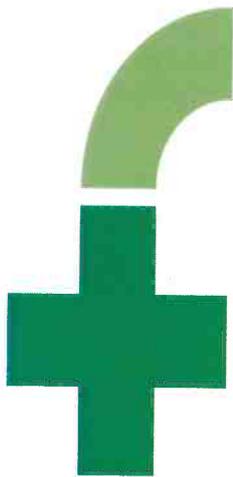




PERIZIA DI VALUTAZIONE

DELLA SOCIETA'



farmacie
comunali
genovesi

SALT

STUDIO ASSOCIATO
LEGALE TRIBUTARIO

Indice

PREMESSA (<i>SCOPE OF WORK</i>)	3
SEZIONE I - COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA	5
1.1. Principi etici e di valutazione	5
1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima	6
1.3. Base informativa	7
1.4. Configurazione di valore: il valore di mercato	10
1.5. Attribuzione di valore e prospettiva di valutazione	13
1.6. Data di riferimento della valutazione	14
SEZIONE II - ANALISI FONDAMENTALE	15
2.1. Analisi documentale	15
2.2. Analisi storica e prospettica	19
2.3. Analisi di contesto	25
2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio	30
SEZIONE III - METODICHE DI VALUTAZIONE	32
3.1. Note metodologiche: criteri di valutazione utilizzabili	32
3.1.1. Metodo patrimoniale	33
3.1.2. Metodo reddituale	35
3.1.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale	36
3.1.4. Metodo della rivalutazione controllata	37
3.1.5. Metodi finanziari (<i>Discounted Cash Flow</i>)	38
3.1.6. Altri metodi: i multipli di mercato, transazioni comparabili e comparate	40
3.2. Metodo di valutazione utilizzato	42
SEZIONE IV - VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELL'AZIENDA	48
4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato	48
4.2. Determinazione del valore dell'Avviamento – EV	51
4.3. Valore del Patrimonio Immobiliare - PI	59
4.4. Capitale circolante netto - CCN	62
4.5. Valutazione del capitale economico e sintesi valutativa	64
4.6. Conclusioni	65

Premessa (Scope of Work)

Il sottoscritto **Paolo Macchi**, nato a Genova il 30 Giugno 1968, codice fiscale MCC PLA 68H30 D969J, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova al n. 1058/A, e al registro dei revisori legali con ex D.M. 27.07.1999 in GU n. 77 del 28.09.1999 al n. 83420, con studio in Genova, Via XX Settembre, civico 42, V piano, in data 30 maggio 2018 ha ricevuto dal **Comune di Genova**, l'incarico di procedere alla determinazione del valore economico della società **Farmacie Genovesi S.r.l.**

Il perito valutatore nello svolgimento dell'incarico affidatogli, si è avvalso della collaborazione del dottor **Andrea Bernardini**, nato a Genova, il 9 gennaio 1970, codice fiscale BRNNDR70A09D969I, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova al n. 829/A, e al registro dei revisori legali con ex D.M. 27.07.1999 in GU n. 31-bis del 21.04.1995 al n. 5137, con studio in Genova, via Mylius, civico 7, interno 1, che ha specifiche competenze nell'ambito di valutazioni di aziende appartenenti al medesimo settore merceologico della società oggetto di stima, avendo maturato negli ultimi 5 anni una specifica esperienza quale advisor per la valorizzazione e la ristrutturazione di società proprietarie di farmacie.

Committente: Comune di Genova.	Destinatari: Comune di Genova
Descrizione dell'incarico: determinazione del valore economico da attribuire alla società Farmacie Genovesi S.r.l.	
Oggetto della valutazione: l'unità di valutazione di riferimento nel caso di specie è rappresentata dalla Società nel suo complesso e nello specifico dalla quota di partecipazione detenuta dal Comune di Genova, pari al 100% del capitale sociale della stessa.	
Finalità della valutazione: determinazione del valore economico della società Farmacie Genovesi S.r.l. e delle relative licenze commerciali che sarà posto a base d'asta per la successiva cessione integrale della partecipazione detenuta dal Comune di Genova e pari al 100% del capitale sociale.	
Eventuali restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico: Nessuna	

Natura della stima Valutazione	
Configurazione di valore Valore negoziale - a base d'asta	
Data di riferimento: 31 dicembre 2017	Valuta funzionale: Euro

Non vi sono restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico che possano influenzare in misura significativa il processo valutativo.

Il sottoscritto dichiara di non essere legato da alcun vincolo di lavoro subordinato, di non ricoprire alcun incarico di amministratore, o di revisore legale né altro ufficio di controllo, amministrazione o gestione, nella società target oggetto di valutazione, né nelle sue controllanti o controllate.

Genova, 27 settembre 2018

Il perito
Paolo Macchi



Sezione I

COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

1.1. Principi etici e di valutazione – 1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima – 1.3. Base informativa – 1.4. Configurazione di valore: il valore di mercato – 1.5. Attribuzione di valore e prospettiva di valutazione – 1.6. Data di riferimento della valutazione

1.1. Principi etici e di valutazione

Lo svolgimento dell'incarico è effettuato in adesione ai **principi etici** del *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'*IVSC International Valuation Standards Council*, vale a dire:

- Integrità, in base a cui i valutatori sono obbligati a essere diretti e onesti, in tutti i rapporti professionali, e ad agire secondo un trattamento equo e improntato alla verità;
- obiettività, secondo il quale, il giudizio e le scelte professionali del valutatore non devono essere inficiate da pregiudizi, conflitti di interesse o indebite influenze di terzi;
- competenza, il quale richiede che il valutatore mantenga adeguate conoscenze e capacità professionali ed operi in conformità agli standard tecnici e professionali applicabili;
- riservatezza, che impone ai valutatori di non divulgare informazioni riservate senza autorizzazione, fatti salvi gli obblighi professionali e di legge, e di non utilizzare le informazioni riservate acquisite grazie a rapporti professionali a proprio o altrui vantaggio;
- condotta professionale, il quale impone l'obbligo a tutti i valutatori di operare con diligenza al servizio del cliente e di garantire che il servizio sia conforme a tutti i requisiti legali, tecnici e professionali applicabili, anche nell'interesse pubblico.

Nell'esecuzione della stima e nella stesura di questa relazione, sono stati inoltre applicati i **principi italiani di valutazione** (PIV). In particolare, nella formazione della presente opinione di valore, sono stati perseguiti i seguenti obiettivi:

- a) razionalità: la valutazione segue uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;

- b) verificabilità: il processo di valutazione è dimostrabile con riguardo alla provenienza dei dati, all'attendibilità delle fonti ed alla ragionevolezza delle conclusioni;
- c) coerenza: è garantita la corrispondenza più ampia possibile tra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti;
- d) affidabilità: è circoscritta, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio;
- e) professionalità: consiste nell'adesione al codice etico dell'IVSC e nell'adozione di appropriati controlli e procedure finalizzate ad evitare distorsioni;
- f) competenza: è la capacità di svolgere l'incarico ricevuto o la consapevolezza di affidarsi, se necessario, alla competenza di altri esperti per ambiti specifici.

1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima

La tipologia del presente lavoro è quella della valutazione¹, che si estrinseca nella stesura di un documento contenente un giudizio sul valore di un'attività – nel caso concreto, un'azienda nel suo complesso e per essa il valore della quota di partecipazione al capitale sociale – fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo attraverso le seguenti fasi:

- a) formazione ed apprezzamento della base informativa;
- b) applicazione dell'analisi fondamentale;
- c) selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- d) apprezzamento dei principali fattori di rischio;
- e) costruzione di una razionale sintesi valutativa.

¹ I principi italiani di valutazione individuano cinque possibili tipologie di lavoro dell'esperto: a) valutazione; b) parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*), consistente nell'esecuzione parziale del processo valutativo; c) parere di congruità, vale a dire, l'espressione di un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto; d) calcolo valutativo (*calculation engagement*), che costituisce un mero calcolo convenzionale; e) revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*), consistente nell'esame critico di un lavoro svolto da un altro esperto.

La finalità della presente stima è quella di fornire indicazioni al Socio della Farmacie Genovesi S.r.l. (infra anche "Farmacie Genovesi" o "Farmacie Comunali" o "Farmacie Comunali Genovesi") che possano costituire un supporto alla determinazione di un valore da attribuire all'intera partecipazione detenuta – pari al 100% del capitale sociale – da assumere quale prezzo a base d'asta nell'ipotesi di futura cessione della stessa.

Si rammenta, pertanto, che la determinazione e conseguente accettazione del prezzo di aggiudicazione potranno esulare dalla presente relazione e rimangono esclusiva responsabilità del Socio.

La natura della stima è pertanto quella di una valutazione dell'azienda nel suo complesso, la cui funzione è quella di individuare un valore di mercato e conseguentemente un prezzo verosimile che si dovrebbe formare in un mercato efficiente a condizioni correnti, che rifletta le aspettative dei partecipanti, pienamente informati, e il massimo e miglior uso dell'attività.

L'elemento di riferimento per la stima nel caso specifico di valutazione è rappresentato dal valore del capitale economico di cessione, nell'ipotesi di trasferimento a terzi della titolarità della farmacia e della connessa azienda commerciale.

Al momento della redazione della presente perizia, la titolarità delle licenze è in capo al Comune di Genova che – in caso di futura cessione della partecipazione – dovrà provvedere a "volturarle" in favore di Farmacie Genovesi S.r.l. che subentrerà all'Ente.

Ai fini della presente valutazione si è tenuto conto della predetta coincidenza tra titolarità dell'azienda e titolarità delle licenze all'esercizio della farmacia valutando il capitale economico delle Farmacie Genovesi S.r.l. già comprensivo delle licenze.

1.3. Base informativa

Al fine di dare corso all'incarico conferito, è stata costituita una base informativa mediante la seguente documentazione:

#	Descrizione
1.	Visura camerale di Farmacie Genovesi S.r.l. al 04.09.2017
2.	Atto Costitutivo e Statuto Farmacie Genovesi S.r.l. 21.12.2001
3.	Statuto Farmacie Genovesi S.r.l. al 04.08.2017
4.	Delibera Giunta Comune di Genova 31.07.1997 per l'affidamento della gestione del servizio pubblico delle farmacie comunali
5.	Contratto di affidamento dal Comune di Genova ad A.M.I.U della gestione delle Farmacie Comunali del 05.12.1997
6.	Bilancio d'esercizio Farmacie Genovesi chiuso al 31.12.2017
7.	Bilancio d'esercizio Farmacie Genovesi chiuso al 31.12.2016
8.	Bilancio d'esercizio Farmacie Genovesi chiuso al 31.12.2015
9.	Relazione previsionale aziendale 2018 - 2020
10.	Registro beni ammortizzabili al 31.12.2017
11.	Direttiva Consiglio dei Ministri 27.01.1994 Principi sull'erogazione dei servizi pubblici"
12.	Organigramma 2018 Farmacie Genovesi S.r.l.
13.	Contratto collettivo Nazionale di Lavoro per i dipendenti delle imprese gestite o partecipate dagli enti locali Esercenti Farmacie Parafarmacie, magazzini farmaceutici all'ingrosso, laboratori farmaceutici. A.S.SO.FARM 22.07.2013
14.	Piano Fabbisogno personale dipendente 2018 - 2020
15.	Contatto locazione attivo immobile via Coronata 68 R
16.	Contatto locazione attivo immobile via Linneo 95 R
17.	Contratto di locazione passivo immobile via San Bartolomeo del Fossato 213 r
18.	Contratto di locazione passivo immobile via Vasco de Gama 19
19.	Contratto di locazione passivo immobile via Cravasco 22
20.	Contratto di locazione passivo immobile via Gherzi 50
21.	Contratto di locazione passivo immobili via Quinto 18°
22.	Contratto di locazione passivo immobile via Burlando 86, 88 e 90 rossi
23.	Estratto patrimonio immobiliare fornito dal management di Farmacie Genovesi S.r.l.
24.	Verbale di accordo sindacale 10 giugno 2015: produttività e orari di lavoro
25.	Verbale di accordo sindacale 6 dicembre 2017: incentivi e premi di risultati personale dipendente
26.	Capitolato d'appalto e Contratto per la fornitura di prodotti farmaceutici, parafarmaceutici e affini tramite distributore intermedio per il periodo 01.01.2017-31.12.2018 (prorogabile sino al 31.12.2019)
27.	Analisi trend di crescita fatturato bimestri Luglio/Agosto 2016 - Maggio/giugno 2018. * Commissionato ed elaborato dalla società di ricerche di mercato New Line S.r.l.
28.	Focus totale business al 30 giugno 2018
29.	Analisi FCG: vision, mission, strategia, comunicazione - promozione e customer satisfaction.
30.	Budget esercizio 2018 - Fatturato caratteristico farmacie
31.	Budget I semestre 2018 - Fatturato caratteristico farmacie
32.	Consuntivo 30.06.2018 - Fatturato caratteristico farmacie



Ai fini dello svolgimento dell'incarico per l'elaborazione della presente relazione di stima, la documentazione e le informazioni sono state fornite dai vertici aziendali di Farmacie Genovesi S.r.l. e dal Socio Comune di Genova.

A tal fine sono stati acquistati i documenti di carattere societario, quali l'atto costitutivo e lo statuto, contabili, quali il registro dei beni ammortizzabili e aziendali, quali i bilanci relativi agli esercizi 2015, 2016, e 2017, con le relative relazioni redatte dall'Organo Amministrativo, il Piano Triennale 2018 - 2020 e il Budget

8

2018, nonché documenti ad esclusivo uso interno, quali le analisi dei trend di crescita del fatturato elaborati direttamente dal management ovvero affidate a soggetti terzi esperti in indagini di mercato.

Quanto ai rapporti con il personale dipendente, oltre al Contratto Collettivo Nazionale, sono stati messi a disposizione ed esaminati gli accordi sindacali aventi ad oggetto gli spostamenti nell'ambito della sede di lavoro, gli orari nonché gli incentivi e premi di produttività riconosciuti al personale al raggiungimento di determinati obiettivi.

Tutti i dati e i documenti acquisiti e/o analizzati sono stati utilizzati con il presupposto della loro correttezza e rispondenza al vero e si ritengono sufficienti ai fini della presente valutazione.

Con riferimento alle fonti documentali utilizzate, va precisato che lo scrivente si è avvalso di tutta la documentazione fornita senza sottoporre la stessa ad alcun vaglio critico.

Si precisa che la raccolta e l'apprezzamento delle informazioni costituiscono attività distinte – sia sotto il profilo concettuale, sia sotto quello operativo – dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni acquisite. Esulano pertanto dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni (quali la revisione contabile, la due diligence, le indagini patrimoniali, le certificazioni, e così via): tali attività non sono state previste dal mandato né sono richieste in ottemperanza a particolari obblighi.

