

**Tribunale di Napoli**

**RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO**

*“Valutazione economica del ramo di azienda della Farmacia di San Giorgio a Cremano in capo al Fallimento Farmacia Futura del Dott. Alessio Bardini & C. sas n. 327/2016”*

**G.D.:** Dott. Nicola Graziano

**Curatore:** Dott. Sabato Montella

**C.T.U.:** Dott. Paolo Liguoro

## Sommario

<i>“VALUTAZIONE ECONOMICA DEL RAMO DI AZIENDA DELLA FARMACIA DI SAN GIORGIO A CREMANO IN CAPO AL FALLIMENTO FARMACIA FUTURA DEL DOTT. ALESSIO BARDINI &amp; C. SAS N. 327/2016”</i> .....	1
<b>1. INCARICO</b> .....	<b>3</b>
<b>2. PRINCIPALI ASPETTI AZIENDALI</b> .....	<b>3</b>
<b>3. SETTORE NORMATIVO DI RIFERIMENTO</b> .....	<b>5</b>
3.1 OSSERVATORIO DI SETTORE - DATI DA FONTE FEDERFARMA .....	7
<b>4. RAPPORTO FARMACIE/ABITANTI IN ITALIA</b> .....	<b>8</b>
<b>5. DOCUMENTI ESAMINATI</b> .....	<b>10</b>
<b>6. CRITERI GENERALI ADOTTATI PER LO SVOLGIMENTO DELL’INCARICO</b>	<b>11</b>
6.1 LIMITAZIONI E PRECISAZIONI .....	11
<b>7. ACCERTAMENTO DELL’ATTIVO DA PARTE DELLA CURATELA</b> ...	<b>12</b>
<b>8. LA VALUTAZIONE DELLA CURATELA IN ORDINE ALLA PROCEDURA DI VENDITA DEL RAMO DI AZIENDA</b> .....	<b>14</b>
<b>9. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA’ IDENTIFICATE</b> ....	<b>14</b>
9.1 CRITERI DI VALUTAZIONE .....	14
9.1.1 METODI DI VALUTAZIONE .....	15
9.1.2 Metodi di mercato .....	17
9.1.3 Metodi finanziari .....	18
9.1.4 Metodi reddituali.....	18
9.1.5 Metodi basati sul costo.....	19
9.1.6 I metodi ibridi – Relief from royalties.....	19
9.2 SCELTA DEL METODO .....	19
<b>10. LA VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA’ INTANGIBILI IDENTIFICATE</b>	<b>20</b>
10.1 IL COSTO DEL CAPITALE WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (“WACC”) QUALE TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEI PROCESSI VALUTATIVI.....	20
10.2 LA VALUTAZIONE DEGLI INTANGIBILI: LA VALUTAZIONE DELL’AVVIAMENTO (“GOODWILL”) IN TERMINI DI CAPACITÀ REDDITUALE POTENZIALE .....	21
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>24</b>

## 1. Incarico

Il sottoscritto dott. Paolo Liguoro, con studio in Sant'Anastasia (Na) alla Via Capodivilla n. 15, revisore legale dei conti e dottore commercialista iscritto all'ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Napoli, è stato nominato perito stimatore in data 27.06.2017 dal dott. Nicola Graziano, Giudice Delegato al fallimento della società "Farmacia Futura del Dott. Alessio Bardini & C, SAS n. 327/2016 " con sede legale in San Giorgio a Cremano Via Manzoni n. 92/98 - C.F.:08235831214 al fine di effettuare " una valutazione del ramo di azienda ivi corrente".

L'incarico conferitomi, nell'ambito dell'ineunte ed anticipatorio programma di liquidazione ed in particolare dell'intendimento proposto dal Dott. Sabato Montella curatore autorizzato all'esercizio provvisorio dal GD, è stato finalizzato all'analisi e alla valutazione dell'azienda in capo al fallimento sia con i propri asset tangibili (per quanto possibile è verosimile su questo punto chiarire in via pregiudiziale che la valutazione della merce potrà essere indicata solo in sede ed al momento dell'aggiudicazione definitiva – motivo per cui, atteso come meglio sarà indicato nel corso dei lavori il punto di San Giorgio a Cremano non è proprietario di alcun bene mobile inteso come arredi stigliature e attrezzature varie) sia con quelli intangibili (eventuale marchio ed avviamento).

La presente valutazione è stata effettuata con particolare riguardo al fatto che la società versa nell'ambito di una procedura concorsuale, per cui la stima è stata effettuata con un'ottica di realizzo e di prudenza nella determinazione dei valori e della fissazione dei pesi ponderati nello sviluppo delle assunzioni poste a base del modello valutativo.

Il principio di valutazione adottato e che sta alla base del valore (atteso in particolare l'obiettivo della procedura di porre in vendita il ramo aziendale), consiste sul presupposto che l'azienda, in provvisorio esercizio, continui ad esercitare attività economiche e si accompagni al conseguimento di futuri ricavi (going concern). In mancanza di tale condizione, la stima del valore diviene poco significativa e vile, non potendo sussistere, per gli stessi che un valore residuale contabile.

Si precisa, quindi, che la presente stima è redatta con la esclusiva finalità di consentire all'Ufficio di Curatela di disporre di dati utili per fissare la base d'asta in ipotesi di alienazione dell'esercizio della Farmacia corrente in San Giorgio a Cremano Via Manzoni n. 92/98.

