifestazione di imprenditoria privata è infatti sottoposta a vincoli pubblicistici di concessione amministrativa, oltre che a quelli imposti dagli ordini professionali. Nonostante i recenti interventi legislativi, l'autorizzazione ad aprire una farmacia, sempre a tutela della pubblica salute e della capillare distribuzione dei farmaci, è ancora oggi rigidamente regolamentata tramite la definizione di una pianta organica in rapporto alla popolazione residente in ogni singolo Comune. Si può ben capire, dunque, soprattutto alla luce della recente possibilità apertasi anche a grandi gruppi di poter operare nel *business* di riferimento, come l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, essendo cedibile a titolo oneroso, goda ovviamente di un notevole valore commerciale, legato al diritto di privativa su una determinata area geografica con la relativa popolazione ivi residente.

I procedimenti tipici per la valutazione di aziende farmaceutiche si fondano essenzialmente sui seguenti metodi:

- metodo reddituale;
- metodo delle transazioni comparabili di mercato.

Il valore di una farmacia è normalmente determinato dal valore economico che attualmente genera e che si prevede possa generare nel tempo. A tale valore si aggiunge, di norma, il valore delle attrezzature e degli arredi, oltre al valore delle scorte di magazzino.

L'elemento di riferimento principale per la valutazione del valore dell'avviamento di una farmacia risiede soprattutto nella redditività della gestione, ricavabile dal risultato economico. Per gli esercizi farmaceutici, considerato che la marginalità operativa (EBITDA) presenta solitamente un elevato grado di stabilità, la prassi più frequente è quella di attribuire un orizzonte temporale di natura indeterminata, che si concretizza con una rendita perpetua.

In aggiunta al predetto metodo della rendita perpetua, si è anche proceduto all'applicazione della metodologia delle transazioni comparabili di mercato, che è storicamente seguita nei processi di vendita delle farmacie private.

3.3. DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico della Farmacia Archimede, si è utilizzata la seguente documentazione principale:

- ◇ Bilanci relativi agli esercizi 2017 e 2018;
- ◇ Situazione contabile al 31 dicembre 2019 (non ancora approvata dalla Società);
- ◇ Visura ordinaria della Farmacia Archimede S.r.l. alla data del 18 febbraio 2020 (Allegato I);
- ◇ Alcune informazioni forniteci dal consulente amministrativo della Società, dott.ssa [REDACTED] ritenute utili ai fini del compimento del nostro incarico;
- ◇ Altri dati e informazioni forniteci, su nostra richiesta, dal personale della Farmacia Archimede.

3.4. LIMITI DEL LAVORO

Il lavoro svolto si è basato sulla documentazione elencata nel precedente paragrafo 3.3; gli esiti dello stesso, pertanto, tengono conto delle informazioni ivi contenute, nonché dei dati e degli eventuali ulteriori elementi di supporto ritraibili da fonti pubblicate. La stima del capitale economico della Farmacia Archimede è stata condotta

sulla base delle condizioni di contesto macro-economico, settoriale e di mercato riscontrabili alla data di riferimento del presente documento; essa inoltre, ove possibile, è stata effettuata alla luce dei dati di natura previsionale contenuti nella documentazione che si è resa nel concreto disponibile.

La valutazione, inoltre, si fonda sull'ipotesi di continuità operativa della Farmacia Archimede, tenuto conto degli assetti organizzativi attuali e prospettici. Tale valutazione della redditività prospettica della Società è avvenuta unicamente normalizzando, laddove possibile e/o necessario, i risultati storici conseguiti negli esercizi 2017, 2018 e 2019, in quanto ritenuti rappresentativi della redditività prospettica della Farmacia Archimede.

Per quanto sopra, e più in generale, la valutazione non ha tenuto conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, ecc.). Tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo alla stima sono state fornite dalla Società; i parametri di riferimento utilizzati per la stima dei tassi di attualizzazione sono, invece, tratti da fonti pubblicate.

In particolare il Perito, pur avendo adottato le precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna attività di *auditing* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, di conseguenza, la responsabilità dell'organo amministrativo della Farmacia Archimede per qualsiasi errore od omissione concernente il contenuto dei documenti forniti e utilizzati quale supporto tecnico per lo svolgimento del processo di stima del valore economico della stessa.