Ciononostante, l'esame dei bilanci, nonché delle relazioni redatte dall'Organo di Controllo (Farmacie Genovesi S.r.l. ha nominato un Sindaco Unico per la revisione legale dei conti) dalle quali non emergono criticità in ordine all'attendibilità della documentazione, fa ritenere allo scrivente che la documentazione utilizzata sia sicuramente affidabile e idonea a costruire la base per un ponderato giudizio valutativo.

Non sono state giudicate necessarie autonome ricerche documentali, fatto salvo quanto infra specificato nel testo e per l'utilizzo di dati di pubblica consultazione, quali gli orari di apertura delle singole farmacie, lo stato della Pianta Organica Regionale delle farmacie presenti nel comune di Genova o i



dati statistici demografici rinvenibili presso il Comune di Genova, l'ISTAT, il Ministero della Salute ovvero le varie associazioni di categoria².

Inoltre, al fine di rendere completa la valutazione degli elementi costituenti l'azienda nel suo complesso, il perito ha eseguito specifici accessi presso le 8 farmacie comunali per valutarne l'ubicazione territoriale, lo stato dei locali dove viene esercitata l'attività (ad esclusione dei magazzini e/o depositi), lo stato degli arredi e delle attrezzature, la presenza di strutture ospedaliere, ambulatori medici o altre strutture sanitarie nonché presenza di altre farmacie o parafarmacie nelle vicinanze.

1.4. Configurazione di valore: il valore di mercato

L'osservanza dei principi di valutazione implica la necessità di precisare, da un lato, la configurazione di valore prescelta, avendo presente le differenze tra prezzo, costo e valore e, dall'altro, la prospettiva di valutazione, che può essere quella dei partecipanti al mercato o quella di uno specifico soggetto (venditore, acquirente, etc.).

Secondo i Principi Italiani di Valutazione, infatti, il prezzo corrisponde al corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare; esso rappresenta una grandezza empirica influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e può talvolta discostarsi dal valore dell'attività oggetto di stima.

Il costo – anch'esso una grandezza empirica – indica l'ammontare delle risorse impiegate dall'acquirente per acquistare o realizzare l'oggetto della valutazione ed è suscettibile di variazioni sulla base dei prezzi sostenuti e delle quantità dei fattori impiegati.

Il prezzo è strettamente correlato al costo poiché lo stesso, pagato per acquisire un'attività, costituisce il costo per l'acquirente.

² Agenzia Italiana del Farmaco – AIFA, Federazione Nazionale Unitaria titolari di Farmacie – Federfarma, Federazione delle Aziende e servizi socio-farmaceutici - Federazione A.S.SO.FARM.

Contrariamente il valore non rappresenta una grandezza empirica, ma il risultato di una stima che può avere ad oggetto:

- 1) il prezzo più verosimile da sostenere per l'eventuale acquisizione dell'attività reale o finanziaria;
- 2) i benefici economici offerti dall'attività reale o finanziaria;
- 3) il prezzo realizzabile in caso di cessione separata di attività organizzate per un utilizzo congiunto;
- 4) il prezzo e/o i benefici economici stabiliti per contratto, regolamento o legge.

Ne consegue che in base alla configurazione del valore di riferimento da ottenere e oggetto di stima il prezzo può talvolta discostarsi dal valore stesso dell'attività.

Sulla base dei sopra indicati obiettivi da perseguire con il processo valutativo, la prassi valutativa ha individuato diverse configurazioni di valori di riferimento:

- a) intrinseco o fondamentale;
- b) di mercato;
- c) d'investimento;
- d) negoziale equitativo;
- e) convenzionale (o speciale);
- f) di smobilizzo.

Il *valore intrinseco* (o fondamentale) esprime l'apprezzamento che qualsiasi individuo razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei **benefici economici** offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.

Quando ci si riferisce ad aziende, il valore intrinseco è chiamato comunemente *valore economico del capitale*: esso è frutto dell'analisi fondamentale poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input* (in particolare dei tassi utilizzati), richiede la stima dei benefici economici e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.

Il *valore di mercato* è il **prezzo al quale verosimilmente** un'attività potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti indipendenti che operano in modo razionale, senza essere esposti a particolari pressioni.

Il *valore d'investimento* esprime i **benefici economici** offerti in modo specifico al soggetto che detiene un'attività, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento. È strettamente collegato, per un verso, alle particolari caratteristiche dell'attività e, per altro verso, alle particolari caratteristiche del suo detentore, attuale o futuro. Si tratta dunque di un valore soggettivo, che può mutare a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi. In particolare, tale valore può tenere conto di particolari sinergie, dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici speciali per un particolare detentore.

Il *valore negoziale* equitativo esprime il **prezzo al quale verosimilmente** un'attività potrebbe negoziarsi alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Esso è un *fair price* tra due o più soggetti specificamente identificati ed in quanto tale è un valore soggettivo.

Il *valore convenzionale* discende dall'applicazione degli **specifici criteri** fissati per la sua determinazione: è tale, ad esempio, quello che deriva dall'applicazione dei principi di bilancio, delle norme tributarie, dei criteri fissati dagli enti regolatori etc.

Il *valore di smobilizzo*, infine, è un prezzo fattibile in **condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento**.

Nell'ipotesi di valutazione di una partecipazione sociale finalizzata alla cessione della stessa e nello specifico all'individuazione del valore che possa essere posto quale prezzo a base d'asta, la configurazione di valore desumibile dai principi di valutazione sopra richiamati è rappresentata dal **valore di mercato**.

Il perito, in assenza di informazioni in merito ad eventuali manifestazioni di interesse del mercato riferiti alla società oggetto di valutazione, non ha ritenuto di dover considerare – sebbene potenzialmente esistenti



– possibili benefici economici futuri offerti dall'attività medesima che si potrebbero manifestare in capo all'eventuale soggetto acquirente.

Si tenga infatti presente da una parte che, nonostante il progressivo processo di liberalizzazione in corso, la tipologia di attività esercitata dalla società è soggetta a limiti e condizioni per il relativo svolgimento, ponendo quindi vincoli di ingresso ed autorizzazioni nei confronti dei soggetti che intendono intraprenderla.

Un eventuale acquirente delle Farmacie Genovesi potrebbe tuttavia accedere al mercato territoriale di riferimento – nel rispetto di determinate condizioni – avendo a disposizione una struttura organizzata con relativo patrimonio immobiliare, già posiziona sul mercato e con un relativo ufficio acquisti.

Inoltre, secondo opinione diffusa, l'acquirente aggiudicatario di una farmacia comunale, dopo l'assunzione della titolarità e della gestione della stessa avrebbe un immediato ritorno in termini di aumento del fatturato in quanto la gestione pubblica ne limiterebbe lo sviluppo e le potenzialità.

Tuttavia, le varie aste per la vendita di farmacie comunali andate deserte negli ultimi anni e, nello specifico, la struttura dei costi di Farmacie Genovesi – soprattutto il costo relativo al personale dipendente – fanno ritenere che il valore di mercato sia quello più idoneo a rappresentare il miglior prezzo realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente ottenibile per l'acquirente. Esso riflette il massimo e migliore uso dell'attività escludendo quindi eventuali benefici e/o pregiudizi economici.

1.5. Attribuzione di valore e prospettiva di valutazione

Ogni valutazione deve qualificare la funzione del valore attribuito all'attività oggetto di stima, nonché la prospettiva di valutazione stessa.

Tenuto conto della configurazione attribuita al caso di specie, rappresentata dal valore di mercato, lo stesso non può che esprimere – per definizione – un valore oggettivo del soggetto target (Farmacie



Genovesi), in funzionamento nelle sue condizioni correnti (cd "going concern value"), escludendo eventuali sinergie realizzabili in capo all'eventuale soggetto cessionario.

Parimenti, l'esigenza di esplicitare la prospettiva di valutazione discende dall'assunto che uno stesso bene possa assumere un diverso valore in relazione al soggetto che ne esercita il controllo.

Anche in questa ipotesi, in assenza di informazioni in merito a specifici soggetti potenzialmente interessati ad acquisire il 100% del capitale sociale di Farmacie Genovesi, è stata individuata la prospettiva di valutazione degli operatori partecipanti al mercato in quanto astrattamente e potenzialmente in grado di garantire il miglior uso possibile dall'azienda oggetto di compravendita.

1.6. Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione, che definisce il momento temporale al quale essa è riferita, è il **31 dicembre 2017**.



Sezione II

ANALISI FONDAMENTALE

2.1. Analisi documentale – 2.2. Analisi storica e prospettica – 2.3. Analisi di contesto – 2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio

2.1. Analisi documentale

Farmacie Genovesi S.r.l. è stata costituita in data 21.12.2001, ha sede in Genova (GE), via Gabriele D'Annunzio 27 ed è iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese conservato presso la Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura di Genova al n. 01266300993, con numero di iscrizione al repertorio economico amministrativo (R.E.A.) GE-396571.

Per la predisposizione della presente valutazione il perito ha visionato l'atto costitutivo e lo statuto del 21.12.2001, così come aggiornato alla data del 04.08.2017.

Sulla base dell'ultimo statuto l'oggetto sociale di Farmacie Genovesi S.r.l. è riconducibile a quanto previsto dalle lettere a), d) ed e) di cui all'art. 4 D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175, e costituito dallo svolgimento delle attività di seguito elencate ed affidate dal Comune di Genova a Farmacie Genovesi S.r.l. quale sua società "in house":

- a) assistenza farmaceutica per conto delle A.S.L. a tutti gli assistiti dal Servizio Sanitario Nazionale nei modi e nelle forme stabilite dalla Legge 23 Dicembre 1978 n. 833 (e relativa convenzione), nonché in conformità alle leggi nazionali e regionali successive per il settore;
- b) la produzione e la vendita di specialità mediche, prodotti galenici, officinali, cosmetici, dietetici, di erboristeria ed omeopatia, articoli sanitari per ortopedia articoli sanitari per l'infanzia nonché di presidi e articoli parafarmaceutici in genere;
- c) la fornitura di prodotti farmaceutici alle Istituzioni, ad Uffici Comunali ed alle Aziende amministrate o partecipate dal Comune;
- d) l'educazione sanitaria ed aggiornamento professionale dei dipendenti;

- e) la promozione di campagne d'informazione di igiene e prevenzione sanitaria volte a sensibilizzare l'utenza su temi di particolare rilevanza e su patologie giudicate di notevole incidenza sociale;
- f) le attività inerenti la medicina preventiva, la medicina sportiva e la tutela del benessere, telemedicina e telesoccorso;
- g) la fornitura di prodotti farmaceutici a Paesi colpiti da calamità, compatibilmente con le disponibilità e tenendo conto delle richieste;
- h) la prenotazione in rete di prestazioni sanitarie fornite dalla ASL.

Il perito ha preso in esame i bilanci d'esercizio relativi agli anni 2015, 2016 e 2017, il Piano Triennale 2018 – 2020 e la Relazione Previsionale Aziendale redatto dall'Organo Amministrativo e presentato al Socio il 14 novembre 2017.

È stato inoltre analizzato il Budget 2018 (complessivo e suddiviso per singola sede farmaceutica) sia in relazione al Piano triennale 2018 – 2020, sia con riferimento ai dati consuntivi al 30 giugno 2018; questi ultimi sono stati utilizzati per verificare la ragionevolezza delle previsioni elaborate, constatando il sostanziale perseguimento degli obiettivi prefissati, al fine di poter assumere i dati previsionali a base – seppure parziale – della presente valutazione.

Sono state altresì visionate le analisi delle performance aziendali e del posizionamento della società nel mercato di riferimento, elaborate dal management aziendale e/o affidate a soggetti terzi esperti in indagini di settore, che confermano l'ottimo trend di crescita del fatturato.

Contestualmente è stato esaminato il documento di programmazione del fabbisogno del personale dipendente delle Società partecipate dal Comune di Genova – avente ad oggetto il piano previsionale 2018 – 2020 – unitamente al "Contratto collettivo Nazionale di Lavoro per i dipendenti delle imprese gestite o partecipate dagli enti locali Esercenti Farmacie Parafarmacie, magazzini farmaceutici all'ingrosso, laboratori farmaceutici. A.S.SO.FARM" del 22.07.2013, nonché gli accordi sindacali aventi ad oggetto il riconoscimento dei premi di produttività da attribuire al personale dipendente assunto a

tempo determinato e/o indeterminato (full e part time), al raggiungimento di determinati obiettivi in termini di margini rispetto ai valori di budget assegnati a ciascuna sede farmaceutica (per il personale in forza nelle singole farmacie) e/o rispetto al risultato gestionale caratteristico (per il personale di segreteria, amministrazione, contabilità e logistica).

Il perito ha visionato il contratto d'appalto per la fornitura di prodotti farmaceutici e parafarmaceutici tramite distributore intermedio, con durata 01.01.2017 – 31.12.2018 (e opzione a tutto il 31.12.2019) nel quale vengono stabiliti l'ammontare presunto di acquisti, la tipologia di farmaci/parafarmaci oggetto della fornitura, le modalità di consegna e in generale di svolgimento del servizio, ivi inclusi quelli accessori, nonché le percentuali di sconto applicabili.

Lo scrivente ha inoltre esaminato la delibera della Giunta Comunale del 31.07.1997 e il "Contratto di affidamento" con il quale il Comune di Genova, titolare per l'esercizio e gestione delle farmacie, ha affidato alla propria società partecipata AM.I.U. S.p.A. (già Azienda Speciale – A.M.I.U.) il servizio pubblico di gestione delle farmacie comunali, con durata trentennale con decorrenza 1 settembre 1997.

Il Contratto di Servizio prevede un corrispettivo per l'affidamento e la gestione delle farmacie comunali (in origine nel numero di 11) pari al 3% del valore dei beni concessi in uso per complessive Lire 60.000.000 annue (corrispondenti a Euro 30.987), aggiornato sulla base dell'indice ISTAT.

Per l'anno 2017, l'importo di competenza annua contabilizzato nel bilancio societario è pari a Euro 26.757.

Sono stati inoltre acquisiti i contratti di locazione passivi aventi ad oggetto gli immobili presso i quali viene esercitata l'attività, nonché i contratti attivi aventi ad oggetto due immobili presenti nel patrimonio immobiliare e concessi in locazione ad operatori economici titolari di farmacie.

Per quanto riguarda le risultanze contabili, i valori espressi dalla contabilità aziendale, rappresentati nei bilanci formati dall'Organo Amministrativo ed approvati dall'Assemblea dei Soci, sono in generale assunti come veritieri.



