

Perizia di stima del ramo d'azienda
Parafarmacia
della Società Asp Spa

Soggetta a direzione e coordinamento del COMUNE DI
CIAMPINO (RM) Con sede in Ciampino (Rm)
In Largo Felice Armati n. 1

ESPERTO: Daniela Oddi

CIAMPINO, 31/12/2017

Relazione di stima del valore del ramo aziendale "Parafarmacia Comunale TODIS", relativo al commercio al dettaglio di medicinali non soggetti a prescrizione medica, della società Asp Spa.

Esperto: Dott.ssa Daniela Oddi

** * **

INDICE

1. PREMESSA
2. FINALITA', SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE
3. INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE SUL RAMO DI AZIENDA (PARAFARMACIA) OGGETTO DI VALUTAZIONE
4. I PRINCIPALI VALORI IDENTIFICATIVI DEL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE
5. CRITERI DI VALUTAZIONE
6. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DEL RAMO D'AZIENDA
 - 6.1 DETERMINAZIONE DEL CAPITALE NETTO RETTIFICATO RELATIVAMENTE AL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONI
 - 6.2 DETERMINAZIONE DEL REDDITO MEDIO NORMALIZZATO ATTESO RELATIVAMENTE AL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE
 - 6.3 DETERMINAZIONE DEL TASSO DI INTERESSE NORMALE
 - 6.4 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO COMPLESSIVO DEL RAMO D'AZIENDA "PARAFARMACIA"
7. CONCLUSIONI

1. PREMESSA

Il sottoscritto Dott.ssa Daniela Oddi, iscritto al n° AA_010469 dell'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, domiciliato nel suo studio in Ciampino (Rm) – Via Bruxelles 25, ha ricevuto incarico dalla società Azienda Servizi Pubblici SpA, società soggetta a direzione e coordinamento da parte del Comune di Ciampino, con sede in Largo Felice Armati n. 1, iscritta al Registro delle imprese di Roma con n. 864634, codice fiscale e partita iva 02315031001, di redigere perizia di stima per la determinazione del valore del ramo d'azienda della Parafarmacia comunale "TODIS", corrente in Via C. P. Biroli, c/o Centro Todis, al fine di perfezionare la cessione unitaria del ramo di azienda.

2. FINALITA', SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

L'incarico ricevuto ha per scopo la descrizione e la valutazione dei beni aziendali di proprietà della ASP SpA, nonché l'indicazione dei criteri di valutazione adottati in vista della loro cessione unitaria quale singolo ramo di azienda.

Il sottoscritto perito, a seguito delle indicazioni ricevute dall'organo amministrativo della società, ha provveduto alla ricognizione dei beni costituenti il ramo di azienda oggetto di trasferimento, con particolare riferimento ai cespiti ed al magazzino, all'esame della documentazione amministrativa e degli elaborati contabili messi a disposizione dall'organo amministrativo per redigere la necessaria valutazione.

La documentazione presa in esame viene dettagliata di seguito:

- bilanci d 'esercizio per i periodi 2015 - 2016 e 2017 della società ASP SpA relativi al ramo di azienda oggetto di valutazione;
- situazione contabile, economico-patrimoniale, alla data del 31 Dicembre 2017, assunta a base per la programmazione dell'operazione di cessione del ramo di azienda;
- prospetto dettagliato degli elementi patrimoniali attivi, costituiti dai cespiti e dal magazzino, della società ASP SpA, riferibili al ramo di azienda oggetto di valutazione;
- prospetto dettagliato degli elementi patrimoniali passivi, costituiti dal trattamento di fine rapporto maturato dai lavoratori dipendenti della ASP spa, impiegati nel ramo d 'azienda;
- contratto di affitto dei locali in cui si svolge l'attività della Parafarmacia;
- elenco cespiti del ramo di azienda e copia del libro cespiti aggiornato al 31 dicembre 2017;
- costo del personale dipendente del ramo di azienda con indicazione delle indennità di fine rapporto maturate al 31 dicembre 2017;
- inventario delle merci di magazzino al 31 dicembre 2017 ;.