I valori delle attrezzature e degli arredi, oltre al valore delle scorte di magazzino, sono stati desunti dal bilancio e dal relativo bilancio di verifica al 31 dicembre 2019.

Non è stata effettuata dal Perito alcuna indagine circa i titoli di proprietà dei beni stimati, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi. Non sono state verificate, infine, eventuali autorizzazioni, licenze, concessioni e permessi, nel presupposto che la proprietà fosse in regola con le normative vigenti.

La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese), all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte del *management* della Società.

La valutazione è stata effettuata esclusivamente per i fini sopra descritti ed i risultati esposti, pertanto, non possono essere assunti per finalità diverse da quelle proprie al presente incarico.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono basate sui criteri di valutazione adottati, sulle stime effettuate e sul complesso delle considerazioni in essa contenute; in nessun caso, le singole parti di questo documento potranno essere utilizzate per fini diversi da quelli già rappresentati nel paragrafo che precede.

Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna del rapporto.

3.5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

La stima del valore economico della Farmacia Archimede S.r.l. è stata effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2019, sulla base della documentazione elencata nel precedente paragrafo 3.3 messa a disposizione del Perito.

La Farmacia Archimede ha confermato al Perito che, nel periodo intercorrente dalla data di riferimento della stima alla data di redazione della presente relazione, non sono intervenuti fatti o operazioni, anche di natura straordinaria, che hanno determinato mutamenti sensibili e significativi della struttura dell'azienda farmaceutica oggetto di valutazione.

4. LA VALUTAZIONE

4.1. METODO REDDITUALE

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico della Farmacia Archimede abbiamo applicato il metodo reddituale della rendita perpetua nella sua formulazione proposta dalla dottrina e utilizzata dalla prassi professionale prevalente:

$$W = R/i$$

dove:

W Valore corrente teorico dell'azienda che si intende valutare;

R Reddito medio atteso normalizzato;

i Tasso di rendimento del capitale di rischio investito, giudicato normale per il settore di appartenenza.

Il reddito medio atteso normalizzato è stato ricavato partendo dagli esercizi 2017, 2018 e 2019, depurati dalle componenti extra-gestione caratteristica e normalizzati dalle componenti straordinarie di reddito. Si è partiti, pertanto, dall'EBITDA, che esprime il reddito operativo della Società, prima degli ammortamenti e delle svalutazioni, nonché prima della gestione finanziaria, straordinaria e fiscale. A tale valore, se necessario, sono state apportate alcune ulteriori normalizzazioni.

Il reddito medio – normale atteso assunto ai fini della presente valutazione è riportato nella seguente tabella:

Determinazione del reddito medio - normalizzato			
Euro/000	2017	2018	2019
EBITDA da bilancio 2017-2018-2019	-16.243	-205.209	-130.383
<u>Normalizzazioni</u>			
<i>Personale</i>	100.688	195.369	0
Totale normalizzazioni al netto dell'effetto fiscale	100.688	195.369	0
EBITDA da bilancio 2017-2018-2019 normalizzato	84.445	-9.840	-130.383
Peso %	100%	0%	0%
REDDITO NETTO NORMALIZZATO			84.445

L'unica normalizzazione effettuata all'EBITDA di ciascun esercizio ha riguardato il personale: tale voce è stata infatti normalizzando considerando l'ipotesi, ritenuta ragionevole dallo scrivente Perito, che per la conduzione

della Farmacia Archimede possano essere sufficienti n. 4 persone. È stato ipotizzato un costo medio per dipendente di euro 30.000 (valore prossimo a quello medio del 2017).

Dalla tabella sopraesposta si evince che, nonostante tale normalizzazione, l'EBITDA del 2018 e del 2019 è risultato negativo. Pertanto, è stato considerato solo il reddito normale relativo all'esercizio 2017, pari a **euro 84.445**.

La stima del saggio di rendimento atteso del capitale è stata effettuata sulla base dei parametri e delle variabili in uso nella prassi professionale, tratte da fonti pubblicate. Le componenti del tasso, con lo sviluppo analitico che ne sta alla base, sono esposte nella tabella seguente.