Con riferimento ai bilanci esaminati, dall'analisi delle relazioni emesse dal Sindaco Unico, non sono emerse criticità e i dati presenti sono stati acquisiti senza apportare modifiche, assumendone la veridicità.

Al 31 dicembre 2017 il Comune di Genova deteneva una quota pari al 100% del capitale sociale di Farmacie Genovesi S.r.l, svolgendo l'attività di direzione e coordinamento sulla stessa.

A tale composizione del capitale sociale si è pervenuti da ultimo nel 2010 attraverso l'avvenuto riacquisto da parte del Comune di Genova della quota di partecipazione, pari al 100% del capitale sociale, detenuta dalla società controllata AMIU S.p.A.

Con riferimento alla *governance* si segnala che attualmente la società è amministrata da un Amministratore Unico nella persona del dottor Giuseppe Privitera.

La società è dotata altresì di un Sindaco Unico nella persona della dott.sa Sophia Mariano nominata il 30.10.2015, che ha svolto le funzioni di revisore legale dei conti sino alla data di approvazione del bilancio chiuso al 31.12.2017.



L'organigramma della società al 31.12.2017, evidenzia un numero complessivo di 42 dipendenti come di seguito dettagliato.

Funzione	Tempo Pieno	Part Time	Totale
Dirigente	1		1
Direttrici/direttori di farmacie	9		9
Farmacisti/e	15	10	25
Magazzinieri/e	4		4
Impiegati/e Amministrazione	3		3
Totale	32	10	42

Sulla base del "Regolamento sull'Ordinamento degli Uffici e dei Servizi" approvato dal Comune di Genova, Farmacie Genovesi in data 31.05.2013 ha altresì stipulato con l'Ente un protocollo d'intesa che

prevede l'assegnazione temporanea di n. 3 magazzinieri (originariamente n. 4) in distacco presso l'Amministrazione.

La Convenzione, scaduta a settembre 2017, è stata prorogata sino al 31.10.2018 e decorsa tale data per tale categoria sarà dichiarato lo stato di esubero nonché richiesta eventualmente l'apertura dello stato di mobilità.

Oltre a prendere visione dei dati statistici e demografici delle zone in cui sono ubicate le 8 farmacie della Società, il perito ha preso atto della Pianta Organica Regionale da ultimo pubblicata sul Bollettino Ufficiale delle Regione Liguria del 21.05.2018.

2.2. Analisi storica e prospettica

Per procedere alla determinazione del valore delle Farmacie Comunali Genovesi è opportuno indicare i tratti salienti e la normativa del settore di riferimento, trattando in particolar modo nel presente paragrafo dell'esercizio dell'attività e rimandando al successivo §2.3. per eventuali riferimenti normativi relativi alla liberalizzazione del mercato e della vendita dei prodotti farmaceutici.

In Italia, ai sensi dell'art. 32 della Costituzione, l'attività farmaceutica – in senso lato – costituisce un servizio di natura pubblica, finalizzato alla tutela della salute mediante predisposizione di un adeguato sistema di distribuzione dei farmaci ai cittadini.

L'esercizio di tale attività costituisce quindi cessione di servizio pubblico ed è pertanto regolato normativamente e amministrativamente sia a livello nazionale sia a livello locale.

Infatti, la legge 23.12.1978, n. 833 istitutiva del Servizio Sanitario Nazionale (SSN) definisce la farmacia (art. 28) come presidio dell'Unità Sanitaria Locale e più precisamente una fase del SSN.

La disciplina del settore farmaceutico è stata delineata principalmente a partire dal Regio decreto 27.07.1934, n. 1265 (Testo Unico delle Leggi Sanitarie – TULLSS), ma soprattutto dalla legge 02.04.1968, n. 475 (Norme concernenti il servizio farmaceutico) e dalla legge 08.11.1991, n. 362 (Norme per il riordino del

settore farmaceutico), nonché dal D.Lgs. 30.12.1992, n. 538, in attuazione della direttiva 92/25/CEE riguardante la distribuzione all'ingrosso dei medicinali per uso umano.

Soprattutto la legge 475/1968 ha radicalmente mutato le molteplici e complesse disposizioni che disciplinavano il settore, stabilendo tra l'altro le modalità di apertura, le autorizzazioni e le limitazioni al trasferimento delle farmacie.

La norma in questione infatti stabilisce l'ubicazione, il numero e la possibilità di apertura di nuove sedi farmaceutiche sulla base di una programmazione per mezzo di una pianta organica regionale.

La Pianta Organica Regionale è un atto amministrativo alla cui formazione e revisione biennale partecipano la Regione, il Comune, le ASL e gli ordini dei farmacisti; viene formata in base a criteri demografici, topografici ed urbanistici e identifica il numero delle sedi farmaceutiche nella zona di riferimento, nonché eventuali sedi vacanti, disciplinando altresì la possibilità di apertura di nuove farmacie.

La legge 475/1968 pone un vincolo all'apertura di nuove sedi farmaceutiche limitandola alla presenza di una popolazione minima di 3.300 abitanti per zona di riferimento (così ridotto dai precedenti 4.000 abitanti, dal D.L. 24.01.2012 n. 1).

L'eventuale numero di abitanti eccedente consente l'apertura di un'ulteriore farmacia, a condizione che tale eccedenza sia superiore al 50% del parametro stesso.

È data inoltre possibilità alle regioni di prevedere l'apertura di ulteriori farmacie in aree ad alta frequentazione (stazioni ferroviarie, aeroporti civili a traffico internazionale, porti, aree di servizio autostradali e centro commerciali) entro il limite del 5% del totale delle farmacie, comprese le nuove sedi, a condizione che non siano presenti ulteriori sedi farmaceutiche entro 1.500 mt per centri commerciali e 400 mt. per gli altri luoghi.

In questi casi viene comunque previsto sino al 2022 un diritto di prelazione in favore dei Comuni in cui le stesse hanno la sede, che successivamente non potranno cederne la titolarità o la gestione.



I Comuni sono stati autorizzati a gestire le farmacie con R.D. 15.10.1925, 2578, e ai sensi dell'art. 9, Legge 475/1968, così come modificata dalla legge 08.11.1991 (norme di riordino del settore farmaceutico), possono gestire le farmacie:

- a) in economia;
- b) a mezzo di azienda speciale;
- c) a mezzo di consorzi tra comuni per la gestione delle farmacie di cui sono unici titolari;
- d) a mezzo di società di capitali costituite tra il comune e i farmacisti che, al momento della costituzione della società, prestino servizio presso farmacie di cui il comune abbia la titolarità.

Nel 1962, il Comune di Genova avvalendosi della possibilità concessagli dalla legge, deliberava di assumere direttamente l'esercizio della vendita al pubblico di farmaci (esercizio della farmacia).

Conseguentemente, nel 1963, venivano aperte le prime cinque sedi farmaceutiche a Sestri Ponente in via San Giovanni Battista, in via Burlando, in via Coronata, in via Melegari e in via Quinto.

Il criterio seguito dal Comune era quello di esercitare il diritto di prelazione in caso di cessione della titolarità della licenza, individuando nelle zone periferiche e nei quartieri popolari – dove il privato non aveva interesse a subentrare o aprire un nuovo esercizio – le zone in cui esercitare la propria funzione di pubblica utilità.

Nel 1967, il Comune costituiva l'Azienda Farmacie Comunali, gestita in economia, al fine di assicurare, nell'ambito del territorio comunale, una migliore assistenza sanitaria rivolta soprattutto alle fasce deboli della popolazione cui veniva garantita, tramite indicazione del Servizio Farmaceutico Comunale, la somministrazione gratuita dei medicinali.

Le farmacie comunali applicavano orari e turni di guardia farmaceutica diurni e notturni che venivano stabiliti dal Comune nella figura del Sindaco per tutti gli esercizi pubblici e privati.

In questo contesto, la farmacia di via Quinto veniva inserita nei turni di servizio notturno che in quegli anni erano esercitati da numerose farmacie sparse in tutto il territorio comunale.



Nel 1972, in continuità con la propria *mission*, l'Azienda Farmacie Comunali procedeva all'apertura di due nuove sedi farmaceutiche: la prima nel quartiere di Sampierdarena e la seconda nel quartiere del "Biscione".

Negli anni successivi vengono aperte altre tre farmacie, a Molassana e nei quartieri del "Cep" e del "C.I.G.E., nell'ottica di garantire un servizio primario, quale quello delle farmacie, nei quartieri a residenza popolare che ne erano prive.

Da ultimo, nel 1984, dopo circa dieci anni di controversie, veniva aperta in via Isonzo l'ultima delle 11 farmacie comunali, che, considerata l'ottima posizione dei locali, diventerà in breve tempo la sede trainante dell'azienda in termini di risultati economici.

Nel 1997, a fronte di quadro normativo in continua evoluzione il Comune di Genova decise di gestire l'esercizio delle farmacie comunali per il tramite di un'azienda speciale, che – in allora – dava le opportune garanzie per una radicale e razionale riorganizzazione che da una parte fosse in linea con il mutato quadro normativo, ma al tempo stesso ottenesse o puntasse ad ottenere – in tempi brevi – significativi risultati economici frutto di una più efficiente gestione imprenditoriale.

A tal fine l'Amministrazione trasferisce – tra le altre – la gestione delle farmacie comunali in capo A.M.I.U. S.p.A, nel frattempo trasformata in Azienda Multiservizi, alla quale viene demandata l'individuazione della nuova strategia imprenditoriale.

In data 21.12.2001, con deliberazione di assemblea del Soci n. 435 A.M.I.U. S.p.A costituiva la Società "Farmacie Genovesi S.p.A." che da mera divisione acquistava soggettività giuridica.

Nel 2001, l'Azienda Speciale A.M.I.U. – Azienda Multiservizi e d'Igiene Urbana – veniva trasformata in A.M.I.U. Genova S.p.A. e, nello stesso anno, nasceva il Gruppo A.M.I.U., composto da A.M.I.U. S.p.A., Geam S.p.A., Ecolegno S.r.l., A.M.I.U. Bonifiche S.p.A., Farmacie Genovesi S.p.A., Bagni Marina Genovese S.r.l. e Vitalia.

Nel 2009, con deliberazione di Consiglio Comunale n.90/2009, il Comune di Genova disponeva che il Gruppo-AMIU dovesse dedicarsi alle sole attività inerenti il ciclo integrato dei rifiuti nonché a tutte le

attività volte alla tutela e alla valorizzazione della qualità ambientale e del territorio, prevedendo conseguentemente la dismissione dalla partecipazione Farmacie Genovesi.

Quindi, nel 2010 – con deliberazione di Consiglio Comunale n. 401/2010 – il Comune di Genova (ri)acquisiva il controllo diretto della Farmacie Genovesi S.p.A..

Nel 2013, a fronte della generale crisi economica-finanziaria, e più in particolare del settore farmaceutico, la situazione economica patrimoniale delle Farmacie Genovesi, induceva il Comune di Genova a cedere tre sedi farmaceutiche ("Biscione", Coronata e C.I.G.E.), di più ridotte dimensioni, ma che generavano ingenti e costanti perdite, al fine di raggiungere un equilibrio economico e – concentrandosi sulle restanti e più performanti sedi – cercare di avviare un piano di rilancio commerciale.

Nello stesso anno le Farmacie Comunali – nell'intento di ridurre i costi di funzionamento – venivano trasformate da società per azioni in società a responsabilità limitata con un amministratore unico, e nell'autunno la Società provvedeva a cedere due delle tre farmacie oggetto di dismissione ("Biscione" e di Coronata).

Nel 2014 veniva da ultimo ceduta la farmacia del CIGE completando quindi il processo di dismissione e pervenendo all'attuale configurazione di 8 sedi farmaceutiche.

Dopo le ingenti perdite sopportate nell'esercizio 2012 (per Euro 326.214) e 2013 (per Euro 63.173), che hanno obbligato il Socio a ricapitalizzare la società, i risultati hanno assunto un *trend* positivo in termini di risultati economici soprattutto negli esercizi 2016 e 2017 (rispettivamente per Euro 35.895 ed Euro 58.246).

I bilanci della società, infatti, evidenziano una contrazione dei fatturati nel 2013 e 2014, ma dall'anno 2015, si manifestano gradualmente gli effetti positivi generati dal piano di rilancio dell'attività sociale e soprattutto dell'attività di *marketing* e comunicazione svolta per diversificare le vendite al fine di dare slancio alla vendita di prodotti commerciali con un margine superiore rispetto ai ricavi con il SSN, ad incasso differito.

La contestuale opera di *restyling* di molte sedi farmaceutiche (in termini di vere e proprie ristrutturazioni accompagnate dall'automatizzazione del magazzino), tutt'ora in corso, ha comportato ingenti

investimenti, che unitamente all'incremento degli orari di apertura delle farmacie rivolti allo sviluppo commerciale per accrescere qualitativamente e quantitativamente il ventaglio di servizi/prodotti offerti, hanno impedito di esprimere appieno – in termini di *performance* aziendali, soprattutto finanziarie – gli effetti positivi del piano di rilancio dell'attività.

Inoltre, il costo del personale dipendente rappresenta un fattore di criticità aziendale poiché gli elementi di rigidità che lo caratterizzano – quali l'applicazione di un Contratto Collettivo Nazionale più oneroso previsto per il settore pubblico e le politiche retributive accordanti che sono state assunte in passato – limitano il *trend* di crescita e rendono meno evidenti i risultati positivi ottenuti.

La rigidità della struttura dei costi, su tutti quelli relativi al personale dipendente, fa emergere quindi un risultato economico complessivo piuttosto limitato; questo fattore, unitamente ad uno squilibrio delle fonti di finanziamento, espresso soprattutto da un'esposizione a breve termine nei confronti dei fornitori – oltre all'esposizione bancaria – contratta per finanziare sia gli impieghi a breve termine sia gli investimenti a lungo termine, evidenzia anche una inadeguata dotazione patrimoniale stante il valore complessivo del patrimonio netto (pari a Euro 136.166 al 31.12.2017) e del capitale sociale (Euro 10.000).

Tuttavia, l'opera di *marketing* e rinnovamento commerciale dell'immagine, l'ultimazione dell'opera di *restyling* e ristrutturazione dei locali delle sedi farmaceutiche, la politica di incentivazione del personale dipendente, la gestione accentrata del magazzino unitamente agli accordi assunti con i fornitori di prodotti, nonché la possibilità di svolgere altri tipi di servizi, fanno prevedere all'Organo amministrativo un *trend* in netto miglioramento anche dal punto di vista finanziario oltre che economico, così come riportato nella "Relazione previsionale aziendale per il triennio 2018 – 2020".

Le previsioni positive contenute nel citato documento sono comprovate dalle rilevazioni effettuate al 30.06.2018 dal *management* (e contenute nel documento "Focus totale business al 30/06/2018"), che confermano – limitatamente al periodo considerato – il perseguimento degli obiettivi prefissati.