Conseguentemente all'analisi della documentazione elencata, è stato tracciato il perimetro del ramo di azienda oggetto di valutazione finalizzata ad una eventuale cessione/affitto dello stesso, provvedendo a redigere una situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017.

Successivamente, lo scrivente è pervenuto alla valutazione del ramo di azienda nel suo complesso alla data del 31 dicembre 2017, adottando la metodologia illustrata nei paragrafi successivi.

3. INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE SUL RAMO DI AZIENDA (Parafarmacia) OGGETTO DI VALUTAZIONE

La Parafarmacia comunale "TODIS", è situata in Ciampino (Rm), Via C. P. Biroli c/o Centro TODIS, in locali locati dalla Società Discount Cinque Srl. La Parafarmacia si trova all'interno di un polo commerciale importante per il comune di Ciampino situato, inoltre, nei pressi del centro cittadino e, pertanto, in posizione baricentrica, con buona potenzialità di attrattiva.

Ne consegue che la parafarmacia comunale "TODIS" ha iniziato la sua attività di vendita di farmaci da banco, prodotti per la cura del corpo, per l'igiene della persona, di dermocosmesi, di prodotti erboristici, di medicazione e igiene orale e altro ancora, nell'aprile 2012.

La parafarmacia in oggetto è una delle poche presenti nel comune di Ciampino (RM), l'orario di apertura al pubblico è di 48 ore settimanali e dispone una superficie complessiva pari a circa 55 mq.

I locali sono arredati ed attrezzati e quindi idonei allo svolgimento dell'attività. I beni utilizzati nell'attività del ramo di azienda oggetto di valutazione sono tutti di proprietà.

I prodotti venduti dalla parafarmacia in oggetto sono classificabili come segue:

- Farmaci da banco di automedicazione di cui all'art. 9 bis del D.L. 18.09.2001 n. 347 convertito con Legge 16/11/2001 n. 405 così come modificato dal D.L. n. 223 del 04/07/06 convertito in Legge n. 248 del 04/08/2006 al dei restanti medicinali ad uso umano, ovvero, veterinario, non soggetti a prescrizione medica, quindi farmaci SOP (di fascia C senza obbligo di ricetta), OTC (da banco), automedicazione, omeopatia, prodotti cosmetici, articoli sanitari, prodotti per l'infanzia e l'igiene, Integratori, Alimentari, Prodotti erboristici.

Il mercato di riferimento della parafarmacia comunale di Ciampino è sostanzialmente il territorio del comune di Ciampino costituito da un bacino di utenza di 40.000 residenti.

Tuttavia, vista la capacità attrattiva del centro commerciale Todis e la sua localizzazione, il bacino di utenza può essere esteso anche ai comuni limitrofi ed in particolare al quartiere Morena (Roma Sud).

4. I PRINCIPALI VALORI IDENTIFICATIVI DEL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Di seguito sono sinteticamente riportati i principali elementi economico-patrimoniali presi a base per la presente valutazione del ramo di azienda para farmacia.

Relativamente alle immobilizzazioni materiali e immateriali, sono iscritte ad un costo storico di euro 40.463,00 e hanno un valore netto contabile al 31 Dicembre 2017 pari ad euro 18.259,00, si riporta di seguito il dettaglio:

Categoria Cespiti	Costo Storico	F.do Amm.to	Valore Residuo
Spese su beni di terzi	3.948,00	1.974,00	1.974,00
Software	1.215,00	1.215,00	0,00
Stigliatura	28.500,00	15.675,00	12.825,00
Insegna	3.900,00	1.609,00	2.291,00
Macchine d'Uff Elettriche	2.241,00	1.464,00	777,00
Attrezzature Varie	659,00	267,00	392,00
Totale	40.463,00	22.204,00	18.259,00

La struttura organizzativa del punto vendita "TODIS" è attualmente composta da n. 2 dipendenti, a tempo pieno, impiegati a rotazione tra il personale complessivo di Asp Spa; il trattamento di fine rapporto maturato dagli stessi, alla data del 31 Dicembre 2017, attribuibile al ramo di azienda, è pari ad euro 4.209,00.