## 2. PRINCIPALI ASPETTI AZIENDALI

Come anticipato, la società agente sotto la ragione sociale "Farmacia Futura del Dottor Alessio Bardini & C. sas " con sede legale in San Giorgio a Cremano Via Manzoni n. 92/98 è iscritta presso la Camera di Commercio di Napoli - CF:08235831214 - REANA-942450 ed è risultata titolare della sede farmaceutica n. 5 del Comune di San Giorgio a Cremano giusta decreto del dipartimento della salute e delle risorse naturali – Dir. Gen. 04, UOD 08 – N.352 DEL 30.12.2015 oggetto della presente stima, e della sede farmaceutica n. 1 del Comune di Santa Maria la Carità (Na) giusta decreto del dipartimento della salute e delle risorse naturali – Dir. Gen. 04, UOD 08 – N. 6 del 11.01.2016 – (non oggetto della presente stima), con annesse le aziende commerciali (Visura All.n.1).

Il ramo e la connessa azienda corrente in San Giorgio a Cremano autorizzata anche con Scia presso lo sportello telematico unico del Comune di San Giorgio a Cremano per le attività anche di somministrazione alimentare del settore farmaceutico, è stato autorizzato all'esercizio provvisorio dall'Ecc.mo Tribunale di Napoli Sezione fallimentare in persona del curatore Dott. Sabato Montella, ed è stato sottoposto a decreto autorizzatorio in prosieguo n. 110 del 10.02.2017 emesso dal Dip. 52 – DG 04- UOD 08 Direzione generale per la tutela della salute e il coordinamento del sistema sanitario regionale protocollo 2017 0105274 del 14.02.2017 con cui si prendeva atto della sentenza dichiarativa del fallimento n. 340/2016 e che la direzione tecnico-responsabile della farmacia correlativa alla sede farmaceutica n. 5 del Comune di San Giorgio a Cremano ubicata in Via Manzoni n. 92/98 veniva affidata alla D.ssa De Stefano Diana nata ad Avellino il 31.07.1986 e quella correlativa alla sede farmaceutica n. 1 del Comune di Santa Maria La Carità alla D.ssa

Carotenuto Tania nata a Vico Equense (Na) il 11.06.1985.

Il decreto 110/2017 è stato notificato a:

Sindaco del comune di San Giorgio a Cremano;

ASL di Napoli TRE SUD – settore Farmaceutica;

Ordine dei Farmacisti di Napoli;

Curatela della Farmacia Futura del Dott. Bardini & C. sas c/o Dott. Sabato Montella.

A questo punto corre di obbligo rappresentare alla platea dei destinatari del presente lavoro che il ramo di azienda in esame di valutazione fu acquisito dalla società “Farmacia Futura del Dottor Alessio Bardini & C.” sas in data 14.12.2015 giusto atto del Notaio Domenico De Liegro da Torre Annunziata rep 2342 raccolta 1617 (All.n.2) con cui il Dott. Nazario Matachione socio accomandatario nonché legale rappresentante della Società “ Farmacia Internazionale Dott. Nazario Matachione sas” segnatamente, con il predetto atto cedeva e trasferiva la titolarità della farmacia urbana n. 5 sede farmaceutica del Comune di San Giorgio a Cremano ubicata alla Via Manzoni n.92/98 con l’annessa azienda commerciale. Con decreto dirigenziale n. 352 del 30.12.2015 (All.n.3) la Regione Campania Dipartimento 52 – Dipartimento della Salute e delle Risorse Naturali – DG 4 UOD 8 – UOD politica del farmaco e dispositivi ne decretava l’autorizzazione.

Invero, e per completezza storica informativa dovuta anche in relazione ai dati economici storici risalenti e facenti capo al fallimento pendente presso la Sezione fallimentare del Tribunale di Torre Annunziata in capo alla “ Farmacia Internazionale Dott. Nazario Matachione sas” in persona dei Curatori Avv. Loredana Ambrosio e Dott. Massimo Sommella assunti per l’elaborato in esame si rappresenta, altresì, che a sua volta il Dott. Matachione Nazario socio accomandatario nonché legale rappresentante della Società in bonis “Farmacia Internazionale Dott. Nazario Matachione sas acquistava il predetto ramo e la connessa azienda commerciale in data 24.09.2009 dal Dott. Marotta Gaetano in qualità di socio accomandatario e legale rappresentante della Società corrente sotto la ragione sociale “Farmacia Marotta-Renella di Gaetano Marotta & C. sas giusto atto per Notaio Avv. Diego Ciro Vanacore repertorio n. 36659 raccolta 15624 (All.n.4)” giusta autorizzazione formalizzata con decreto n. 387/SAN/STAP – NA del 26.1.10.2009 e smi.

La sede legale connessa all’unità operativa in San Giorgio a Cremano alla Via Manzoni n. 92/98 è manifestamente insediata in una zona caratterizzata da forte concentrazione demografica ed a breve distanza dalle principali strutture ed arterie sia della cittadina vesuviana che si approssima con immediatezza anche alla porta della città di Napoli.

La fascia d’utenza della Farmacia non è limitata agli abitanti residenti nel quartiere di appartenenza e delle zone limitrofe, in quanto la sede è ubicata in una zona raggiungibile da utenti “di passaggio”, prossima alle principali vie di traffico dirette alla zona metropolitana di Napoli.

La farmacia è dotata di autorizzazione amministrativa del Comune di San Giorgio a Cremano per la vendita di merci e/o prodotti come da Scia esibita dal Curatore (All.n.5).

In prospettiva di cessione, a parere del sottoscritto, una diversa gestione della Farmacia potrebbe conseguire margini più elevati di redditività soprattutto in considerazione, ad esempio, della possibilità di incrementare la vendita dei prodotti ora considerati secondari e dei parafarmaci (quali ad esempio cosmetici, prodotti erboristici, prodotti per l’infanzia).