2.3. Analisi di contesto

Come evidenziato nel precedente § 2.2 una delle caratteristiche peculiari del mercato dei prodotti farmaceutici, in tutti i paesi industrializzati, è rappresentata dalla necessità di forme diversificate di regolamentazione pubblica.

La duplice natura del farmaco, prodotto industriale oltre che strumento terapeutico, comporta in ogni Paese la necessità di amministrare il settore attraverso norme legislative che disciplinino la produzione, commercializzazione dei prodotti e intervengano dal lato della domanda sulla determinazione dei prezzi e delle forme di compartecipazione dei cittadini alla spesa.

Ne deriva, dal punto di vista della concorrenza, la caratterizzazione del mercato farmaceutico come area "protetta", sottoposta a regole speciali che in alcuni casi giungono a sospendere le leggi del mercato sulla base del riconoscimento del farmaco quale prodotto essenziale per la tutela della salute e dunque tale da essere sottratto alle alternanze di disponibilità, prezzo e qualità proprie del mercato.

Le forme di tale protezione possono essere ricondotte ad alcune linee generali rappresentate, per ciò che concerne la distribuzione: da un monopolio della vendita dei farmaci concesso ad una categoria ben definita di professionisti; dal controllo dei prezzi secondo modalità che tendono a limitare e/o a fissare i ricavi di produttori, grossisti e dettaglianti; dal controllo della pubblicità dei medicinali.

In particolare, per delineare il contesto e il mercato di riferimento dei prodotti farmaceutici non si può prescindere dall'analisi di alcune caratteristiche dei prodotti farmaceutici tra cui la modalità di prescrizione (libera o nulla, ospedale, con ricetta medica etc.) e le modalità di rimborso (a carico del SSN o del cittadino).

Sulla base delle loro caratteristiche i farmaci possono essere classificati in:

Classe A: che comprende farmaci essenziali e farmaci per malattie croniche, somministrabili su apposita prescrizione medica, a carico del SSN integralmente ovvero parzialmente, con contribuzione del consumatore finale. Sono prescritti dai medici di famiglia su apposita ricetta e l'assistito può essere chiamato a corrispondere parte del prezzo (*ticket*) sulla base di disposizioni regionali.



Classe C: che comprende i farmaci residuali rispetto alla Classe A, integralmente a carico dell'utente distinguibili a loro volta, in:

- ✓ farmaci con obbligo di prescrizione medica (cd "etici");
- ✓ farmaci senza obbligo di prescrizione medica (cd di automedicazione), di cui è vietata la pubblicità (SOP, senza obbligo di prescrizione);
- ✓ farmaci senza obbligo di prescrizione medica (cd di automedicazione), che possono essere oggetto di pubblicità (da banco ovvero OTC, *over the counter*).

Classe H: comprende i farmaci che per caratteristiche farmacologiche, per modalità di somministrazione, per innovatività o per altri motivi di salute pubblica sono dispensabili negli ospedali o somministrabili negli ambulatori specialistici e di cui è vietata la dispensazione in farmacia, se non esclusivamente per conto delle predette strutture (cd DPC).

Oltre ai farmaci tradizionalmente di competenza delle farmacie, le stesse hanno cercato di diversificare la propria offerta commerciale proponendo la vendita di altri prodotti (quali integratori, prodotti dermocosmetici, alimenti speciali, etc.) e prestando servizi a sensibile valenza socio-sanitaria che sottolineano il ruolo della farmacia quale operatore del sistema sanitario (quali esami medici e biologici, servizi di primo pronto intervento, affitto di apparecchiature elettromedicali per cicli terapeutici, prenotazioni di prestazioni ambulatoriali, etc).

L'individuazione di canali alternativi di vendita con contestuale diversificazione dell'offerta si giustifica in parte con la contrazione dei margini conseguiti sulle vendite realizzate per conto del SSN e con il forte impulso – dovuto anche alle pressioni esercitate dagli organi di governo e di giustizia comunitari – verso la liberalizzazione del settore.



Dagli inizi degli anni 2000, infatti, le varie disposizioni di legge sono state indirizzate al contenimento della spesa farmaceutica pubblica³ attraverso vari provvedimenti legislativi, amministrativi sia nazionali che regionali.

Sono state infatti introdotte norme a riduzione del prezzo dei farmaci mediante aumento dello sconto obbligatorio dovuto dalle farmacie al SSN, in principio con riferimento al prezzo di farmaci concessi in regime mutualistico, successivamente con l'abbattimento diretto del prezzo dei farmaci di classe A del 4,12%⁴ (che ha interessato anche i farmaci totalmente a carico dei privati), da ultimo attraverso la previsione⁵ di uno sconto applicabile dalla singola farmacia entro il limite massimo del 20% per tutti i farmaci senza obbligo di prescrizione medica.

Inoltre, con l'istituzione dell'Agenzia Italiana del Farmaco⁶ è stato aggiornato il Prontuario Farmaceutico Nazionale e adottato dall'ente un sistema selettivo di riduzione dei prezzi nonché introdotta un'autorizzazione preventiva all'immissione in commercio di nuovi farmaci generici (cd "equivalenti")⁷.

Contestualmente è stata attuata l'esternalizzazione dalle farmacie di rilevanti quote di prodotti farmaceutici in favore delle strutture pubbliche (attraverso erogazione diretta) e della grande distribuzione (GDO), culminata con il D.L. 04.07.2006, n. 223 – cd Decreto Bersani – convertito con 04.08.2006, n. 248.

La Legge 248/2006 ha di fatto modificato la regolamentazione esistente nel settore farmaceutico, autorizzando la vendita dei medicinali da automedicazione (OTC) e senza obbligo di prescrizione (SOP) negli esercizi commerciali diversi dalle farmacie, alla condizione che in tali locali di vendita sia presente un farmacista abilitato.

³ Su tutti il D.L. 18.09.2001 n. 347 convertito con legge 16.11.2001, n. 405 recante interventi urgenti in materia di spesa sanitaria.

⁴ D.L. 24.06.2004, n. 156 convertito in legge 02.08.2004, n. 202.

⁵ D.L. 27.05.2005, n. 87 convertita in legge 26.07.2005, n. 149.

⁶ D.L. 30.09.2003, n. 269, convertito in legge 24.11.2003, n. 326.

⁷ Introdotti in Italia dal 2001

Va anche rilevato come la norma ha altresì previsto che il distributore può liberamente scontare il prezzo al pubblico dei medicinali OTC e SOP, determinando in questo modo la quasi totale liberalizzazione del prezzo di questi prodotti.

Questi interventi hanno di fatto aumentato il livello di concorrenza ma anche contratto i margini operativi a parità di fatturato finanche alla contrazione dell'utile netto a parità di margine operativo lordo.

A compensare parzialmente tale situazione deprimente è intervenuto il D.Lgs. 03.10.2009, n. 153⁸ che ha individuato i seguenti nuovi servizi a valenza socio-sanitaria erogabili dalle farmacie pubbliche e private operanti in convenzione con il SSN:

- a) la partecipazione delle farmacie al servizio di assistenza domiciliare integrata a favore dei pazienti residenti o domiciliati nel territorio della sede di pertinenza di ciascuna farmacia, a supporto delle attività dei medici di medicina generale, attraverso
 - 1) la dispensazione e la consegna domiciliare di farmaci e dispositivi medici necessari;
 - 2) la preparazione nonché dispensazione a domicilio delle miscele per la nutrizione artificiale e dei medicinali antidolorifici;
 - 3) la dispensazione per conto delle strutture sanitarie dei farmaci a distribuzione diretta;
 - 4) la messa a disposizione di operatori socio-sanitari, di infermieri e di fisioterapisti per l'effettuazione, a domicilio, di specifiche prestazioni professionali richieste dal medico di base o dal pediatra di libera scelta.
- b) La collaborazione delle farmacie alle iniziative finalizzate a garantire il corretto utilizzo dei medicinali prescritti e il relativo monitoraggio, a favorire l'aderenza dei malati alle terapie mediche, anche attraverso la partecipazione a specifici programmi di farmacovigilanza;



⁸ Adottato ai sensi dell'art. 11, comma 1, legge 18.06.2009, n. 69 che delegava il Governo ad adottare uno o più decreti legislativi finalizzati all'individuazione di nuovi servizi a forte valenza socio-sanitaria erogati dalle farmacie pubbliche e private operanti in convenzione con il SSN.



- c) L'erogazione di servizi di primo livello, attraverso i quali le farmacie partecipano alla realizzazione di programmi di educazione sanitaria e di campagne di prevenzione delle principali patologie a forte impatto sociale;
- d) L'erogazione di servizi di secondo livello rivolti ai singoli assistiti, in coerenza con le linee guida ed i percorsi diagnostico-terapeutici previsti per le specifiche patologie, su prescrizione dei medici di medicina generale e dei pediatri di libera scelta, anche avvalendosi di personale infermieristico, prevedendo anche l'inserimento delle farmacie tra i punti forniti di defibrillatori semiautomatici;
- e) Effettuazione, presso le farmacie, nell'ambito dei servizi di secondo livello di cui alla lett. d), di prestazioni analitiche di prima istanza rientranti nell'ambito dell'autocontrollo, restando in ogni caso esclusa l'attività di prescrizione e diagnosi, nonché il prelievo di sangue o plasma;

L'effettuazione di attività attraverso le quali nelle farmacie gli assistiti possano prenotare prestazioni di assistenza specialistica-ambulatoriale presso le strutture sanitarie pubbliche e private accreditate con il SSN, e provvedere al pagamento delle relative quote di partecipazione alla spesa a carico del cittadino, nonché ritirare i referti relativi a prestazioni di assistenza specialistica ambulatoriale.

Il provvedimento configura un nuovo ruolo delle farmacie pubbliche e private, più vicino alle attività di carattere socio-assistenziale svolte dalle strutture pubbliche delle quali verrebbero a costituire una sorta di apparato amministrativo, ma anche una sorta di "punto di assistenza di prossimità".

I più recenti D.L. 06.12.2011, n. 201 – cd "Decreto Salva Italia", convertito con legge 22.12.2011, n. 214 e D.L. 24.01.2012, n. 1 – cd "Decreto Concorrenza" convertito con legge 24.03.2012, n. 27, hanno previsto una parziale liberalizzazione dei farmaci della Classe C che possono essere così venduti anche nelle parafarmacie – potenziando di fatto tale canale direttamente concorrente delle farmacie – introdotto la possibilità di praticare sconti sui prezzi di tutti i tipi di farmaci e prodotti venduti, se pagati direttamente dal cliente e non a carico del SSN, nonché sancito di fatto la liberalizzazione degli orari di apertura che le farmacie possono estendere a loro discrezione.



Di talché i turni e gli orari fissati dalle autorità diventano semplici requisiti minimi.

Da ultimo con la legge 4 agosto 2017, n. 124 (cd Legge Annuale per il Mercato e la Concorrenza) è stato di fatto eliminato il limite di detenzione massimo di 4 farmacie in capo ad unico soggetto, nonché introdotto la possibilità di partecipazione di soci di capitale (seppure nel limite del 20% su base regionale). Tale provvedimento, i cui effetti non si sono completamente manifestati, da un lato consentirebbe – con l'ingresso di soci di capitali – di beneficiare di nuovi investimenti ed economie di scale che comporterebbero anche l'abbassamento dei costi per le farmacie stesse e per il consumatore; dall'altro potrebbe vedere mutare l'esercizio della farmacia nella direzione più vicine al mondo della distribuzione moderna organizzata o verso modelli evolutivi meno prevedibili.

Di certo – almeno nel breve periodo – potrebbero portare ad una negoziabilità maggiore delle farmacie intese come aziende commerciali.



2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio

Alla data odierna sono molteplici i fattori a rendere complessa l'operazione di valutazione economica di una o più farmacie complessivamente considerate.

La riduzione costante della spesa farmaceutica da parte di Stato e Regioni – operata sia con un maggior controllo delle prescrizioni, sia con la riduzione della remunerazione delle farmacie – nonché la crisi economica – che porta alla contrazione della spesa farmaceutica non coperta da SSN e all'aumento tendenziale dell'uso di farmaci generici – sono fenomeni che rendono difficoltoso definire possibili scenari futuri e conseguentemente stimare un valore tendenziale futuro di una farmacia.

Da un lato questo scenario di incertezza del mercato tende a scoraggiare operazioni di acquisto da parte degli operatori economici in attesa che vada meglio definendosi il quadro normativo ed economico.

Tuttavia, in un contesto da anni assai depresso, le prospettive di deregolamentazione del settore – in vero già in corso, ma i cui effetti devono ancora manifestarsi pienamente – dovrebbero dare nuovo impulso alle negoziazioni.

A parere di chi scrive, nonostante la nuova normativa sia relativamente recente, risulta logico ipotizzare nel medio periodo una maggiore facilità di accesso – oltre che una minore protezione legislativa – nel mercato e nella commercializzazione di una certa fascia di prodotti, ma anche una contestuale contrazione dei prezzi di vendita delle aziende che operano nel settore e conseguente assottigliamento dei margini.

Certamente i nuovi provvedimenti – su tutti la legge 124/2017 – avranno un forte impatto sulle aspettative reddituali ma soprattutto sulla pronta "liquidabilità" dell'avviamento delle farmacie esistenti.

Le considerazioni sin qui svolte non possono non influenzare – in positivo e/o negativo – la presente valutazione facendo emergere la necessità di procedere con massima prudenza nell'operazione di stima del valore del capitale economico delle Farmacie Genovesi S.r.l. che lo scrivente ritiene possa essere rappresentato dall'avviamento e dall'esercizio (*rectius* autorizzazione) della sede farmaceutica come meglio declinata nelle successive sezioni.

Nei successivi paragrafi verranno pertanto analizzati i principali criteri generalmente utilizzati per la stima di complessi aziendali, al fine di individuare tra i metodi che la prassi e la dottrina offrono quello o quelli che meglio si adattano agli obiettivi della stima ed alle caratteristiche dell'azienda da stimare.

- a) valori di capitale economico: esprimono una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile e obiettiva. La generalità della valutazione comporta che essa prescinda, di norma, da effetti contingenti di domanda e di offerta;
- b) valori potenziali: esprimono una valutazione prospettica di lungo periodo, sostanzialmente svincolata con i risultati del passato e connessa con scenari futuri;
- c) grandezze dedotte dal mercato o da negoziazioni specifiche: non risultano da un processo di stima, ma dall'applicazione di indici e moltiplicatori dedotti dal mercato e/o da specifiche negoziazioni a grandezze economiche proprie delle aziende oggetto di osservazione. Hanno utilità d'impiego nella misura in cui rappresentano dei metodi di controllo;
- d) grandezze orientative dedotte dall'esperienza: sono il risultato di metodi empirici (c.d. «rules of thumb» nella terminologia di lingua inglese) che forniscono una utilità d'impiego limitata, in quanto indicativa in linea approssimativa del prezzo più probabilmente applicato sul mercato;
- e) valore di liquidazione: rappresenta il limite minimo della stima dell'azienda che cessa ogni attività produttiva.