Al fine di comprendere la reale struttura del ramo di azienda oggetto di valutazione, soprattutto in vista di una possibile vendita a terzi dello stesso, è necessario evidenziare che i dipendenti attualmente in forza presso la Parafarmacia comunale sono dipendenti della società ASP Spa; ne consegue che l'aggiudicatario potrà riorganizzare l'azienda secondo la propria politica commerciale, senza vincoli derivanti da rapporti di lavoro dipendente preesistenti.

La parafarmacia è dotata di un magazzino di prodotti che sarà oggetto di vendita nell'unico complesso di ramo di azienda oggetto di valutazione. A tal fine è stato effettuato un inventario fisico alla data del 31 Dicembre 2017 rilevando un valore complessivo pari ad euro 66.255,00.

In sintesi, gli elementi patrimoniali dell' attivo e del passivo, alla data del 31 Dicembre 2017, oggetto di cessione, facenti capo alla Parafarmacia Comunale di Ciampino, di proprietà della società ASP Spa, elencati nella situazione patrimoniale del ramo di azienda messa a disposizione dello scrivente, vengono indicati nella tabella riepilogativa che segue:

<i>Elementi dell'attivo:</i>		
Cespiti	18.259,00	
Magazzino	66.255,00	
Totale Attivo		84.514,00
 <i>Elementi del passivo:</i>		
Trattamento di fine rapporto	4.209,00	
Totale Passivo		4.209,00
Totale Patrimonio Netto		80.305,00

Il fatturato realizzato dall'inizio dell'attività alla data del 31 Dicembre 2017, mostra la seguente evoluzione.

Si riportano di seguito l'andamento dei ricavi, evidenziando che l'attività di commercializzazione della parafarmacia è iniziata nell'aprile 2012:

Ricavi	
2015	269.670,74
2016	206.821,41
2017	193.117,89

5. CRITERI DI VALUTAZIONE

E' noto che le metodologie per valutare un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri che tengono conto sia dei flussi finanziari, sia del reddito, sia del patrimonio ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un opportuna combinazione di carattere patrimoniale – reddituale.

Nella pratica vengono applicati principalmente seguenti metodi di valutazione:

a) Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

b) Metodo reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R). Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita. In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula: $W = R / i$

c) Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del goodwill

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Fra i metodi di valutazione sviluppati dalla Dottrina, questo metodo è largamente utilizzato nella valutazione di aziende industriali e suggerito dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti.

Tale metodo si fonda sul presupposto che il valore di un'azienda dipende dal patrimonio netto contabile rettificato e dalla sua capacità dinamica di produrre una remunerazione dell'investimento. In altri termini, al valore rappresentato dal patrimonio netto contabile rettificato si aggiunge il valore (positivo o negativo) corrispondente all'attualizzazione dei sovraredditi relativi ad un numero limitato di esercizi. La componente reddituale, cioè la capacità dell'azienda di produrre redditi provenienti dalla sua gestione caratteristica, in assenza di elementi straordinari, influisce nella valutazione avendo come riferimento un "normale investimento alternativo". Quando i redditi attesi sono superiori ai redditi di un normale investimento alternativo si ha il "sovrareddito" che, opportunamente capitalizzato, costituisce il valore dell'avviamento dell'azienda. Quando il "sovrareddito" non si realizza, il capitale economico d'impresa non risulta sufficientemente remunerato se rapportato ad altre forme di investimento e, quindi, il valore dell'azienda subisce una riduzione.

Il metodo misto reddituale patrimoniale con stima autonoma del goodwill si compendia nella seguente formula:

$$W = K + \frac{(R - iK) a_n}{i'}$$

Il significato dei simboli che compongono la formula è il seguente:

W = valore dell'azienda da determinare.

K = patrimonio netto a valori correnti; tale valore si ottiene rettificando il patrimonio contabile, comprensivo dell'utile maturato alla data di riferimento della valutazione, mediante un'apposita analisi rivolta ad evidenziare sia i plusvalori sia le minusvalenze non espresse dalla contabilità aziendale.