I locali in cui l’Azienda è esercitata anche in forma di autorizzato esercizio provvisorio sono detenuti dalla curatela (cfr. dichiarazioni ed email trasmesse alle richieste del CTU) sine titolo ed il prossimo agosto sarà formalizzata la stipula di un contratto di locazione di immobile ad uso commerciale di cui la parte dante causam è rappresentata dal Dott. Massimo Palumbo un qualità di liquidatore della San Giorgio Immobiliare srl in liquidazione con sede in Napoli alla Via Del Chiostro 25 Piva:0655928411214 quale proprietaria degli immobili siti in San Giorgio a Cremano alla Via Alessandro Manzoni n. 90 di circa 290 mq al catasto censito come segue: Foglio 2 particella 557 sub 103 Cat Catastale C/1 classe 5 rendita Euro 9.570,46. Per il primo anno è previsto un canone di € 24.000/00 al netto dell’iva come per legge a mezzo versamenti anticipati mensili di € 2.000/00 entro il giorno 5 di ciascun mese; per gli anni successivi l’importo annuo è di € 48.000/00 al netto di Iva mediante versamenti anticipati di € 4.000/00 al netto di iva entro il giorno 5 del mese. La durata sarà di anni 6 con decorrenza dal 05.08.2017 e sarà rinnovata ogni 6 anni salvo disdetta che ciascuna delle parti potrà esercitare a mezzo lettera raccomandata con avviso di ricevimento da inviare all’altra parte con preavviso di 12



il prezzo al pubblico dei medicinali OTC e SOP, determinando in questo modo la quasi totale liberalizzazione del prezzo di questi prodotti.

Negli ultimi tempi, soprattutto in seguito all'azione riformatrice intrapresa a partire dal mese di dicembre 2011 dal governo Monti, il settore del farmaco è stato sottoposto a varie modifiche legislative che rappresentano una vera e propria rivoluzione per il cosiddetto "Sistema Farmacia".

In particolare il comma 1 dell'articolo 11 del D.L. 1/2012 convertito con la legge 27 del 24/3/2012 ha previsto l'incremento del numero delle farmacie presenti sul territorio nazionale intervenendo sul cosiddetto "Quorum", ossia il rapporto tra numero di abitanti e numero di farmacie, modificando l'articolo 1 della legge 362 del 1991. Oggi, "Il numero delle autorizzazioni è stabilito in modo che vi sia una farmacia ogni 3.300 abitanti (a fronte dei 4.000 indicati in precedenza, n.d.r.). La popolazione eccedente, rispetto al parametro di cui al secondo comma, consente l'apertura di una ulteriore farmacia, qualora sia superiore al 50 per cento del parametro stesso".

Esistono, inoltre, ulteriori limiti legati all'ubicazione delle farmacie, che non possono localizzarsi ad una distanza, l'una dall'altra, inferiore a metri lineari 200 e, in ogni caso, in modo da soddisfare le esigenze del territorio.

Oltre alle novità normative già descritte nei paragrafi precedenti, occorre evidenziare che nel D.L. 201/2011 (cosiddetto "Salva Italia") è stata prevista la fuoriuscita di 220 referenze dalla "Fascia C" le quali potranno essere vendute anche nelle "parafarmacie" (Decreto del Ministero della Salute 18/04/2012, allegato B). Inoltre l'art. 11 comma 8 del D.L. 1/2012 (cosiddetto "Cresci Italia") convertito con modificazioni dalla legge 27/2012, ha introdotto la possibilità di praticare sconti sui prezzi di tutti i tipi di farmaci e prodotti venduti se pagati direttamente dai clienti.

È facile ipotizzare che, entro breve, ulteriori novità normative completeranno la "rivoluzione" in corso. Ad esempio si attende ormai da anni il rinnovo della Convenzione con il Servizio Sanitario Nazionale attraverso l'introduzione di una nuova forma di remunerazione basata anche sulla retribuzione del servizio professionale di dispensazione del farmaco e non più soltanto sul margine commerciale. Si attende anche l'avvento della cosiddetta "Farmacia dei Servizi" che probabilmente inciderà profondamente sul modello di business delle farmacie.

E ancora, è opportuno sottolineare che la crisi economica in atto riverbera i propri effetti negativi su qualsiasi attività commerciale, anche su quelle che operano in mercati fortemente regolamentati come quello del farmaco. Le conseguenze di lungo periodo sui fatturati e sulla redditività delle farmacie non sono facilmente preventivabili.

E' evidente che l'attuale quadro di profonda incertezza rende assai difficoltosa la stima della redditività delle singole farmacie che dovranno confrontarsi con uno scenario diverso dal passato. La nuova normativa, peraltro, è talmente recente ed in corso di regolamentazione che è impossibile per il sottoscritto valutarne i riflessi futuri. Risulta, tuttavia, logico ipotizzare che ad una maggiore facilità di accesso oltre che ad una minore protezione legislativa del mercato nella commercializzazione di una certa fascia di prodotti, corrisponderà una riduzione dei prezzi di vendita delle aziende che operano nel settore.

Le considerazioni su esposte non possono non influenzare la presente stima.

Oggi, quindi, con tutta probabilità, il valore di una farmacia è rappresentato principalmente dall'avviamento e dal diritto di esercizio della sede farmaceutica.

Quest'ultimo ha natura di concessione del servizio pubblico farmaceutico, ancorché la legislazione farmaceutica lo definisca come autorizzazione. La farmacia è infatti soggetta ad una normativa che ne permette l'apertura ed il trasferimento solo subordinatamente al rilascio di un provvedimento di riconoscimento da parte dell'Autorità sanitaria competente e soprattutto che limita la numerosità delle sedi. Pertanto è logico ritenere che si debba valutare il diritto d'esercizio inscindibilmente dall'avviamento.

Inoltre, a scuotere ulteriormente lo scenario di riferimento, occorre rilevare la presenza di un concorso bandito per l'apertura di nuove sedi farmaceutiche. In particolare, il concorso straordinario in esame è diretta conseguenza dell' art. 11 del D.L. n.1 del 2012 sulle liberalizzazioni contenuto nel decreto "Salva Italia" allo scopo di favorire l'accesso alla titolarità delle farmacie da parte di un più ampio numero di aspiranti, aventi i requisiti di legge, nonché di favorire le procedure per l'apertura di nuove sedi farmaceutiche garantendo al contempo una più capillare presenza sul territorio del servizio farmaceutico.