A fini di completezza metodologica, di seguito si descrivono i possibili criteri di valutazione elaborati dalla dottrina e dalla prassi aziendale, concludendo con l'individuazione del criterio ritenuto dal perito più idoneo al caso sulla base degli elementi e delle informazioni disponibili.

3.1.1. Metodo patrimoniale

Nel quadro delle metodologie esistenti è possibile, innanzitutto, seguire un criterio valutativo ancorato ad una concezione patrimoniale dell'azienda oggetto di stima, detto appunto "metodo patrimoniale", semplice o complesso, a seconda che non si tenga o si tenga conto dei beni immateriali anche non espressi nelle contabilità aziendale, quali marchi, know how, valore di contratti o convenzioni, che regolano aspetti generali o particolari della gestione e della struttura aziendale e così via.



Si tratta nella fattispecie di una metodologia che, dopo un esame critico degli elementi costitutivi del patrimonio aziendale, nell'accezione più larga, attribuisce loro un valore corrente, considerando un insieme di variabili: costi storici sostenuti; misura del costo storico di ricostruzione a nuovo, rettificato in modo da riflettere il deperimento fisico e l'obsolescenza tecnologica e funzionale subita dai beni; costi di produzione o di acquisto delle merci; valori di realizzo o di estinzione di crediti e debiti; apprezzamento, in modo congruo e pertinente, di rischi e passività potenziali; prudente valorizzazione di beni immateriali; opportuna considerazione dei carichi fiscali latenti relativi all'evidenziazione di plusvalenze rispetto ai valori storici di bilancio, ove ne ricorrano i presupposti.

Il valore del patrimonio rettificato (K) risulta dalla sommatoria degli elementi costitutivi dell'attivo ($\sum EC$) in tal modo determinati, detratto l'ammontare complessivo dei debiti e dei fondi (D) inclusi nel passivo:

$$K = \sum_{s=1-n} EC_s - D$$

Dove:

K è il valore del patrimonio rettificato,
 EC sono gli S elementi costitutivi dell'attivo,
 D l'ammontare complessivo dell'indebitamento e dei fondi

In concreto il metodo patrimoniale consiste nello stimare il valore corrente ed effettivo dei diversi elementi positivi e negativi che concorrono a determinare il capitale netto di un'impresa.

In particolare, la stima dei valori correnti o di mercato degli elementi attivi e passivi del patrimonio conduce al calcolo del capitale netto rettificato mediante:

- 1) correzione degli elementi attivi oggetto di stima, con la conseguente emergenza di plusvalenze o minusvalenze (le voci tipicamente interessate sono le immobilizzazioni, le partecipazioni, i beni immateriali);
- 2) rettifica eventuale degli accantonamenti del passivo (principalmente: fondo imposte, fondo svalutazione crediti, fondi di quiescenza, fondi rischi);

3) considerazione, ove necessaria, degli effetti fiscali relativi alle rettifiche di valore operate per singoli elementi.

È evidente che un valore così determinato, per quanto risultante da operazioni di stima estremamente accurate, riveste un carattere eminentemente statico. Esso è inoltre determinato come aggregazione tramite sommatoria, di elementi eterogenei e quindi potrebbe rivelarsi – da solo – inadatto a cogliere il carattere di "sistema organizzato" che qualifica profondamente il complesso aziendale e dal quale scaturisce il reddito.

3.1.2. Metodo reddituale

Per le ragioni appena richiamate, nelle operazioni di valutazione di realtà aziendali pienamente operanti si contrappone al metodo patrimoniale quello reddituale puro o quanto meno si procede, tramite quest'ultimo, ad una sua verifica.

Il metodo reddituale puro si fonda sulla capacità di un assetto aziendale patrimoniale di produrre un adeguato flusso di reddito, avente la sua espressione relativa in un tasso percentuale calcolato sulla consistenza patrimoniale dell'impresa (capitale investito), tasso che deve tener conto della situazione corrente sui mercati finanziari e del rischio dell'operare in particolari settori.

Determinato quindi in R il reddito medio normale atteso sulla base di serie storiche e di opportune proiezioni per periodi futuri, entro certi limiti controllabili, il valore dell'azienda, W può esprimersi con la formula di una rendita perpetua:

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

Dove i indica il tasso di rendimento normale atteso dall'impiego dei capitali nell'ambito dell'azienda oggetto di valutazione. L'applicazione di un metodo di questo tipo, pur nella naturale incertezza

della stima di R, può trovare utile applicazione nel caso di aziende che, per le caratteristiche di gestione e di struttura nelle quali operano, possano rendere accettabili orizzonti di ipotesi e di redditi più estesi e definiti di quelli caratterizzanti altri rami di attività economica.

3.1.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale

L'esistenza di elementi a favore o contro l'uno o l'altro dei due metodi sinora descritti induce non di rado a dare la preferenza a un metodo misto patrimoniale – reddituale.

Esso appare idoneo a tenere contemporaneamente conto sia del dato, entro certi limiti considerabile oggettivo, costituito dalla consistenza patrimoniale dell'azienda a valori correnti, sia della sua redditività prospettica.

Quest'ultimo elemento risente ovviamente della maggiore incertezza di valutazione, ma meglio riflette le effettive determinanti di un valore aziendale.

In modo particolare ci si orienta, in tal caso, sulla scelta del criterio raccomandato dall'Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari (UEC), in base al quale il valore dell'azienda W viene determinato aggiungendo al patrimonio netto contabile rettificato (K) un valore di avviamento stimato tramite l'attualizzazione di un sovrareddito nell'ipotesi che esso permanga per un determinato numero di anni (n) ad un tasso (i) convenientemente individuato. Si adotta la seguente formula:

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

Dove:

W = valore dell'azienda

K = capitale rettificato a valori correnti

R = reddito normale medio atteso

i = tasso desiderato di rendimento (redditività minima che giustifica l'investimento nel patrimonio aziendale oggetto di stima)

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito rispetto al reddito minimo desiderato (Ik)

n = orizzonte temporale di attualizzazione del sovra reddito

(ammortamenti e remunerazioni del capitale investito) afferenti alle immobilizzazioni tecniche post-rivalutazione.

Anziché operare una rivalutazione "piena" dei cespiti aziendali nella stima patrimoniale e poi un abbattimento sul valore ottenuto a seguito di una determinazione di avviamento negativo, si attua quindi una rivalutazione "limitata" ovvero "controllata". Le plusvalenze vengono, pertanto, accolte in misura ridotta, compatibile con la capacità di reddito prospettata.

L'attendibile previsione dei redditi futuri costituisce l'elemento di "veridicità" del metodo.

In presenza di una redditività insufficiente, devono essere individuati i margini prospettici disponibili per la remunerazione e l'ammortamento dei capitali investiti in tali beni.

Tali margini vengono poi attualizzati per un periodo pari alla vita media residua dei cespiti. La vita media residua dei cespiti deve essere ponderata rispetto alle varie categorie dei beni strumentali in uso (limitandoli a quelli ammortizzabili ed escludendo i terreni; per i beni immobili, inoltre, la vita residua è sensibilmente più elevata).

Per determinare i margini per gli ammortamenti e per la remunerazione del capitale investito, occorre operare alcuni aggiustamenti. Occorre, infatti, scorporare la componente remunerativa relativa agli investimenti diversi dai cespiti ammortizzabili al fine di ottenere il margine operativo disponibile per il capitale fisso.

Attualizzando il dato così ottenuto, si ottiene il valore economico delle immobilizzazioni e per quadratura il patrimonio netto: il valore, però, è accolto a condizione che non superi il valore corrente di mercato.

3.1.5. Metodi finanziari (Discounted Cash Flow)

Per determinare il valore di una azienda i metodi finanziari si basano sulla considerazione ed elaborazione dei flussi di cassa generati dall'attività aziendale al netto della relativa posizione finanziaria netta ed eventualmente delle attività nette non operative (*Discounted Cash Flow*), con

conteggio dei flussi di cassa disponibili previsti (*Free Cash Flows*) relativi al periodo di sviluppo aziendale, attualizzati ad un tasso appropriato.

Il metodo in parola è quindi basato sull'attualizzazione, secondo un tasso corretto per il rischio, dei flussi finanziari attesi che l'azienda genererà.

Nella prospettiva "asset side" questa metodologia assume quali flussi periodici quelli relativi all'attività operativa, mentre nell'ottica "equity side" i flussi netti per gli azionisti.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* si presta alla valutazione di aziende contraddistinte da una condizione di stabilità: in generale, l'orizzonte temporale di attualizzazione è considerato indefinito, ma possono verificarsi casi in cui risulta più appropriato fissare un periodo finito, ad esempio, per le attività in concessione.

Il valore di un'entità aziendale generatrice di utilità monetarie è dato dalla somma algebrica degli addendi che vengono di seguito indicati, per motivi espositivi, con riguardo ad una fattispecie valutativa avente ad oggetto un'azienda in forma societaria:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti verosimilmente generati in un arco temporale ragionevole;
- flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati al termine di tale arco temporale;
- presumibile valore di attività accessorie (*surplus assets*) non compresi nei flussi di cassa operativi, rivenienti dalla gestione dell'entità;
- indebitamento finanziario e interessi di terzi.

Tali addendi si riassumono nella seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} + SA - PFN - M$$

dove:

W = il valore del capitale economico dell'entità

FC_t	= il flusso di cassa operativo netto annuale atteso nel periodo t
TV	= il valore finale (<i>terminal value</i>) dell'entità produttiva di <i>cash flow</i>
SA	= il valore dei <i>surplus asset</i> rivenienti dalla gestione dell'entità;
PFN	= la posizione finanziaria netta;
M	= l'interesse di terzi (<i>minorities</i>);
n	= l'arco temporale espresso in periodi, di norma annuali;
WACC	= il costo medio ponderato del capitale.

3.1.6. Altri metodi: i multipli di mercato, transazioni comparabili e comparate

Un ultimo gruppo di metodi, la cui applicazione si sta largamente diffondendo, stima il patrimonio aziendale sulla base di un moltiplicatore di un suo aggregato di conto economico (tipicamente l'Ebit o l'Ebitda) aggiungendo poi algebricamente la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima.

Il metodo dei moltiplicatori di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un valore, o un intervallo di valori – qualora la società non sia quotata - ovvero verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

A livello operativo i multipli ricavabili dal mercato e maggiormente utilizzati nella valutazione di aziende – anche solo come metodologia di controllo – sono di tipo *asset side*, riferiti a grandezze o margini operativi quali:



$$EV = m \times NOPAT$$

$$EV = m \times EBIT$$

$$EV = m \times EBITDA$$

$$EV = m \times SALES$$

$$EV = m \times COIN$$

dove

m = moltiplicatore/multiplo;

NOPAT = reddito operativo al netto delle imposte figurative;

EBIT = reddito operativo

EBITDA = reddito operativo lordo (c.d. MOL) dato da EBIT e costi non monetari (EBIT + ammortamenti + accantonamenti);

SALES = fatturato;

COIN = capitale operativo investito.

La capacità valutativa di tali metodi è relativa e il risultato che ne deriva è non tanto la quantificazione del valore dell'impresa, quanto piuttosto un prezzo probabile o verosimile che si potrebbe realizzare sul mercato della negoziazione in una data epoca.

Tuttavia, l'apparente facilità relativa all'adozione del metodo in oggetto nasconde alcune criticità in relazione alla razionalità e confrontabilità del campione di aziende di riferimento scelto, del moltiplicatore da utilizzare nonché alla numerosità del campione considerato e al suo posizionamento rispetto all'azienda oggetto di valutazione.

Le difficoltà insite nella scelta del campione di società comparabili e del moltiplicatore da utilizzare, limitano spesso l'utilizzo dei multipli di mercato a semplice metodo di controllo per validare i risultati



ottenuti con altri metodi, soprattutto quando l'obiettivo della valutazione è l'individuazione di un prezzo, e non solo di un valore.

3.2. Metodo di valutazione utilizzato

Come in tutte le valutazioni, anche nel caso di società che esercitano il servizio di farmacia, non esiste un metodo migliore rispetto ad altri; la scelta infatti viene effettuata di volta in volta in relazione alle specifiche circostanze.

Dev'essere tuttavia sottolineata una preferenza accordata, nella prassi professionale, alle metodologie di tipo finanziario, con particolare riguardo al *Discounted Cash Flow Method* – DCF, spesso applicato come metodo principale o come metodo di controllo.

Attraverso il DCF il valore dell'azienda è calcolato sulla base del valore dei flussi di cassa che essa genererà negli anni futuri, scontati ad un congruo tasso che rappresenta il costo del capitale dell'impresa, a cui viene sommato il "terminal value" attualizzato. L'approccio basato sui flussi di cassa esprime il convincimento che l'impresa vale per i risultati economici che è in grado di generare.

Tale metodo presenta tuttavia alcune criticità in riferimento alla determinazione dei flussi di cassa, supposti coincidenti con l'orizzonte temporale considerato, presupponendo che gli stessi siano stabili e prevedibili, oltre al problema della scelta del tasso di attualizzazione degli stessi flussi.

I flussi di cassa o di reddito storici sono dati certi mentre gli stessi flussi riferiti al futuro assumono un crescente grado di incertezza e hanno un'attendibilità decrescente in funzione del tempo.

Il perito ritiene quindi che il metodo del DCF sia difficilmente applicabile al caso di specie sia per le dimensioni della società oggetto di valutazione sia per il mercato in cui opera, sia – infine – in relazione alla base informativa disponibile per la presente valutazione.

Il metodo reddituale contrariamente, risulterebbe più appropriato nel caso di una continuità aziendale e di assetto sociale rispetto all'ipotesi di variazione della compagine societaria; in tale



ultima ipotesi il dato che maggiormente rileva è rappresentato dalla capacità di generare flussi finanziari.

I metodi reddituali come quelli finanziari, si fondano su previsioni di flussi di reddito o di cassa difficilmente determinabili, considerata l'alea che contraddistingue il settore e le personali capacità di chi gestisce una realtà complessa quale la farmacia, fattori che determinano un maggiore o minore profitto commerciale.

Negli ultimi anni il criterio dei multipli di mercato ha trovato analogia diffusione al metodo DCF.

Tale metodo, tuttavia, viene utilizzato nel nostro paese prevalentemente come metodologia di controllo.