R = è il reddito prospettico atteso, in assenza di eventi eccezionali e non ricorrenti.

i = esprime il rendimento ottimale dell'impresa, tenuto conto del settore in cui opera e delle sue dimensioni ed include il rischio ad essa associato.

n = indica la durata del sovra reddito, da considerarsi ai fini della determinazione dell'avviamento.

i' = è un tasso di natura finanziaria che vale ad attualizzare il flusso futuro dei sovra redditi.

Altri metodi che attuano una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali, che consentono nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale, sono:

- Metodo del valore medio, determinato dalla media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), secondo la seguente formula: $W = (K + R/i) / 2$

- Metodo della formula semplificata, nel quale il capitale netto rettificato si aggiunge al valore del sovra reddito di n anni (e non al valore attuale), secondo la seguente formula: $W = K + n (R - iK)$.

La scelta del metodo di valutazione più appropriato va effettuata con riferimento alle caratteristiche intrinseche della realtà economica oggetto di valutazione.

In considerazione del tipo di attività svolta e della consistenza patrimoniale del ramo di azienda oggetto di valutazione, si ritiene di poter scartare l' "utilizzo di metodi di valutazione esclusivamente patrimoniali in quanto il patrimonio riferibile alla parafarmacia ha un valore limitato e quindi non rappresentativo della potenzialità reddituale del ramo di azienda.

Non si è ritenuto di poter utilizzare, ai fini valutativi, i metodi basati sull'analisi dei flussi finanziari poiché non è stato possibile formulare un piano finanziario relativo agli esercizi futuri sufficientemente affidabile. Nel caso di specie si è giudicata opportuna la scelta del "metodo misto reddituale patrimoniale con stima autonoma del goodwill".

Si è ritenuto tale metodo ben utilizzabile nella valutazione del ramo di azienda "Parafarmacia", non solo perché anche la dottrina in materia di valutazioni d'azienda consiglia l'applicazione di tale metodo nel caso di aziende industriali e commerciali, ma per la convinzione che tale metodo consente da un lato di dare il giusto rilievo all'elemento patrimoniale, e dall'altro di approcciare la determinazione dell'avviamento con una metodologia correttamente improntata alla prudenza. Si precisa che la valutazione che di seguito sarà esposta, si baserà sui redditi prospettici attesi in quanto si ritiene che i bilanci degli esercizi precedenti della società ASP Spa siano poco rappresentativi del reale valore del ramo d'azienda,

perché comprensivi di elementi derivanti da dinamiche economiche e societarie che non interesseranno la futura attività della parafarmacia.

6. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DEL RAMO D' AZIENDA

Di seguito si procederà a determinare il valore del capitale economico del ramo di azienda, dapprima identificando i due elementi alla base della formula adottata:

- 1) patrimonio netto rettificato (K);
- 2) reddito medio normalizzato atteso (R).

6.1 Determinazione del capitale netto rettificato relativamente al ramo di azienda oggetto di valutazione

Gli elementi patrimoniale attivi e passivi, afferenti il ramo di azienda oggetto di valutazione, già descritti nel paragrafo 4, risultano essere i seguenti:

<u>Elementi dell'attivo</u>		
Cespiti	18.259,00	
Magazzino	66.255,00	
Totale Attivo		84.514,00
<u>Elementi del passivo</u>		
Trattamento di fine rapporto	0,00	
Totale Passivo	0,00	
Totale Patrimonio Netto Rettificato K		84.514,00

Il valore del Patrimonio netto, a valori contabili, alla data del 31 Dicembre 2017, è pari ad 84.514,00 €. Al fine di giungere al valore del patrimonio

netto rettificato, si esprimono di seguito alcune considerazioni relativamente alle poste che lo compongono:

- cespiti: il valore netto contabile pari a 18.259,00 € risulta essere già al netto della quota di ammortamento maturato al 31.12.2017, si tratta di arredi e qualche attrezzatura compresi delle spese di allestimento e impianto del negozio che appaiono in ottimo stato d'uso, risulta ragionevole valutare detti cespiti al loro valore di libro, arrotondato, avendo una vita utile lunga; e quindi pari ad 18.259 €.
- magazzino: dall'inventario fisico alla data del 31.12.2017 effettuato dal personale dipendente in forza nella parafarmacia, e verificato a campione dal sottoscritto, non sono emesse differenze inventariali rispetto al dato rilevato contabilmente si ritiene pertanto di mantenere il valore delle rimanenze pari al valore contabile arrotondato pari a 66.255,00 €, vista la scadenza a lungo termine dei prodotti in giacenza;
- trattamento di fine rapporto per i lavoratori dipendenti in forza nella parafarmacia: il tfr maturato alla data del 31.12.2017 è pari ad € 4.209,00, tuttavia, poiché, come già espresso all'interno del paragrafo 4, il ramo oggetto di valutazione verrà ceduto privo del personale dipendente in esso operativo, tale voce assume valore pari a zero ai fini del calcolo del patrimonio netto rettificato.

Per quanto sopra descritto, il valore del patrimonio netto rettificato, alla data del 31.12.2017, risulta essere il seguente:

<u>Elementi dell'attivo</u>		
Cespiti	18.259,00	
Magazzino	66.255,00	
Totale Attivo		84.514,00
<u>Elementi del passivo</u>		
Trattamento di fine rapporto	0,00	
Totale Passivo	0,00	
Totale Patrimonio Netto Rettificato K		84.514,00

6.2 Determinazione del reddito medio normalizzato atteso relativamente al ramo di azienda oggetto di valutazione

Esaurita la valutazione complessiva dei beni che compongono il ramo d'azienda, è necessario procedere alla stima della capacità di reddito che i beni stessi, in quanto coordinati da un contesto organizzato al fine della produzione del reddito, sono in grado ragionevolmente di fornire per il futuro.

Ai fini della determinazione del reddito medio prospettico da utilizzare per l'individuazione del sovra reddito, si ritiene opportuno partire dai redditi storici, prodotti in un passato più o meno prossimo, muovendo dal presupposto che il reddito medio conseguito nell'ultimo biennio sia rappresentativo delle prospettive di redditività della Società.

Il reddito da considerare è quello della "gestione caratteristica dell'azienda e quindi in assenza di elementi straordinari o di carattere accessorio, privi del requisito di stabilità nell'ambito della gestione complessiva, o aventi esclusivamente valenza fiscale.

A tal fine è necessario ipotizzare quali possono essere i ricavi ed i costi di una futura gestione che sia improntata ad una maggiore attività commerciale svolta da un soggetto privato.

Si ritiene quindi, utile prendere come base la media dei dati dei bilanci della parafarmacia dall'anno 2015 all'anno 2017.

Dovendo sviluppare un ipotetico conto economico della gestione privata della parafarmacia, pur con le opportune semplificazioni, occorre tenere in considerazione quanto segue:

- ricavi prospettici: si deve stimare doverosamente un incremento dei ricavi che tenga conto della maggior propensione commerciale dell'operatore privato. Partendo dal dato del biennio 2015/2017 si ipotizza ragionevolmente, a regime, un incremento pari al 10%, tale da portare l'esercizio in questione ad un fatturato annuale prospettico di 246.000,00 € (223.203 * 10%);

Ricavi	
2015	269.670,74
2016	206.821,41
2017	193.117,89
Media Ricavi Triennio	223.203,35

- costo del venduto: si ritiene di non dover apportare modifiche al costo medio dei farmaci e parafarmaci attualmente acquistati dalla parafarmacia poiché gli acquisti vengono effettuati per lo più presso dagli stessi fornitori delle farmacie comunali, altro ramo della società Asp spa, e quindi già con un buon livello di potere contrattuale; ciò premesso si evidenzia un margine di contribuzione medio pari al 45% sui ricavi di vendita, quest'ultimo appare coerente con i margini mediamente riscontrati nel settore di appartenenza;
- costi di esercizio: si ritiene ragionevole e prudentiale prefigurare il mantenimento di taluni costi di gestione fino ad oggi sostenuti, ma al contempo si ritiene di dover abbattere talune voci di costo che non saranno presenti poiché appartenenti all'attuale struttura organizzativa e caratteristici

della stessa. Segue l'elenco puntuale delle voci di costo che interverranno nella determinazione del valore economico complessivo.