### 3.1 OSSERVATORIO DI SETTORE - DATI DA FONTE FEDERFARMA

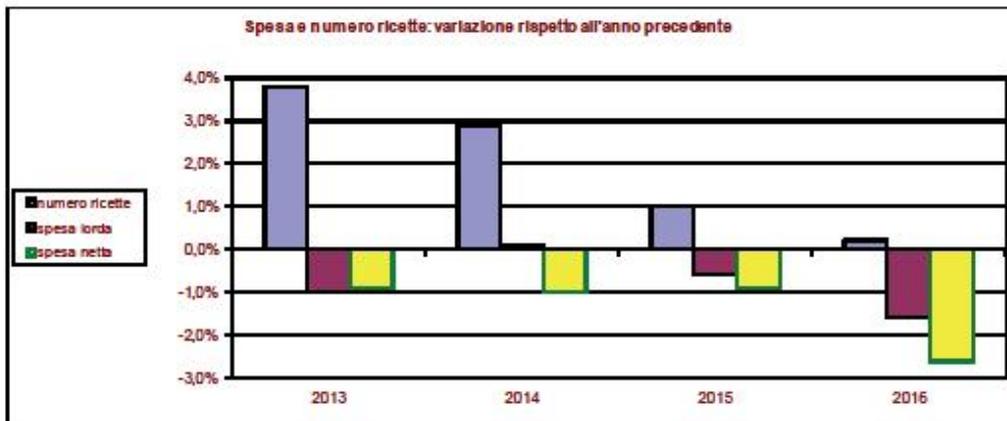
Mentre continuano a diminuire sia la spesa farmaceutica netta convenzionata SSN, calata del -2,4% rispetto al 2015, sia il numero delle ricette di farmaci erogati in regime convenzionale (-1,5%), si assiste a un sensibile incremento della spesa (+8,3%) e delle prescrizioni (+9,7%) relative a farmaci dispensati dalle farmacie in regime di distribuzione per conto.

Prosegue anche il calo valore medio netto delle ricette spedite in regime convenzionale (-1%, mentre il valore lordo è calato solo del -0,5%, a conferma della frenata del trend di riduzione del prezzo medio dei farmaci erogati in regime convenzionale).

Le farmacie continuano a dare un rilevante contributo al contenimento della spesa - oltre che con la diffusione degli equivalenti e la fornitura gratuita di tutti i dati sui farmaci SSN - con lo sconto per fasce di prezzo, che ha prodotto nel 2016 un risparmio di circa 500 milioni di euro, ai quali vanno sommati circa 70 milioni di euro derivanti dalla quota dello 0,64% di cosiddetto pay-back, posto a carico delle farmacie a partire dal 1° marzo 2007 e sempre prorogato, volto a compensare la mancata riduzione del 5% del prezzo di una serie di medicinali. A tali pesanti oneri si è aggiunta, dal 31 luglio 2010, la trattenuta dell'1,82% sulla spesa farmaceutica, aumentata, da luglio 2012, al 2,25%. Tale trattenuta aggiuntiva ha comportato, per le farmacie, un onere quantificabile nel periodo in esame in oltre 191 milioni di euro. Complessivamente, quindi, il contributo diretto delle farmacie al contenimento della spesa, nel 2016, è stato di circa 760 milioni di euro. Prosegue il trend di aumento delle quote di partecipazione a carico dei cittadini, la cui incidenza sulla spesa lorda è passata dal 13,7% del 2015 al 14,2% del 2016.

Secondo un'analisi di IMS Health, a livello mondiale nel 2016 la spesa farmaceutica nel mondo ha raggiunto e superato i 1.100 miliardi di dollari. La crescita nei prossimi cinque anni rallenterà rispetto al quinquennio precedente ma porterà comunque il valore globale del mercato attorno ai 1.400 miliardi a valori realizzo industria. La stima dei valori assoluti è al netto di sconti e negoziazioni ma le previsioni indicano comunque una crescita fra il 4 ed il 7% nei cinque anni (CAGR 2016-2020). I paesi emergenti terranno un passo di incremento più rapido (6-9%) ed in particolare India e Brasile potrebbero raggiungere ancora la doppia cifra. Per il nostro paese è prevista una evoluzione leggermente più favorevole rispetto ad alcuni dei top 5 EU (Francia e Spagna in particolare con l'incertezza dell'effetto Brexit sul Regno Unito).

IMS evidenzia, inoltre, che in Italia nel 2016 il mercato farmaceutico ha chiuso con un andamento a valori più che dimezzato rispetto al 2015 (6% verso 13,3%). Il canale ospedaliero ha significativamente rallentato la crescita tornando a single digit negli ultimi mesi dell'anno con l'indebolirsi del contributo dei farmaci antivirali. La distribuzione per nome e per conto vale 1,8 milioni di euro ed è aumentata di oltre 144 milioni di euro rispetto al 2015 ma si evolve ad un passo più contenuto (8,6%).