Il metodo dei moltiplicatori di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

Le difficoltà insite nella scelta del campione di società comparabili e del moltiplicatore da utilizzare, limitano l'utilizzo dei multipli di mercato a semplice metodo di controllo per validare i risultati ottenuti con altri metodi, soprattutto quando l'obiettivo della valutazione è l'individuazione di un prezzo, e non solo di un valore.

Lo scrivente ritiene infine che, nel caso di specie, il Metodo patrimoniale semplice – da solo – non sia adatto e non rappresenti – per le sue evidenti caratteristiche statiche – il valore del complesso aziendale – con le connotazioni e particolari peculiarità – qual è la farmacia italiana, nell'attuale momento di mercato.

La valutazione basata sulla concezione patrimoniale dell'azienda oggetto di stima risulterebbe eccessivamente penalizzante in quanto determinerebbe un valore di azienda che prescinde dal valore di mercato.

Inoltre, i criteri di determinazione del valore economico di una farmacia o società di farmacisti, si sono storicamente differenziati, nella prassi, da quelli normalmente utilizzati per stimare il valore di altre società commerciali.

Quindi, sulla base delle considerazioni fin qui svolte e per gli evidenti motivi connessi alle caratteristiche intrinseche di ciascun metodo – che sono state sopra esposte – esaminate le caratteristiche specifiche dell'attività, del mercato di riferimento di Farmacie Genovesi, esaminatane la struttura economica patrimoniale, finanziaria e societaria, il perito ha ritenuto più idoneo a rappresentare il valore dell'azienda un metodo patrimoniale-compleso con specifica valorizzazione delle attività immateriali, nello specifico dell'avviamento, attraverso l'applicazione di parametri (moltiplicatori) espressi dal mercato.

Farmacie Genovesi, infatti presenta tra le immobilizzazioni un consistente patrimonio immobiliare e al contempo svolge un'attività sottoposta – nonostante la *deregulation* degli ultimi anni – ad autorizzazioni che può implicare la stima autonoma di beni immateriali latenti o dell'avviamento.

Individuato il metodo di valutazione da applicare, vanno tuttavia sottolineate alcune specificità inerenti alla valutazione delle farmacie.

Occorre infatti considerare che il valore di una farmacia è incentrato quasi interamente su un asset immateriale, costituito dall'avviamento e dal diritto di esercizio della sede farmaceutica, il quale incorpora la concessione del pubblico servizio farmaceutico.

Il valore dell'azienda "farmacia" finisce perciò assai spesso per identificarsi, in ultima analisi, con il suo valore di avviamento.

La determinazione del valore di tale *intangibile asset* nella prassi per la valutazione dell'azienda farmacia prescinde in larga misura dagli usuali criteri comunemente impiegati nella valutazione del capitale economico delle società commerciali.

Infatti, comunemente si afferma che il volume d'affari realizzato da una farmacia negli ultimi tre anni costituisca il principale elemento di riferimento per identificare l'avviamento e quindi il valore di mercato dell'azienda stessa.

Tale valore è suscettibile di rettifica, in aumento o in diminuzione, sulla base di un certo coefficiente, che in passato è risultato oscillare ampiamente raggiungendo punte di oltre 200% il valore del fatturato (in alcuni casi considerato addirittura al lordo dell'IVA), e che attualmente risulta compreso tra il **75%** e **150%**, comunque da verificare per ogni singola area territoriale di appartenenza.

Le numerose cessioni che intervengono in un dato momento storico e in una determinata zona indicano i criteri ed i parametri da utilizzare per la determinazione del valore di mercato delle farmacie comprese nella stessa zona.

Detti criteri e parametri tuttavia costituiscono solo riferimenti orientativi al fine di formulare la corretta stima di valore della o delle farmacie oggetto di stima.

È importante infatti precisare che si deve rifuggire dalla meccanica applicazione di un coefficiente predeterminato, come purtroppo assai spesso accade nella pratica professionale.

Ciascuna azienda infatti, costituisce un *unicum*, non riconducibile ad un paradigma predeterminato e sul cui valore incidono innumerevoli fattori personali (capacità imprenditoriale ed esperienza professionale del titolare, qualità delle risorse umane, immagine e rapporti con la clientela etc.), aziendali (ubicazione della sede, caratteristiche dimensionali, gamma merceologica trattata, qualità dei rapporti con i fornitori, etc.), e di mercato (*trend* della spesa sanitaria, politiche di contenimento adottate dagli organi di governo, scenari di innovazione di canale di vendita e di



prodotto nell'industria farmaceutica, scenari di mutamento della normativa di settore, delegificazione e federalismo etc.).

Il semplice fatturato non è infatti sufficiente a definire il valore dell'avviamento, dovendosi considerare le caratteristiche specifiche della farmacia oggetto di valutazione.

Tanto premesso, i principali elementi "correttivi", che concorrono a determinare – nella prassi – la scelta del coefficiente da applicare, possono essere individuati nei seguenti *benchmarks*:

- livello di fatturato;
- stato dei locali ove viene esercitata la farmacia (superficie, numero vetrine, stato di conservazione, condizioni contratto locazione immobile);
- stato degli arredi e delle attrezzature;
- livello di informatizzazione e affidabilità del sistema gestionale;
- ubicazione territoriale della farmacia (centrale, periferica o semiperiferica, zona turistica, percorribilità stradale, possibilità soste brevi o posteggio etc);
- presenza nelle vicinanze di ambulatori medici o altre strutture sanitarie;
- orari di apertura e stato dei turni festivi, notturni feriali etc;
- tipologia della clientela (di passaggio, di quartiere etc.)
- numero dei servizi offerti;
- stato della pianta organica regionale (possibilità o meno di apertura nuove farmacie nelle vicinanze);
- percentuali di vendite alla ASL rispetto alle vendite per contanti;
- puntualità dei pagamenti relativi alle forniture alle ASL.



Nella prassi valutativa si tende in primo luogo a determinare il valore dell'avviamento e diritto di esercizio, come sopra rappresentato, per poi calcolare il valore economico della società come somma algebrica di detto valore immateriale, delle scorte dei debiti e crediti, degli altri cespiti e delle altre attività e passività esistenti.

Tuttavia, poiché la funzione della presente perizia non è quello di valutare la singola azienda o sede farmaceutica, ma quella di determinare il valore della quota di partecipazione al capitale sociale di Farmacie Genovesi S.r.l., detenuta dal Comune di Genova, da porre come prezzo a base d'asta per l'eventuale vendita, si assume che il valore dell'avviamento incorpori gli arredi, i macchinari e tutti gli altri cespiti ad esclusione degli immobili di proprietà e delle scorte che saranno separatamente valorizzati.

Nella successiva Sezione IV si declinerà il metodo attraverso la variante applicata al caso di specie.

Infine, sebbene nella prassi professionale di frequente si privilegi l'impiego di più metodologie valutative, o quantomeno, accanto al cd metodo "principale", l'adozione di un cd metodo di "controllo", lo scrivente ritiene che possa essere impiegato anche un solo metodo già come sottolineato da autorevole dottrina⁹, a condizione che venga svolta un'accurata "analisi fondamentale".

⁹ Guatri - Uckmar, Linee guida per le valutazioni economiche, Egea, Milano, 2009, pag. 92: "l'ingiustificato ricorso ad un ampio spettro di metodologie spesso appare tuttavia solo un modo di sfuggire alla responsabilità di comporre una scelta ragionata, idonea a riflettere le peculiarità del caso in esame".

Sezione IV

VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELL'AZIENDA

4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato – 4.2. Determinazione del valore dell'Avviamento-EV – 4.3. Valore del Patrimonio Immobiliare-PI – 4.4. Capitale Circolante Netto-CCN – 4.5. Valutazione del capitale economico e sintesi valutativa – 4.6. Conclusioni

4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato

Di seguito si fornisce in dettaglio la delimitazione del capitale economico della società oggetto di stima e lo sviluppo della metodica di valutazione adottata.

Come indicato al § 3.2 il criterio di valutazione adottato dal perito per determinare il valore del capitale economico della società è quello patrimoniale complesso, attraverso l'applicazione di un metodo empirico, così come di seguito meglio declinato, con specifica valorizzazione dell'avviamento attraverso i multipli del fatturato.

Considerato che non sarà valutata la singola azienda o rami della stessa, bensì il valore di partecipazione al capitale della società, l'avviamento identificherà la titolarità delle licenze comprensivo del diritto di esercizio della sede farmaceutica (EV).

Come premesso nella precedente sezione, comunemente si afferma che il volume d'affari realizzato da una farmacia negli ultimi tre esercizi – o un suo multiplo – possa costituire il principale elemento di riferimento per identificare l'avviamento e quindi il suo valore di mercato, procedendo tuttavia ad introdurre opportuni elementi correttivi per esprimere la posizione della stessa sul mercato.

Tuttavia, tenuto conto della data di redazione della presente perizia e del consolidamento dei dati contabili al 30.06.2018¹⁰, che confermano le previsioni contenute sia nella "Relazione previsionale aziendale 2018 – 2020" (limitatamente all'anno 2018 e al fatturato), sia nel Budget redatto per l'anno 2018, il sottoscritto ha ritenuto di includere l'esercizio in corso per la determinazione del valore medio del

¹⁰ Rif. Doc. "Focus totale business al 30.06.2018" e "Consuntivo 30.06.2018 – Fatturato caratteristico farmacie"

fatturato triennale, assumendo i dati del fatturato 2018 indicati nel Budget 2018 provvedendo prudenzialmente a "normalizzare" opportunamente le previsioni con i dati consuntivi semestrali.

Parimenti, lo scrivente ha escluso dalla valutazione – pur procedendo alla relativa analisi – l'annualità 2015 poco rappresentativa dell'attuale configurazione del *business* aziendale.

Il perito ha quindi proceduto all'applicazione dei multipli del fatturato – metodologia storicamente seguita per i processi di valutazione e vendita di farmacie private e pubbliche – con aggiustamenti e rettifiche tesi ad adeguare il moltiplicatore alla nuova situazione di mercato e alle specifiche caratteristiche della società oggetto di valutazione.

Inoltre, per tenere in debita considerazione la consistenza patrimoniale delle Farmacie Genovesi, l'importo dell'avviamento è stato integrato con il valore del patrimonio immobiliare (PI) calcolato a valori correnti.



Infine, per conferire al capitale economico di Farmacie Genovesi un valore di mercato che tenga in debita considerazione le particolari peculiarità dell'attività svolta, le specifiche caratteristiche della stessa, nonché il valore delle scorte – che spesso vengono separatamente inventariate e sommate algebricamente al valore dell'azienda farmacia – il valore è stato adeguato con un indicatore di *performance* aziendale individuabile nel capitale circolante netto (CCN) alla data del 31.12.2017.

Sovente, nella prassi operativa, tale fattore (ovvero la posizione finanziaria netta, gli investimenti, i costi di *marketing* o per ricerca & sviluppo) viene utilizzato anche come indice per adeguare il prezzo di vendita aggiornandolo dalla data di riferimento della valutazione ("signing") alla data dell'operazione ("closing").

Tutto quanto sopra enunciato sarà espresso dalla seguente formula

$$W = EV + PI + CCN$$

dove:



W	= Valore del capitale economico;
EV	= Valore aziendale (<i>Enterprise Value</i>);
PI	= valore del patrimonio immobiliare
CCN	= Capitale Circolante Netto;

È di tutta evidenza, che trattandosi di una valutazione economica riferita non già all'azienda in sé, bensì alla partecipazione detenuta dal Socio, eventuali plusvalenze fiscalmente rilevanti al momento della vendita (come ad esempio gli immobili valutati ad un valore di mercato superiore al valore contabile) ovvero sottoposti ad eventuale procedura di ammortamento (come nel caso della valorizzazione dell'avviamento), siano passibili di generare **oneri fiscali potenziali**.

Tali oneri gravano in via latente sull'acquirente di partecipazioni sia che voglia procedere al realizzo diretto di singole attività, tramite l'applicazione di imposte sulle plusvalenze, sia che proceda all'utilizzo dell'attività (propriamente in caso di conferimento o fusione), non potendosi vedere riconosciuta la deducibilità delle quote di ammortamento sul valore della transazione/prezzo d'acquisto.

I Principi Italiani di Valutazione, si limitano al riguardo a raccomandazioni di buon senso, ma nella prassi valutativa, così come viene sostenuto da anni da autorevole dottrina¹¹, benché si tratti di oneri potenziali che potrebbero manifestarsi in un tempo futuro non esattamente definito, ciò non toglie l'opportunità di considerarli.

Lo scrivente quindi, per una completa rappresentazione del valore aziendale alla data di riferimento della perizia, ha ritenuto corretto calcolare tali oneri fiscali potenziali (OFP), sull'eventuale plusvalore attribuito al comparto immobiliare e sul valore dell'avviamento. Di tale calcolo è data evidenza separata ai fini di uno specifico apprezzamento, portando in diminuzione gli oneri fiscali potenziali dal valore dell'azienda e fornendo altresì da ultimo il valore del capitale economico dell'azienda al netto degli stessi.

¹¹ Guatri L., Bini M., *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 2009; Pozzoli S., *Valutazione d'azienda*, Ipsoc, 2008



$$W_N = W - OFP$$

Dove

- W_N = Valore del capitale economico dell'azienda al netto degli oneri fiscali potenziali;
 W = Valore del capitale economico;
 OFP = Oneri fiscali potenziali

4.2. Determinazione del valore dell'Avviamento – EV

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, il perito ha preliminarmente esaminato i dati economici, patrimoniali, finanziari storici e prospettici della Farmacie Genovesi S.r.l. desumibili dai bilanci d'esercizio degli anni 2015 – 2017 e dai singoli documenti che formano gli stessi (prospetti di bilancio Cee, Nota integrativa, Rendiconto Finanziario, Relazione sulla Gestione, Relazione del Sindaco Unico), nonché dai dati della Relazione previsionale aziendale per il triennio 2018 – 2020, approvati dal dall'Organo Amministrativo della Società, trasmessi al Socio e messi a disposizione del perito.

Nello specifico, il sottoscritto non ha svolto procedure di verifica né alcuna attività di revisione contabile, neppure limitata, dei dati ricevuti che sono stati sintetizzati negli allegati 1 e 2.

Nella seguente tabella si evidenziano i dati economici per gli esercizi 2015, 2016 e 2017, riclassificati con evidenza degli aggregati intermedi (valore della produzione, costo del venduto, costi esterni, costi del personale) e dei corrispondenti margini (margine di contribuzione, valore aggiunto, MOL, reddito operativo).