Personale dipendente

Come espresso nelle premesse dipendenti della Asp spa, attualmente impiegati presso la parafarmacia non possono essere oggetto di valutazione in quanto rimarranno in qualsiasi caso in forza presso la ASP Spa.

Va evidenziato come sia un'ipotesi valida e sostenibile una gestione in proprio, vista anche l'apertura ridotta a 48 ore settimanali.

Di conseguenza appare corretto stimare una congrua remunerazione per attività del Gestore pari a 30.000,00 € annui.

Quote di ammortamento

Sono determinate sulla base dei piani di ammortamenti in essere relativamente alla dotazione strumentale di cui dispone la parafarmacia. Si ritiene non siano necessari ulteriori investimenti in beni strumentali. Le quote di ammortamento quantificate come premesso, sono di importo pari ad € 4.133,60 €, e, in assenza di acquisti e dismissioni di cespiti, saranno costanti per almeno un 4 anni poiché l'ammortamento è iniziato nel 2012, anno di inizio dell'attività, e per lo più sono ammortamenti relativi ad arredi e quindi con periodo di ammortamento di oltre cinque anni.

Canone di Locazione

Come evidenziato nel paragrafo 3, i locali nei quali si svolge l'attività della parafarmacia sono utilizzati in forza di un contratto

di affitto con canone annuale pari ad € 24.000 più iva, soggetto a rivalutazione ISTAT;

Spese Generali

Sono relative alle spese per utenze (energia, gas, telefonia), per manutenzioni varie, spese per amministrazione e consulenze varie, tali spese sono state oggetto di stima forfettaria giungendo ad un valore complessivo pari a € 9.000;

Altre Spese

Sono spese relative a valutazioni prudenziali relativamente ad eventi imprevisti stimate in € 1.000.

Oneri finanziari

Prudenzialmente si considera un costo per finanziamento di importo pari ad € 1.000 per sostenere l'attività ordinaria.

- Incidenza fiscale: si ritiene ragionevole quantificare un carico fiscale complessivo pari al 29% dell'utile lordo prodotto dal ramo di azienda indipendentemente dalla veste giuridica dell'aggiudicatario della parafarmacia in questione.

A seguito di quanto sopra esposto si riporta il conto economico previsionale evidenziando in tal modo il reddito normalizzato prospettico:

Analisi Di Bilancio	Valori Medi Del Triennio	%
Totale Ricavi	223.203,35	100
Totale Costo Del Venduto	150.833,53	68
<i>Margine di Contribuzione</i>	<i>72.369,82</i>	32
Costi Generali:		
servizi generali	9.000,00	4
spese varie impreviste	1.000,00	0
costi per godim beni di terzi in loc	24.000,00	11
remunerazione dell'imprenditore	30.000,00	13
<i>EBITDA o MOL (Marg Op Lordo)</i>	<i>8.369,82</i>	4
Ammortamenti/Accantonamenti	4.257,00	2
<i>EBIT (Risultato Operativo)</i>	<i>4.112,82</i>	2
Gestione Finanziaria (+/-)	1.000,00	0
<i>Risultato ante oneri straord e imposte</i>	<i>3.112,82</i>	1
Gestione Straordinaria (+/-)		
<i>Risultato ante imposte</i>	<i>3.112,82</i>	1
Imposte (+/-)	0,00	0
Risultato Netto (R)	3.112,82	1

Il reddito normalizzato atteso (R) così ottenuto, pari a 3.112,00 € viene arrotondato a € 3.100.