Regione Campania	anno 2012	anno 2013	anno 2014	anno 2015	anno 2016	2012-2016	inflazione 2012-2016
Numero ricette	56.395.919	58.565.334	60.257.168	60.865.463	60.963.827	+8.1%	1,1%
Spesa lorda	1.168.512.079	1.157.234.714	1.158.399.825	1.151.485.074	1.133.153.631	-3.0%	
Spesa netta	908.561.714	900.365.159	891.699.800	883.760.217	861.123.048	-5.2%	

I gruppi ATC di 1° livello a maggiore spesa in Campania: confronto 2016/2015

Gruppo ATC	Incidenza su spesa 2016	diff. rispetto spesa 2015	Incidenza sul n. confezioni 2016	diff. rispetto confezioni 2015
sistema cardiovascolare	30,44%	-2,51%	32,67%	+0,96%
apparato gastroenterico e metabolismo	20,18%	+0,63%	25,07%	+1,35%
antimicrobici generali per uso sistemico	10,60%	-4,79%	12,05%	-5,00%
sistema respiratorio	10,42%	-2,62%	4,74%	-1,91%
sistema nervoso	9,91%	-1,07%	6,27%	+1,49%
sangue ed organi emopoietici	5,44%	-7,02%	6,74%	-3,74%
sistema genito-urinario ed ormoni sessuali	3,58%	+2,08%	2,93%	-0,41%
sistema muscolo-scheletrico	3,43%	-11,63%	4,12%	-5,82%
farmaci antineoplastici ed immunomodulatori	2,12%	-8,68%	0,47%	-0,83%
organi di senso	1,65%	+1,09%	1,15%	+0,18%

I 10 principi attivi a maggior spesa SSN in Campania

Principio attivo	Incidenza su spesa 2016	diff. rispetto spesa 2015
pantoprazolo sodico sesquidrato	3,23%	-1,02%
omeprazolo	2,33%	-7,81%
amoxicillina triidrato/potassio clavulanato	1,99%	-0,35%
atorvastatina calcio triidrato	1,90%	+12,69%
enoxaparina sodica	1,68%	-9,70%
colecicferolo	1,68%	+55,53%
ceftriaxone disodico	1,66%	+0,10%
rosuvastatina sale di calcio	1,61%	-20,01%
salmeterolo xinafoato/fluticasone propionato	1,54%	-24,93%
olmesartan medoxomil/idroclorotiazide	1,48%	-9,60%

I 10 principi attivi più prescritti in Campania

Principio attivo	Incidenza sul n. confezioni 2016	diff. rispetto confezioni 2015
pantoprazolo sodico sesquidrato	5,33%	+3,70%
omeprazolo	3,85%	-3,72%
ceftriaxone disodico	2,77%	+0,50%
colecicferolo	2,58%	+33,28%
lansoprazolo	2,34%	-6,51%
acido acetilsalicilico	2,13%	+2,66%
amoxicillina triidrato/potassio clavulanato	2,10%	-0,81%
ramipril	1,96%	+6,99%
atorvastatina calcio triidrato	1,94%	+13,21%
metformina cloridrato	1,85%	+2,62%

Fonte Federfarma

#### 4. Rapporto farmacie/abitanti in Italia

L'attuale presenza delle farmacie sul territorio nazionale è capillare. Infatti esiste almeno una farmacia in ciascuno degli oltre 8.000 Comuni italiani. A livello nazionale una farmacia serve in media 3.440 abitanti. Si tratta del rapporto più vicino al dato medio europeo. Il numero delle farmacie è destinato ad aumentare a seguito delle nuove aperture previste in base al DL n. 1/2012.

### Rapporto farmacie/abitanti in Italia (marzo 2017)

REGIONE	NUMERO FARMACIE			ABITANTI	ABITANTI PER FARMACIA
	COMPLESSIVE	PRIVATE*	PUBBLICHE <sup>°°</sup>		
VALLE D'AOSTA	52	<u>45</u>	7	127.329	2.449
PIEMONTE	1.647	<u>1.538</u>	109	4.404.246	2.674
LIGURIA	605	<u>584</u>	21	1.571.053	2.597
LOMBARDIA	2.877	<u>2.412</u>	465	10.008.349	3.479
VENETO	1.359	<u>1.244</u>	115	4.915.123	3.617
BOLZANO	124	<u>118</u>	6	520.891	4.201
TRENTO	169	<u>144</u>	25	538.223	3.185
FRIULI-V.GIULIA	391	<u>366</u>	25	1.221.218	3.123
EMILIA-ROMAGNA	1.310	<u>1.091</u>	219	4.448.146	3.396
MARCHE	507	<u>432</u>	75	1.553.752	3.045
TOSCANA	1.191	<u>963</u>	228	3.744.398	3.144
LAZIO	1.519	<u>1.354</u>	165	5.888.472	3.877
UMBRIA	272	<u>221</u>	51	891.181	3.276
ABRUZZO	506	<u>473</u>	33	1.326.513	2.622
MOLISE	168	<u>166</u>	2	312.027	1.857
<b>CAMPANIA</b>	<b>1.626</b>	<b><u>1.560</u></b>	<b>66</b>	<b>5.850.850</b>	<b>3.598</b>
PUGLIA	1.212	<u>1.093</u>	19	4.077.166	3.364
BASILICATA	207	<u>203</u>	4	573.694	2.771
CALABRIA	763	<u>761</u>	2	1.970.521	2.583
SICILIA	1.462	<u>1.448</u>	14	5.074.261	3.471
SARDEGNA	582	<u>577</u>	5	1.658.138	2.849
<b>Totale nazionale</b>	<b>18.549</b>	<b>16.893</b>	<b>1.656</b>	<b>60.665.551</b>	<b>3.271</b>

\*dati Federfarma comprensivi dei 553 dispensari stagionali e succursali

<sup>°°</sup>dati Assofarm popolazione residente al 1/1/2016 - fonte ISTAT

Il numero degli abitanti per farmacia è particolarmente basso nelle Regioni con una particolare conformazione geomorfologica e con una presenza diffusa di piccole comunità montane e rurali che hanno fatto ricorso in misura rilevante alla possibilità di apertura di farmacie in piccoli Comuni, in deroga al criterio demografico, nel caso particolari esigenze dell'assistenza farmaceutica in rapporto alle condizioni topografiche e di viabilità lo richiedano.