Determinazione del tasso di attualizzazione al 31 dicembre 2019		
Risk free rate	1,20%	1)
Beta unlevered	1,22	2)
Market risk premium Italia	7,37%	3)
i = (a) + (b)*(c)	10,2%	

1) Elaborazione su dati del sito "Il Sole24Ore": rendimento effettivo a scadenza BTP 10 anni (media ultimi 6 mesi al 31.12.2019)
 2) Rilevato da Damodaran on line. Estrazione aggiornata al 5.02.2020 riferita ad un campione di società che operano nel settore *Drugs (Pharmaceutical)*
 3) Rilevato da Damodaran on line. Estrazione aggiornata al 5.02.2020

Le precedenti determinazioni di **R** e **i** portano a determinare il valore **W** dell'avviamento della Farmacia Archimede in euro **825.654**, come riportato di seguito:

Valutazione (rendita perpetua) = $W = R / i$	825.654
--	----------------

4.2. METODO DEI MULTIPLI

Utilizzando il metodo dei multipli, per quel che riguarda l'indice al quale applicare il moltiplicatore di mercato, lo scrivente Perito ha ritenuto di assumere l'EBITDA il quale, a differenza del fatturato (indice spesso utilizzato nella prassi), appare essere un valore meno "manipolabile" da politiche aziendali e fiscali, che riflette in maniera più fedele la capacità reddituale del *core business* dell'impresa.

Per quel che concerne, invece, il moltiplicatore di mercato, si è deciso di adottare un moltiplicatore che sia frutto di approfonditi studi di settore effettuati da accreditati analisti finanziari. In particolare, si ritiene che le determinazioni del prof. Aswath Damodaran della *Stern School of Business alla New York University*, uno dei maggiori esperti a livello mondiale in tema di valutazione d'azienda, rappresentino sicuramente un parametro significativo. Per l'anno 2019, ad esempio, i risultati rilevati per il settore di riferimento sono i seguenti:

Industry	EV/EBITDA
Drugs (Pharmaceutical)	13,88

Pertanto:

EBITDA x MOLTIPLICATORE = ENTERPRISE VALUE

L'*Enterprise Value* (EV) rappresenta un parametro molto importante in tema di valutazione in quanto esprime in sostanza il valore di mercato dell'azienda, ovvero il prezzo che si dovrebbe pagare nel caso in cui la si volesse acquistare senza debiti (come nel caso della Farmacia oggetto della presente valutazione).

L'*Enterprise Value* (EV) della farmacia Archimede risulta pari a **euro 1.172.090**, come di seguito riportato:

Valutazione (multipli) = EBITDA * 13,88	1.172.090
---	-----------

5. CONCLUSIONI

Alla luce delle considerazioni rappresentate che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, gli obiettivi e i metodi impiegati, nonché le altre circostanze che su di essa hanno inciso, si ritiene di poter assegnare all'esercizio farmaceutico in questione il valore di **euro 998.872**, determinando utilizzando il valore medio ricavato dall'applicazione dei due metodi precedentemente descritti, come di seguito riportato:

Valutazione (rendita perpetua) = $W = R / i$	825.654
Valutazione (multipli) = $EBITDA * 13,88$	1.172.090
Valore medio metodi di valutazione adottati	998.872

A tale valore dovranno essere aggiunti il valore degli arredi, delle attrezzature e del magazzino così come risultanti dalla situazione contabile al 31 dicembre 2019, pari a **euro 137.009**.

Infine, in considerazione del fatto che occorre apportare un "invito" ad acquistare da una procedura concorsuale, che costituisce solitamente un disincentivo rispetto al mercato, il sottoscritto ritiene ragionevole stimare il valore della Farmacia Archimede abbattendo il risultato sopra ottenuto di una percentuale pari al 20%. Così facendo si giunge ai seguenti risultati:

Valore medio metodi di valutazione adottati (A)	998.872
Valore arredi, attrezzature e magazzino al 31 dicembre 2019 (B)	137.009
Valore farmacia al 31 dicembre 2019 (C) = (A) + (B)	1.135.882
Abbattimento 20% (D)	227.176
Valore Farmacia Archimede al 31 dicembre 2019 (C) - (D)	908.705

Il valore della Farmacia Luigi Archimede al 31 dicembre 2019 è pertanto stimato (arrotondato) pari a euro 910.000,00.

Il predetto valore deve essere considerato un valore teorico di riferimento da non confondere con il possibile prezzo di cessione/acquisizione e/o collocamento sul mercato dell'azienda stessa, che potrà essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.