6.3 Determinazione del tasso di interesse normale

Il tasso di capitalizzazione, che è il tasso di rendimento giustificato soddisfacente dall'investitore in relazione alle aspettative della rendita futura, viene determinato da due componenti che sono un tasso di remunerazione finanziaria ed un premio per il rischio d'impresa.

Per quanto riguarda il tasso di remunerazione finanziaria occorre tenere in considerazione che il mercato in cui opera l'azienda è un mercato

stabile senza particolari rischi. Con tali presupposti il tasso di remunerazione finanziaria da prendere in considerazione è quello degli investimenti privi di rischi. Come tasso *free risk* viene comunemente utilizzato il tasso di rendimento effettivo a scadenza dei titoli di stato. A questo dato occorre aggiungere un premio per il rischio d'impresa. Il premio per il rischio a sua volta dipende dal rischio operativo e dal rischio finanziario del ramo di azienda. Per quanto premesso, il tasso di remunerazione richiesto da un investitore nel capitale di rischio dell'attività oggetto di valutazione sarà calcolato secondo la seguente formula:

$$i = (i_{fr} - i_{inf}) + \beta * MRP$$

$$i' = i_{fr} - i_{inf}$$

i_{inf} = tasso d'inflazione;

i_{fr} = rendimento dei titoli a rischio nullo, al netto dell'inflazione;

β = coefficiente di rischio sistematica non diversificabile;

MRP = rendimento percentuale, in eccesso rispetto ad R , ottenibile dall'investimento nel teorico capitale azionario riferibile all'attività aziendale oggetto di valutazione. Occorre aggiungere un ultimo elemento, utilizzabile per depurare i rendimenti sopra esposti, che è dato dall'inflazione attualmente esistente.

Il tasso medio di rendimento 2015 dei BTP quinquennali, tasso *free risk*, è pari, oggi, circa al 0,56% (in.) (fonte BANCA DI ITALIA).

Tale rendimento dovrebbe essere depurato dal tasso d'inflazione, ma dalla ricerca effettuata si è riscontrato che tale tasso tende allo zero, quindi si decide di non considerarlo nel conteggio.

$$i' = 0,56$$

Al fine di determinare il coefficiente di rischiosità, sono necessarie alcune considerazioni relativamente al settore e allo specifico ambiente competitivo in cui opera il ramo di azienda oggetto di valutazione.

Tale coefficiente è la misura del rischio teorico, chiamato anche rischio sistemico, di un ipotetico titolo azionario in raffronto all'intero mercato, dovuto agli effetti che l'andamento generale dell'economia provoca sul settore economico di riferimento e sulla specifica impresa. Tale titolo ipotetico sarà sottoposto, rispetto ai movimenti di mercato, e quindi:

"aggressivo/rischioso" se β è maggiore di 1,

"difensivo/non rischioso" se β è minore di 1,

"neutro" se β è uguale a 1.

Nel caso del ramo di azienda oggetto di valutazione, si evidenzia che l'attività svolta non è soggetta a barriere all'ingresso in quanto non è una attività riservata, al contempo si rileva che non è una attività soggetta a stagionalità e quindi i prodotti commercializzati non hanno una vita utile diversa dalla loro naturale scadenza.

Inoltre, si ritiene opportuno sottolineare che il peso delle vendite dei prodotti anticiclici è contenuto rispetto al totale venduto, e quindi non sufficiente a ridurre il rischio legato all'andamento del mercato.

Premesso quanto sopra, si ritiene che l'attività in esame subirà i medesimi andamenti del mercato pertanto:

$$\beta = 1$$

Da ultimo, si rende necessario identificare un congruo "premio" per il rischio imprenditoriale, ovvero lo spread applicabile al tasso di rendimento per investimenti privi di rischio (definito, come sopra indicato, nel 0,71%) affinché l'investimento alternativo risulti attraente

per l'investitore ed è dato dalla differenza tra rendimento di mercato e rendimento free risk.