Per quanto riguarda Bolzano, il fatto che il numero degli abitanti serviti da una farmacia sia più alto che altrove è dovuto alla particolare conformazione montuosa del territorio con

centri abitati piccoli e sparsi e alla circostanza che i servizi essenziali sono concentrati nei centri più grandi. Aldilà delle medie occorre tenere presente che in molti centri, piccoli, piccolissimi comuni o frazioni sono aperti armadi farmaceutici gestiti, di norma, dalla farmacia più vicina. In tal modo viene assicurato il servizio farmaceutico anche in centri in cui una farmacia non potrebbe sopravvivere.

## 5. Documenti esaminati

Nel corso delle operazioni peritali per effetto di numerosi accessi telematici con gli Uffici di entrambe le Curatele (quella in persona del Dott. Sabato Montella per il fallimento pendente presso il tribunale di Napoli e quella dei curatori Avv. Loredana Ambrosio e Dott. Massimo Sommella per quella pendente presso il tribunale di Torre Annunziata), sono stati resi disponibili dalle stesse previamente avvocate, ed attentamente studiati ed esaminati, i seguenti documenti:

- Per ciò che concerne gli adempimenti civilistici, l'ultimo bilancio di esercizio provvisorio al 30.06.2017 per la parte disponibile solo sul conto economico;
- bilancio fallimentare alla data del 15.12.2016 (epoca della declaratoria fallimentare) comprensivo di stato patrimoniale ed economico;
- Sebbene richiesti il rendiconto/bilancio al 31.12.2015 e 31.12.2014 della società in fallimento pendente presso la sezione fallimentare del Tribunale di Torre Annunziata denominata “ Farmacia Internazionale Dott. Nazario Matachione sas “ n- 56/2016 in persona dei Curatori Avv. Loredana Ambrosio e del Dott. Massimo Sommella - dante causam nell'atto di acquisto di ramo di azienda in San Giorgio a Cremano a rogito del Notaio Domenico Di Liegro del 14.12.2015 repertorio n. 2342 e raccolta generale n. 1617 – composto di stato patrimoniale ed economico a sezioni contrapposte, **questo scrivente non ne è entrato mai in possesso per cui l'assenza della trasmissione dei dati richiesti ha indotto alla costruzione di modelli alternativi tra quelli che dottrina e gestione economica indicano come best practice;**
- registri iva acquisti e vendite e corrispettivi anno 2016 e 2017 ratione temporis forniti in via telematica dal Curatore dott. Montella che in sede di richieste ulteriori dichiarava di non essere in possesso del libro dei beni ammortizzabili perché non depositato dal fallito;
- dichiarazione del consulente del lavoro sottoscritta dal Curatore dott. Montella circa la forza lavoro inquadrata al 30.06.2017 e scomposizione del costo del personale sino a tale data e previsioni di costo ferme le ipotesi di mantenere costante le risorse umane così individuate nel ramo di azienda di San Giorgio a Cremano in uno scenario quinquennale;
- istanze di rivendica formulate dalle società di leasing che avrebbero concesso in leasing sia gli arredi che la ammodernamento del sito di San Giorgio a Cremano e che attestano come tutto ciò che è stato inventariato nel corso delle relative operazioni dal cancelliere e dalla società a ciò autorizzata dal GD DR. Graziano, fatta eccezione per le merci non scadute, non possa rientrare nel perimetro dell'attivo acquisibile alla procedura fallimentare e pertanto non può in alcun modo essere valutato nel caso che occupa;

La presente valutazione non ha avuto riguardo ad alcuna componente immobiliare attesa l'impossidenza della fallita e la precisazione circa il possesso dei locali assunta dalla Curatela e di cui meglio si è detto innanzi.

Il perito ha dunque svolto il proprio lavoro sulla scorta dei seguenti documenti:

- Bilancio/Conto economico di esercizio della società fallita presso il tribunale di Napoli al 15.12.2016 (depositato in cancelleria) evidenziando che dal conto economico per la costruzione peritale sono stati estrapolati solo i dati afferenti il

ramo di azienda corrente in San Giorgio a Cremano – conto economico dell'esercizio provvisorio al 30.06.2017 fornito dalla curatela;

- Verbali di inventario fallimentare fornito dal Dott. Sabato Montella;
- Bozza Contratto di locazione commerciale ad oggetto la conduzione del locale corrente in in San Giorgio a Cremano alla Via Alessandro Manzoni n. 90 di circa 290 mq al catasto censito come segue: Foglio 2 particella 557 sub 103 Cat Catastale C/1 classe 5 rendita Euro 9.570,46. Per il primo anno è previsto un canone di € 24.000/00 al netto dell'iva come per legge a mezzo versamenti anticipati mensili di € 2.000/00 entro il giorno 5 di ciascun mese; per gli anni successivi l'importo annuo è di €48.000/00 al netto di Iva mediante versamenti anticipati di € 4.000/00 al netto di iva entro il giorno 5 del mese. La durata sarà di anni 6 con decorrenza dal 05.08.2017 e sarà rinnovata ogni 6 anni salvo disdetta che ciascuna delle parti potrà esercitare a mezzo lettera raccomandata con avviso di ricevimento da inviare all'altra parte con preavviso di 12 mesi prima della scadenza.
- Copia corrispettivi incassati dal mese di gennaio a tutto il 30.06.2017 nel corso dell'esercizio provvisorio;
- Copia istanza di annullamento bando di gara per il fitto di ramo di azienda fissato per il 28.03.2017

## 6. CRITERI GENERALI ADOTTATI PER LO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Nel rammentare anche in questa sede le limitazioni già anticipate in ordine ai documenti esaminati, al sottoscritto preme sottolineare che, a prescindere dalla completezza della base documentale, ogni metodologia valutativa è il risultato di congetture e approssimazioni e, pertanto, non può essere considerata a priori oggettivamente corretta. La scelta del metodo si concretizza quindi nella ricerca di quello strumento che meno degli altri comporti perdita d'informazione. Ne deriva che l'applicazione di un criterio valutativo non correttamente correlato agli obiettivi che ci si pone, si possa rivelare così fuorviante da rendere inesatta la perizia stessa.