Conto Economico Riclassificato	2017	2016	2015
	TOTALE	TOTALE	TOTALE
Ricavi	7.529.549	7.265.286	6.913.466
+/- Variazioni lavori in corso, lavori interni (Acquisti + Variazioni magazzino)	(4.925.849)	(4.818.826)	(4.645.003)
(Costi variabili commerciali ed industriali)	(321.697)	(323.643)	(344.328)
Proventi ordinari diversi	274.859	331.038	298.945
Margine di contribuzione	2.556.862	2.453.856	2.223.079
(Oneri diversi di gestione)	(88.578)	(85.264)	(126.083)
(Godimento beni di terzi)	(135.402)	(139.367)	(131.862)

Valore Aggiunto	2.332.882	2.229.225	1.965.134
(Costo del lavoro)	(2.025.805)	(2.023.049)	(1.815.958)
Margine Operativo Lordo	307.077	206.176	149.176
(Ammortamento di beni materiali)	(99.229)	(56.205)	(56.096)
(Ammortamento di beni immateriali)	(115.159)	(80.294)	(62.124)
Margine Operativo Netto	92.688	69.677	30.956
(Oneri finanziari)	(10.152)	(15.520)	(9.650)
Utile Ante Imposte	82.536	54.158	21.307
(Imposte sul reddito)	(24.291)	(18.262)	(5.055)
Utile Netto	58.245	35.896	16.252

Con il supporto dei bilanci di verifica dettagliati riferiti agli esercizi chiusi e della documentazione fornita dal *management*, il perito ha provveduto ad individuare i ricavi e i costi del venduto, nonché – ove presenti – i costi diretti, per ciascuna delle 8 farmacie gestite da Farmacie Genovesi S.r.l. che per semplicità di lettura si riportano nell'allegato 3.

Ai fini della valutazione, il costo del personale è stato assunto al netto delle componenti attive relative ai distacchi in favore del Comune di Genova discendenti dalla Convenzione stipulata con lo stesso Ente come riportato al § 2.1., imputato alle singole sedi farmaceutiche sulla base degli orari di apertura delle stesse.

Sulla base dei dati sopra desunti e opportunamente riclassificati lo scrivente ha individuato il volume dei ricavi per i periodi 2016 e 2017, in riferimento a ciascuna sede farmaceutica, come di seguito evidenziato.

Ricavi	2017	2016
ISONZO	1.979.731	1.774.025
MOLASSANA	1.395.842	1.354.325
QUINTO	1.130.575	1.162.420
VASCO DE G	787.834	786.573
BURLANDO	706.336	662.204
CEP	581.995	574.315
FOSSATO	506.418	496.150
SESTRI	438.288	452.834
TOTALE	7.527.020	7.262.846

Stessa operazione di riclassificazione è stata applicata ai dati relativi al Piano industriale 2018 – 2020 ,
il cui estratto è allegato al n. 4, al fine di potersi avvalere dei dati relativi all'annualità 2018.

Conto Economico Riclassificato	2018	2019	2020
Descrizione	TOTALE	TOTALE	TOTALE
Ricavi	8.058.662	8.255.548	8.465.184
(Acquisti + Variazioni magazzino)	(5.183.436)	(5.320.913)	(5.452.061)
(Costi variabili commerciali ed industriali)	(397.080)	(399.663)	(403.660)
Proventi ordinari diversi	133.818	145.098	157.506
Margine di contribuzione	2.611.964	2.680.070	2.766.969
(Oneri diversi di gestione)	(92.069)	(92.857)	(93.785)
(Godimento beni di terzi)	(137.996)	(139.376)	(140.770)
Valore Aggiunto	2.381.899	2.447.836	2.532.414
(Costo del lavoro)	(1.979.450)	(1.928.156)	(1.928.156)
Margine Operativo Lordo	402.449	519.680	604.258
(Ammortamento di beni materiali)	(85.000)	(125.000)	(140.000)
(Ammortamento di beni immateriali)	(205.000)	(245.000)	(260.000)
Margine Operativo Netto	112.449	149.680	204.258
Proventi finanziari			
(Oneri finanziari)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Utile Ante Imposte	82.449	119.680	174.258
(Imposte sul reddito)	(20.000)	(25.000)	(40.000)
Utile Netto	62.449	94.680	134.258

Successivamente, con il supporto della documentazione fornita dal management relativamente all'annualità 2018 il perito ha aggiornato i dati del budget 2018 elaborato per il I semestre 2018 per ciascuna farmacia,¹²sostituendoli con i dati consuntivi di fatturato al 30 giugno 2018 (dati di sintesi allegati al n. 5), aggiornando conseguentemente il budget annuale redatto per il 2018, il tutto come rappresentato nel seguente prospetto.

¹² Focus totale business al 30.06.2018, "Budget annuale 2018", Budget 2018 I semestre" e "Consuntivo 30.06.2018".



Aggiornamento BUDGET 2018	BDT I Sem 2018	BDT II Sem 2018	BDT 2018	Consuntivo 30.06.2018	BUDGET 2018 aggiornato
ISONZO	1.057.712	1.030.966	2.088.678	1.077.300	2.108.266
MOLASSANA	756.155	736.457	1.492.612	728.336	1.464.793
QUINTO	650.617	661.457	1.312.074	620.385	1.281.842
VASCO DE GAMA	417.440	390.294	807.734	406.815	797.109
BURLANDO	396.901	419.299	816.200	399.373	818.672
CEP	307.179	275.878	583.057	278.610	554.488
FOSSATO	272.876	240.006	512.882	268.620	508.626
SESTRI	240.048	216.198	456.246	222.599	438.797
	4.098.928	3.970.555	8.069.483	4.002.038	7.972.593

Sulla base dei dati sopra ottenuti lo scrivente ha calcolato il volume dei ricavi medi per il periodo 2016 – 2018 , in riferimento a ciascuna sede farmaceutica, come di seguito riassunto.

Ricavi/Sede Farmaceutica	2018 budget aggiornato	2017	2016	Media 2016 - 2018
ISONZO	2.108.266	1.979.731	1.774.025	1.954.008
MOLASSANA	1.464.793	1.395.842	1.354.325	1.404.987
QUINTO	1.281.842	1.130.575	1.162.420	1.191.612
VASCO DE G	797.109	787.834	786.573	790.505
BURLANDO	818.672	706.336	662.204	729.071
CEP	554.488	581.995	574.315	570.266
FOSSATO	508.626	506.418	496.150	503.731
SESTRI	438.797	438.288	452.834	443.306
TOTALE	7.972.593	7.527.020	7.262.846	7.587.486

Ad una media di ricavi così determinata per il triennio 2016 – 2018, lo scrivente ha successivamente applicato un moltiplicatore espressivo della redditività delle vendite e della rischiosità dell'investimento.

Come sottolineato in precedenza tale coefficiente va opportunamente congruito al contesto commerciale di riferimento, ai locali in cui operano le singole farmacie, alle eventuali nuove sedi farmaceutiche previste dalla Pianta Organica Regionale, all'evoluzione normativa del settore, alla generalizzata riduzione dei prezzi, alle possibili inefficienze tipiche della gestione delle farmacie pubbliche ma, soprattutto, al contesto soggettivo specifico delle Farmacie Genovesi.

Parimenti il perito non deve omettere di considerare le nuove prospettive che offre il mercato per esempio in termini di rilancio delle negoziazioni delle farmacie.

In passato, in tempi ormai quasi remoti, il *range* entro il quale si muovevano i moltiplicatori variava da un minimo di **1,50** ad un massimo di **2,50**; questo era motivato dagli ampi margini di redditività e protezione che l'investimento in questo settore garantiva.

Come ampiamente esposto nella precedente Sezione II, a decorrere dall'anno 2011, considerate le difficili condizioni economiche e di mercato, nonché la normativa che ha progressivamente rifatto i margini di redditività, il moltiplicatore dei ricavi ha subito una drastica riduzione, e il valore medio che negli ultimi anni il mercato e gli operatori hanno espresso, si posiziona in un intervallo tra il **75%** e il **150%** del volume dei ricavi.

Questo intervallo è stato desunto dalla comparazione di valori espressi nelle diverse perizie consultate aventi ad oggetto farmacie comunali e non.

All'interno di questo intervallo di valori il perito deve individuare quello più coerente e aderente alla sede farmaceutica o, come nel caso specifico, alle 8 sedi farmaceutiche aventi ognuna proprie e particolari peculiarità (in termini di indicatori gestionali, di posizionamento, di fascia di mercato, etc.).

A tal fine sono stati individuati due classi di parametri correttivi.

La prima, riferita a *benchmark* soggettivi, è stata elaborata per mezzo dell'analisi del posizionamento, della localizzazione e dello *status* di ciascuna sede farmaceutica, effettuata sia con specifici sopralluoghi fisici, sia consultando i dati pubblici presenti sul sito della società, del

Comune di Genova e/o ISTAT (per orari di apertura, servizi offerti, numerosità farmacie, strutture sanitarie etc.).

a) Benchmark sede farmaceutica:

- ✓ Localizzazione punto vendita (sopraluogo);
- ✓ Stato arredi (sopraluogo);
- ✓ Facilità accesso (sopraluogo);
- ✓ Possibilità di parcheggio e/o sosta breve (sopraluogo);
- ✓ Qualità offerta merceologica (sopraluogo);
- ✓ Numero espositori interni per prodotti cosmesi, infanzia, etc. (sopraluogo);
- ✓ Servizi offerti (sopraluogo e dati Farmacie Genovesi S.r.l.);
- ✓ Grandezza punti vendita (sopraluogo);
- ✓ Rapporti clientela (dati Farmacie Genovesi);
- ✓ Numerosità farmacie limitrofe (dati statistici Comune Genova);
- ✓ Situazione demografica (dati statistici Comune Genova);
- ✓ Numerosità parafarmacie limitrofe (dati statistici Comune Genova);
- ✓ Studi medici (dati statistici Comune Genova);
- ✓ Prossimità strutture sanitarie (dati statistici Comune Genova);
- ✓ Orari di apertura (dati statistici Comune Genova).



Per ciascun *benchmark* è stato assegnato un valore compreso nell'intervallo 0,75 – 1,50.

Sono stati inoltre valutati – attraverso sopralluoghi – la posizione geografica della farmacia, lo stato dei locali e degli arredi, nonché la qualità dell'offerta merceologica, gli spazi di esposizione oltre all'eventuale presenza di *vending machine*.

Dalla consultazione dei siti del Comune di Genova, dell'ISTAT e della società sono stati desunti i dati relativi agli orari di apertura, agli eventuali turni festivi/notturni, alla situazione demografica del



quartiere di riferimento nonché alla prossimità e numerosità di strutture sanitarie, farmacie e parafarmacie.

I dati e le informazioni raccolte sono sinteticamente riportate nelle schede allegata al n. 6 predisposte per ciascuna sede farmaceutica.

La seconda classe di parametri di congruità è rappresentata da indicatori di efficienza gestionale, che evidenziano il posizionamento della Società e per essa di ciascuna delle 8 sedi farmaceutiche, nel mercato di riferimento, attraverso:

b) Fatturato e margini sede farmaceutica

- ✓ Livello fatturato (benchmark Euro 1.000.000 a sede farmaceutica);
- ✓ Costo del venduto (60% - 70%);
- ✓ Margine di contribuzione (35%-40%);
- ✓ Ricavi da SSN + ASL + DPC (<40%).

Parimenti ai benchmark della categoria sub a), per ciascun indicatore della classe sub b) è stato congruito un valore compreso nell'intervallo 0,75 – 1,50.

In generale, farmacie con fatturati al di sotto di Euro/migliaia 1.000 tendono a generare – in percentuale – redditività inferiore rispetto a quelle con fatturati superiori, in ragione del maggior peso dei costi fissi sul fatturato e della scarsa elasticità gestionale derivante dalla piccola dimensione (tipicamente l'incidenza del costo del personale).

Nella fattispecie solo 3 sedi farmaceutiche su 8 superano la predetta soglia e nello specifico:

- Isonzo Euro/migliaia 1.954 (media 2016 – 2018);
- Molassana Euro/migliaia 1.405 (media anni 2016 – 2018);
- Quinto Euro/migliaia 1.192 (media anni 2016 – 2018).



Altre sedi sono nettamente al di sotto di tale soglia e la farmacia di Sestri non raggiunge la soglia di Euro/migliaia 500.

Inoltre, il costo del personale rappresenta la componente che, dopo il costo del venduto, influisce maggiormente sull'esercizio della farmacia.

Dai dati di mercato rilevati per altre farmacie, il rapporto tra il costo del personale e ricavi rappresenta una gestione efficiente nell'intervallo compreso tra il 15% e il 20%.

Farmacie Genovesi complessivamente considerata ha un'incidenza per il costo del personale del 29% sui ricavi e solo la sede di Vasco de Gama arriva ad un'incidenza del 20%, mentre la sede di via Burlando sfiora il 40%.

Contrariamente, è stato rilevato un ottimo valore relativamente al rapporto tra costo del venduto e ricavi (ad esclusione delle farmacie del CEP e di Sestri per le quali il valore medio è leggermente superiore) che in una gestione efficiente è compreso nell'intervallo tra il 55% e il 70%.

In ultimo sono stati parimenti valutate le proiezioni di crescita rappresentati nella Relazione Previsionale Aziendale per il triennio 2018 – 2020 per tener debitamente conto delle potenzialità della Società e dei futuri effetti positivi degli ingenti investimenti realizzati negli ultimi anni, in termini di aumento e diversificazione di fatturato.

Sulla base degli elementi e delle informazioni rilevate, fornite o ricavate dai dati messi a disposizione – che sono riportate in tutto o in parte negli allegati – sono stati ottenuti i moltiplicatori da applicare a ciascuna sede farmaceutica.

Il sottoscritto ha ritenuto inoltre opportuno determinare così un moltiplicatore unitario dei ricavi per Farmacie Genovesi S.r.l. ponderando quello ottenuto per ciascuna sede in ragione del peso dei ricavi delle singole farmacie sui ricavi complessivi.