Tale valore viene solitamente determinato sulla base della verifica empirica del rendimento annuale richiesto per investimenti in capitale di rischio di aziende quotate, e viene tipicamente compreso in un range che, nella situazione macro-economica attuale, presenta un elevato e persistente grado di criticità, si stima compreso nell'intervallo tra il 2% ed il 5%, tenendo conto anche del mercato di riferimento del prodotto trattato.

Si è quindi stimato il premio per il rischio per l'attività in oggetto pari al valore medio del menzionato intervallo ovvero:

$$\text{MRP} = 4,00\%$$

Avendo effettuato la stima di tutti i fattori che concorrono alla formazione del tasso di remunerazione, si calcola un tasso pari a:

$$i = i' + \beta * \text{MRP} = 0,90 + 1 * 4\% = 4,90 \%$$

Ai fini dell'individuazione del valore da attribuire al ramo di azienda oggetto della presente perizia è necessario stimare la durata del sovra reddito o "orizzonte temporale di riferimento", ovvero il periodo nel quale si stima che le condizioni atte a generare l'extrareddito possano perdurare nel tempo e viene indicato in dottrina in un periodo variabile fra i 3 e i 7 anni.

Le considerazioni che devono essere effettuate ai fini della determinazione di tale parametro sono volte all'apprezzamento del grado di stabilità dei fattori determinanti la redditività dell'impresa, sia oggettivi che soggettivi.

Fra questi, vanno considerati il posizionamento dell'impresa nel mercato, la situazione della concorrenza, il quadro legislativo di riferimento ed eventuali cambiamenti attesi e le condizioni di redditività della gestione.

Per i motivi qui esposti, si è ritenuto corretto considerare una durata (n) pari a 5 anni.

6.4 Determinazione del valore del capitale economico complessivo del ramo d'azienda "parafarmacia"

A conclusione dell'analisi svolta, veniamo ora ad esaminare in dettaglio gli elementi da utilizzare nella formula di valutazione prescelta.

Patrimonio Netto (K)	€ 84.514,00
Reddito Normalizzato ®	€ 3.100,00
Tasso di Rendimento Normale (i)	4,50%
Tasso di Attualizzazione (i')	0,50%
Periodo di Avviamento (n)	5

Per cui :

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

$$= 84.514 + \frac{(3100 - 422) a_{\overline{5} | 0,90}}{0,90} = 84.514 + (-3.463) = 81.050$$

Che si assume arrotondato ad Euro 81.000.

Per il riscontro del valore su esposto si è proceduto al calcolo del valore attribuibile al ramo d'azienda oggetto della presente perizia utilizzando i seguenti due metodi di confronto:

1) Metodo del valore medio, determinato dalla media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), secondo la seguente formula:

$$W = (K + R/i) / 2$$

$$= (84.514 + 3.100/4.90\%)/2$$

$$=76.701$$

2) Metodo patrimoniale, espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale, il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula:

$$W = K$$

$$W= 84.514,00$$

Effettuando i calcoli con i suddetti metodi si giunge a identificare un range di valore del patrimonio sociale compreso tra un minimo di € 76.701 e un massimo di € 84.514,00. Alla luce dei valori ottenuti, si ritiene, quindi ben rappresentativo del valore della parafarmacia l'importo di € 80.000, valore intermedio rispetto ai valori calcolati applicando i due metodi di confronto, ottenuto tramite l'applicazione del metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del Goodwill.

7. CONCLUSIONI

A conclusione dell'incarico ricevuto, dopo aver svolto le analisi necessarie nella circostanza e con le condizioni svolte in precedenza e qui integralmente richiamate, il sottoscritto perito attribuisce al patrimonio sociale del ramo di azienda oggetto di valutazione alla data del 31 dicembre 2017 un valore pari a 80.000 € (ottantamilaeuro). Tale valutazione è stata redatta conformemente alle notizie ed alla documentazione fornita dalla Società ASP Spa. Si preme precisare a tal fine, che, esaminata la documentazione prodotta e la situazione giuridica in essere, una eventuale cessione di ramo di azienda potrà realizzarsi unicamente adottando le opportune modifiche alla situazione contrattuale esistente.

L'esperto

Oddi Daniela