Peraltro, a determinare il prezzo di mercato di una farmacia non è soltanto l'aspettativa di redditività. Nonostante le difficoltà del settore e la crisi economica, una attenta e competente gestione della farmacia di norma consente ai farmacisti titolari di trarre dalla loro attività professionale un soddisfacente ritorno economico con un rischio mediamente più limitato rispetto ad altre iniziative imprenditoriali. Si tenga poi conto del fatto che la redditività di ogni farmacia privata, intesa come singolo punto vendita gestito in forma di impresa individuale o di società di persone a ristretta base societaria, è particolarmente influenzata dalle attitudini e dalla professionalità del titolare o dei soci. Ai fini della valutazione sarà dunque necessario considerare "astrattamente" la Farmacia gestita con normale efficienza.

### 6.1 Limitazioni e precisazioni

Per effettuare la scelta del metodo di valutazione più adatto, è necessario addivenire alla definizione con precisione della tipologia dell'azienda che si sta valutando ed il contesto ambientale, economico e normativo in cui opera l'Azienda target tenendo in debita considerazione che la presente perizia è esclusivamente volta a determinare il valore dell'avviamento (diritto d'esercizio e l'esercizio della connessa azienda tenuto conto che il Curatore ha esplicitato in più occasioni che il ramo di azienda è privo della titolarità sia degli arredi che delle stigliature sia dell'ammodernamento effettuato nei locali condotti sine titolo per effetto di alcuni contratti di leasing stipulati finanche prima della cessione del 2015), pertanto è esclusa la stima delle eventuali componenti patrimoniali strumentali all'attività della Farmacia (quali arredi, attrezzature, impianti e macchinari) e la valutazione delle scorte: quindi, nella determinazione del valore economico dell'avviamento commerciale da consegnare alla Curatela per ogni necessaria determinazione da farsi in sede di alienazione, la presente perizia non terrà nemmeno conto di debiti, crediti e di ogni ulteriore componente patrimoniale.

Esula altresì dal compito di questa perizia:

- l'analisi del rapporto giuridico e delle norme che regolano il trasferimento delle farmacie (i valori qui determinati presuppongono che, con la cessione dell'Azienda target, vengano trasferite anche le relative licenze ed autorizzazioni);
- ogni attività di revisione sulle scritture contabili e di ogni altro documento esaminato;
- la revisione delle immobilizzazioni materiali e delle merci assunte dalla Curatela fallimentare.

Ciò premesso, il sottoscritto non può comunque esimersi dal rilevare che la documentazione a disposizione, seppur copiosa, ha reso alquanto problematica la consulenza richiesta. La mancata conoscenza di dati ed informazioni contabili sui fatti aziendali e la mancata esibizione di elementi probatori atti a dimostrare il sistematico aggiornamento delle scritture contabili e la corretta rilevazione dei fatti di gestione ha, di fatto, condizionato la scelta circa la metodologia di revisione da attuare e costretto lo scrivente a formulare congetture.

Le stesse situazioni economiche relative al 2016 (al 15.12.2016), depositate dal Fallito in sede di deposito in cancelleria, non dimostrano, al netto della sola firma apposta in calce dal dott. Bardini, che siano la sintesi di scritture contabili tenute con la necessaria correttezza e sistematicamente aggiornate. Dall'analisi della documentazione disponibile sono emerse molteplici anomalie, in particolare dal punto di vista contabile, che fanno ritenere che la contabilità della fallita società, così come presumibilmente quelle delle società cedenti le due sedi farmaceutiche gestite, sia stata tenuta in maniera confusa tra le società succedutesi nella titolarità degli esercizi farmaceutici.

Le predette limitazioni, quindi, hanno, di fatto, condizionato la scelta circa la metodologia da attuare al fine della presente valutazione ed obbligato il sottoscritto a formulare ipotesi e ad introdurre metodi valutativi di natura ora prevalentemente induttiva ora di tipo reddituale.

Per motivi di completezza si evidenzia che lo scrivente CTU ha effettuato richiesta all'Ufficio Marchi e brevetti al fine di verificare la sussistenza di marchi registrati e trascritti nei vari passaggi dal 2009 al 2015 i cui esiti negativi si accludono in allegato al n. 6. La verifica si è resa necessaria atteso che nella cessione del 2015 è allegato un prospetto da cui se ne deriverebbe che l'atto sia comprensivo anche di marchi non meglio identificati. Nonostante la certificata inesistenza di alcun marchio di proprietà industriale configurabile ed ascrivibile alla fallita è stato indicato nelle scritture contabili della stessa un valore netto al 15.12.2016 di € 2.916,00: invero anche altre voci contabili ivi riportate come le attrezzature e mobili ed arredi ed altre sono state iscritte, ma, come ufficializzato dalla curatela del tutto inconfidenti rispetto al patrimonio della fallita società rivendicato da terzi!

Per tale ragione, al fine di aderire, nel modo più compiuto, alle richieste avanzate dal Tribunale, il sottoscritto ha sviluppato la presente consulenza utilizzando i metodi di valutazione più adeguati al caso in esame.