SEDE FARMACEUTICA	FATTURATO 2016 - 2017 - 2018	Moltiplicatore
Isonzo	1.954.008	1,4884
Molassana	1.404.987	1,4161
Quinto	1.191.612	1,4054
Vasco de Gama	790.505	1,3089
Burlando	729.071	1,2902
Cep	570.266	1,0518
Fossato	503.731	1,2259
Sestri	443.306	1,1214
RICAVI CARATTERISTICI	7.587.486	1,352534
MOLTIPLICATORE (da 0,75 a 1,5) - arrotondato	1,350000	

Il perito ha così ottenuto il valore dell'avviamento costituente la titolarità delle licenze e l'esercizio delle Farmacie Genovesi (EV) sulla base della seguente formula:

$$EV = Rc \times m$$

dove

Rc = media dei ricavi caratteristici degli anni 2016 - 2018

m = moltiplicatore

$$EV = 7.587.486 \times 1,35$$

Dall'applicazione della formula sopra esposta si ottiene un valore di **avviamento (EV)** di Farmacie Genovesi S.r.l. pari a

Euro 10.243.107

4.3 Valore del Patrimonio Immobiliare - PI

Lo scrivente ha provveduto successivamente a valutare il patrimonio immobiliare detenuto da Farmacie Genovesi e costituito da immobili strumentali, condotti direttamente (punti vendita, relativi magazzini per scorte merci o posti auto a servizio degli stessi), ad eccezione del locale di via Quinto 34 (a disposizione),

ovvero locati a operatori esercenti sede farmacie (Via Coronata 68-70r e via Linneo 93 – 95r) per i quali sono stati ottenuti i relativi contratti.

I dati relativi agli immobili, con indicazione dell'anno di acquisizione e i relativi valori contabili – che includono le spese portate ad incremento degli stessi – sono stati forniti dal *management* della Società (All. 7), mentre il perito ha ricavato le relative consistenze dalle visure catastali e – nel caso dell'immobile di via Linneo 93-95 r – dalle planimetrie allegate al contratto di locazione.

Sulla base quindi della consistenza catastale degli immobili, dell'ubicazione e della destinazione d'uso attuale e/o prospettica degli stessi, il perito ha dapprima effettuando un'analisi del mercato immobiliare locale e ha – da ultimo – ritenuto coerente per la stima del patrimonio immobiliare di Farmacie Genovesi S.r.l. applicare i coefficienti elaborati dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.

La banca dati dell'OMI infatti costituisce una rilevante fonte d'informazioni relative al mercato immobiliare nazionale e locale, proponendosi come un utile strumento per tutti gli operatori del mercato. L'OMI associa all'immobile una quotazione a mq in funzione della localizzazione, tipologia immobiliare, prezzo più omogeneo sulla base delle rilevazioni ed elaborazioni di carattere tecnico-economico anche relative alle compravendite registrate in un certo periodo per zone omogenee (vie, quartieri etc.).

Lo scrivente consultando la banca dati dell'OMI, ha ricavato i valori del mercato immobiliare relativi alle quotazioni del II semestre 2017, e identificato le zone di riferimento omogenee con gli immobili posseduti dalla Società (All. 8).

Ha successivamente individuato le quotazioni delle zone di ubicazione degli immobili espresse in Euro/mq, applicando agli immobili di Farmacie Genovesi la media delle quotazioni minime e massime applicabili in uno stato di normale conservazione, come di seguito sintetizzato.



Descrizione Immobile	TIPOLOGIA	MQ	NORMALE		APPLICATO	VALORE OMI
			MIN	MAX		
Farmacia S. Giovanni Battista 42 R - Sestri Ponente - GE	Unita Locale	70,00	1.700	3.300	2.500	175.000
Farmacia Via Isonzo 48 R GE	Unita Locale	69,00	1.250	2.400	1.825	125.925
Magazzino della Farmacia Isonzo - Via Brenta 46 R	Unita Locale	54,00	700	1.100	900	48.600
Magazzino della Farmacia Quinto - Via Majorana 3 A	Unita Locale	34,00	820	1.200	1.010	34.340
Magazzino della Farmacia di Via Vasco - Via Vasco da Gama 29	Unita Locale	43,00	850	1.650	1.250	53.750
Posti Auto n° 4 per la Farmacia di Molassana	Unita Locale	47,00	1.100	1.600	1.350	63.450
Locale Via Coronata 68-70 R	Locazione	64,00	850	1.600	1.225	78.400
Locale Via Linneo 93 - 95 R	Locazione	158,00	700	1.350	1.025	161.950
Locale Via Quinto 34 R	Disponibile	46,00	1.250	2.450	1.850	85.100
TOTALE						826.515

Dall'applicazione dei valori medi individuati dall'OMI il valore del **patrimonio immobiliare (PI)** di Farmacie Genovesi S.r.l. e stimabile in

Euro 826.515

Successivamente, a fronte del valore di mercato così valutato, il perito ha verificato il valore contabile attribuito agli immobili oggetto di stima, riscontrando che gli stessi sono iscritti complessivamente ad un valore contabile più elevato rispetto a quello peritato, come di seguito evidenziato.

Descrizione Immobile	Valore del bene	Fondo Ammortamento	Residuo da ammortizzare	VALORE OMI	DIFFERENZA
Farmacia S. Giovanni Battista 42 R - Sestri Ponente - GE	221.029	37.127	183.902	175.000	(8.902)
Farmacia Via Isonzo 48 R GE	236.916	39.882	197.034	125.925	(71.109)
Magazzino della Farmacia Isonzo - Via Brenta 46 R	86.307	14.513	71.794	48.600	(23.194)



Magazzino della Farmacia Quinto - Via Majorana 3 A	41.747	7.028	34.720	34.340	(380)
Magazzino della Farmacia di Via Vasco - Via Vasco da Gama 29	65.112	10.940	54.172	53.750	(422)
Posti Auto n° 4 per la Farmacia di Molassana	56.169	-	56.169	63.450	7.281
Locale Via Coronata 68-70 R	153.421	25.827	127.595	78.400	(49.195)
Locale Via Linneo 93 - 95 R	253.615	42.693	210.922	161.950	(48.972)
Locale Via Quinto 34 R	273.445	46.031	227.413	85.100	(142.313)
TOTALE	1.387.761	224.040	1.163.721	826.515	(337.206)

Ai fini che qui interessano, essendo gli immobili iscritti ad un valore contabile superiore a quello di mercato (quindi "minusvalenti"), il perito non dovrà rilevare alcuna fiscalità latente seppure potenziale gravante sugli stessi.

4.4. Capitale circolante netto - CCN

Da ultimo, lo scrivente per tener conto (in positivo o negativo) della struttura finanziaria di Farmacie Genovesi, della consistenza delle scorte e per fornire un elemento che possa essere eventualmente aggiornato dalla data di riferimento della presente valutazione (31.12.2017) alla data del closing (nel caso di specie di aggiudicazione o altra data stabilita dal bando di gara o dal contratto), ha riconosciuto nel valore del capitale circolante netto (CCN) l'indice che potesse soddisfare entrambe le esigenze, declinandolo nella seguente accezione:

- Rimanenze;
- Liquidità immediate;
- Crediti commerciali;
- Crediti commerciali vs controllanti;
- Debiti commerciali;
- Debiti commerciali vs controllanti;

- Debiti a breve vs banche (per finanziare la gestione operativa) e rate mutui a scadere entro 12 m;
- +/(-) Ratei risconti attivi e passivi.

A tal fine il perito ha riclassificato lo stato patrimoniale al 31.12.2017 desumendolo del bilancio di esercizio e dal bilancio di verifica dettagliato.

	2017
Crediti commerciali vs. clienti ed altri crediti	368.224
Rimanenze	1.248.352
Ratei e risconti attivi	12.010
Disponibilità Liquide immediate	123.812
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO OPERATIVO	1.752.398
Debiti commerciali vs. fornitori	2.152.819
Altre passività	237.036
Ratei e risconti passivi	10.472
Debiti finanziari a breve termine	498.052
IMPIEGHI LEGATI AL CICLO OPERATIVO	2.898.379
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO (CCNc)	(1.145.981)
Immobilizzazioni immateriali	698.058
Immobilizzazioni materiali	1.799.472
Crediti vs. clienti impianti	-
INVESTIMENTI LORDI LEGATI ALLA STRUTTURA	2.497.530
Fondo TFR	976.809
FINANZIAMENTI LEGATI ALLA STRUTTURA	976.809
CAPITALE IMMOBILIZZATO NETTO	1.520.721
CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO (COIN)	374.740
INVESTIMENTI FINANZIARI	-
CAPITALE INVESTITO NETTO (CIN)	374.740
FINANZIAMENTI CON CAPITALE DI RISCHIO	136.166
Debiti finanziari	238.574
Totale debiti finanziari	238.574
Disponibilità Liquide Nette	-
FINANZIAMENTI CON CAPITALE DI DEBITO	238.574
CAPITALE RACCOLTO	374.740

Lo scrivente individua quindi il valore del **capitale circolante netto (CCN)** alla data del 31.12.2017 in

Euro (1.145.981)

4.5. Valutazione del capitale economico e sintesi valutativa

La definizione di valore del capitale economico non dipende esclusivamente dal processo di valutazione adottato.

Talvolta infatti, la valutazione è condizionata da esigenze di garanzia degli interessi di terzi (soci, creditori, acquirenti venditori etc.). In tali circostanze la perizia di stima fornisce un valore che costituisce un limite minimo; in altre parole, il compito del valutatore è quella di stabilire un valore al di sotto del quale l'oggetto di stima non può ragionevolmente quantificarsi

Contrariamente, nella presente valutazione, la quantificazione dell'azienda è finalizzata ad ottenere un prezzo di vendita, secondo criteri di obiettività, razionalità e generalità, affinché lo stesso possa essere posto quale base d'asta per la cessione della quota di partecipazione detenuta dal cedente, in questo caso pari al 100% de capitale sociale di Farmacie Genovesi S.r.l..

Sulla base dell'analisi condotta con il metodo patrimoniale complesso e secondo il procedimento sopra evidenziato, è possibile pervenire ad una stima del capitale economico dell'entità oggetto della presente valutazione riferita alla data del 31 dicembre 2017 rappresentata dalla formula:

$$W = EV + PI + / - CCN$$

Il valore del capitale economico della partecipazione pari al 100% dell'intero capitale sociale di Farmacie Genovesi S.r.l., sulla base delle considerazioni svolte, si può pertanto riassumere come segue:

Valore del capitale economico	€
Valore Aziendale - Avviamento (EV)	10.243.107

Valore Patrimonio Immobiliare (PI)	826.515
Capitale Circolante Netto (CCN)	(1.145.981)
Valore del capitale economico di Farmacie Genovesi S.r.l.	9.923.641

4.6 Conclusioni

In considerazione di quanto sopra esposto, al valore della partecipazione detenuta dal Comune di Genova alla data del **31.12.2017**, pari al 100% del capitale sociale della società **Farmacie Comunali Genovesi S.r.l.**, si può attribuire il valore di **Euro 9.923.641** arrotondato in

Euro 9.925.000 (novemilioninovecentoventicinque/00)

Tale valore, da porre come prezzo a base d'asta per la cessione della partecipazione potrà essere eventualmente aggiornato alla data dell'aggiudicazione attraverso l'aggiornamento del Capitale Netto Circolante così come individuato e declinato al § 4.4.

Come evidenziato nel §4.1 l'espressione del valore del capitale economico aziendale a valori di mercato o correnti rispetto ai valori contabili dei beni (materiali e immateriali) della società o azienda target impone al valutatore di tener conto degli oneri fiscali potenziali o latenti al fine di fornire una completa rappresentazione del valore aziendale alla data di riferimento della perizia.

Pertanto, il sottoscritto ritiene corretto indicare anche il valore di tali oneri fiscali potenziali portandoli – da ultimo – in diminuzione dal valore come precedentemente determinato e fornendo così il valore del capitale economico dell'azienda al netto degli stessi.

In tale circostanza il perito può assumere gli oneri fiscali sulla base di aliquote normali o cd "piene" ovvero sulla base di aliquote ridotte.

Il sottoscritto, nella presente valutazione, ha ritenuto di dover determinare gli oneri fiscali potenziali in misura ridotta in considerazione delle vigenti disposizioni normative (ormai a regime) in tema di tassazione sostitutiva per il riconoscimento sul piano fiscale dei maggiori valori contabili discendenti da operazioni straordinarie di riorganizzazione aziendale¹³.

Nello specifico, il perito ha individuato nell'aliquota ridotta del 13% (determinata sulla base degli scaglioni di valori) quella che può rappresentare per Farmacie Genovesi l'onere fiscale potenziale prudenzialmente più congruo (nell'ottica del soggetto acquirente).

La suddetta aliquota è stata quindi applicata al valore dell'avviamento (EV) come determinato al §4.2 alla data di riferimento della presente valutazione, ossia 31.12.2017, il tutto espresso dalla formula:

$$\text{OFP} = \text{EV} \times 13\%$$

e quindi pari a

$$\text{OFP} = 10.243.107 \times 13\% = \text{Euro } 1.331.604$$

Il valore del capitale economico dell'azienda al 31.12.2017 così come determinato al netto degli oneri fiscali potenziali risulterebbe quindi essere pari a Euro 8.592.037 (=Euro 9.923.641 – Euro 1.331.604), arrotondabile in Euro 8.600.000 (ottomilioneisecentomila/00).

Genova, 27 settembre 2018


Perito
Dott. Paolo Macchi

¹³ Ai sensi dell'art. 176 comma 2-ter TUIR (c.d. "Affrancamento ordinario"), aliquota per scaglioni: 12% (fino a 5 milioni di euro), 14% (tra i 5 e i 10 milioni di euro) e 16% (oltre i 10 milioni di euro); ai sensi dell'art. 15, comma 10, DL 185/2008 (cd "Affrancamento derogatorio") aliquota del 16% per marchi, avviamento e altre attività immateriali.

N.	Allegati
1.	Sintesi dati bilancio esercizi 2015 - 2018
2.	Dettagli economici esercizi 2015-2017
3.	Conti Economici 2015-2017 riclassificati per farmacia
4.	Estratto Relazione previsionale aziendale 2018 - 2020
5.	Sintesi fatturato 2018 (Budget annuale, Budget I semestre, Consuntivo 30.06)
6.	Schede Farmacie
7.	Elenco immobili
8.	Dati OMI - Valori per zone





Giudice di Pace di Genova

Verbale di giuramento di perizia stragiudiziale

Reg. Cron. n°: 2560/18



Addi 28 SET. 2018 davanti al sottoscritto Funzionario Giudiziario è comparso

Il Dott. Paolo Macchi nato a Genova il 30 Giugno 1968 con studio in Genova, Via XX Settembre 42.

Identificato con documento CR MI AT2463858 rilasciato il 27/2/2012

da *Roberto di Genova*

iscritto all'albo dei periti del Tribunale di Genova al nr.

Iscritto all'albo di Genova al nr. 1058/A

I quale chiede di asseverare l'unita perizia, redatta il

Il Funzionario Giudiziario, previe le ammonizioni di legge, invita il perito al giuramento, che

egli presta ripetendo "Giuro di avere bene e fedelmente adempiuto alle funzioni affidatemi al

solo scopo di far conoscere la vendita ."

Del che viene redatto il presente verbale.

Letto, confermato e sottoscritto.

Il Consulente

Il Funzionario Giudiziario



IL FUNZIONARIO
(Claudio Parato)