## 7. Accertamento dell'attivo da parte della curatela

La curatela ha compiuto presso la sede legale ed operativa della società in San Giorgio a Cremano alla Via Manzoni n. 92/98, per quanto di competenza correlata alla presente stima, una analitica attività di inventario grazie anche all'intervento autorizzato dal Gd di apposita società specializzata nel settore farmaceutico e ciò in funzione anche della delicatezza della materia circa la scadenza dei farmaci relativo sia alla merce destinata alla rivendita sia alle attrezzature ed arredi di ufficio. Invero come documentalmente informato dalla curatela alla fine delle operazioni di inventario e prima della esecuzione del bando di gara a mezzo del quale l'ufficio concorsuale avrebbe proceduto a mettere sul mercato il fitto di ramo di azienda corrente in San Giorgio a Cremano la società fallita è risultata del tutto impossidente sia della parte immobiliare che della parte mobiliare a seguito delle seguenti accertate circostanze estratte dalla relazione che il Dott. Montella ha fornito, e, segnatamente:

- **“Che**, tuttavia, dopo la pubblicazione del bando con la previsione della gara per il prossimo 28 marzo 2017 ed in seguito al deposito delle domande di ammissione al passivo e della correlativa documentazione ad essa allegata, lo scrivente è venuto a conoscenza di

una serie di fatti ed elementi pregiudizievoli rispetto alla formulazione dell'iniziale bando di gara;

- **Che**, inoltre, i soggetti che hanno ritenuto di prendere contatti con la Curatela per conoscere i dati relativi al proprietario degli immobili hanno non solo evidenziato le difficoltà relative a tale individuazione ma hanno anche manifestato plurime riserve per non essere stati posti in condizione di avere conoscenza di tutti gli elementi essenziali per la partecipazione alla gara competitiva;
- **Che**, peraltro, solo da ultimo lo scrivente per primo ha acquisito la conoscenza di tutta una serie di elementi di cui alle richieste formulate dagli interessati alla gara;
- **Che**, in particolare, dalla domanda di ammissione al passivo depositata dalla società Pharmaprofessional srl la Curatela ha preso contezza che, rispetto alla Farmacia di San Giorgio:
  - a) l'immobile è di proprietà della società San Giorgio Immobiliare srl (altra società partecipata dal Dott. Matachione) che, inizialmente, aveva concesso in locazione ad essa Pharmaprofessional srl la quale, a sua volta, lo aveva sub-locato alla Farmacia in un contratto ove si prevedeva anche la locazione delle attrezzature;
  - b) la Pharmaprofessional srl in detto contratto ha, quindi, locato alla Farmacia di San Giorgio, per la somma di €.13.000,00 oltre IVA il detto immobile (€.800,00+IVA) nonché parte degli arredi e la maggior parte degli impianti (€.12.0000).
  - c) la Pharmaprofessional srl non è proprietaria delle attrezzature e degli impianti avendo a sua volta stipulato un contratto di leasing con la società Leasint spa avente ad oggetto proprio i detti beni per complessivo importo di €.769.097,28;
  - d) la Pharmaprofessional e la San Giorgio Immobiliare, in epoca antecedente il Fallimento, hanno risolto il contratto di locazione dell'immobile.
- **che** dalla documentazione acquisita dalla Curatela della Farmacia Internazionale San Giorgio (cedente) è emerso che hanno esercitato la rivendica delle attrezzature e dei beni mobili anche la società Sardaleasing spa e la società BPN Paribas spa con le quali essa Farmacia Internazionale aveva in corso due contratti di leasing finanziario;
- **che**, pertanto, è possibile senz'altro affermare, con gli attuali elementi in possesso della Curatela, che **non vi sono attrezzature di proprietà esclusiva della Farmacia di San Giorgio a Cremano**; pertanto, qualora si procedesse al fitto di azienda, sarebbe necessario evidenziare ciò e rappresentare che il fitto inerisce, nella sostanza, unicamente l'avviamento ed i segni distintivi;
- **che** rispetto all'immobile la San Giorgio Immobiliare ha manifestato, tramite il Curatore del Fallimento del socio di maggioranza, una disponibilità di massima a locare l'immobile all'eventuale affittuario”.

**La precisazione formulata dalla curatela in sede di revoca del bando de qua fuga ogni dubbio circa la sussistenza in capo al ramo di azienda in esame di alcun diritto immobiliare e/o mobiliare anche in termini di locazione da soggiacere all'elaborato peritale.**

- La presente rappresentazione si è resa necessaria atteso che per effetto dell'autorizzato esercizio provvisorio il valore del magazzino è da intendersi a scalare ovvero secondo la cd. tecnica del contatore in ragione del fatto che esso all'atto della manifestazione di pubblica offerta, ma anche in sede di definitiva aggiudicazione, assumerà un valore inversamente proporzionale a quello iniziale, recte di partenza, essendo un divenire in continuo mutamento in diminuzione.

## 8. **La valutazione della Curatela in ordine alla procedura di vendita del ramo di azienda**

La curatela intende procedere alla vendita del ramo aziendale evidenziando questi valori di input:

- Cessione dell'avviamento e del relativo esercizio all'attività di Farmacia;
- il ramo di azienda viene ceduto senza alcun credito e senza nessun debito;
- l'acquirente subentra nei contratti vigenti al momento della aggiudicazione definitiva.

Tale circostanza ha condotto, nella presente fase di valutazione, ad ipotizzare e stimare esclusivamente un'autonoma quantificazione delle attività connesse all'avviamento / goodwill al fine di poter correttamente attribuire un valore complessivo al ramo, senza limitarsi ad una semplice e mera valutazione mobiliare che rischierebbe di essere eccessivamente limitativa e poco confidente.

## 9. **I METODI DI VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' IDENTIFICATE**

### 9.1 **Criteri di valutazione**

Con riferimento alle finalità della presente stima, è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti ad individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi razionali di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale loro connesso. Ciò significa, in sostanza, che ognuna delle metodologie disponibili meglio si adatta alla valutazione di una o di alcune specifiche fattispecie. La scelta dei criteri più appropriati per giungere alla stima del valore di un'azienda e/o di un'attività deve essere fondata sulla base delle specifiche caratteristiche della stessa/e nonché, generalmente, sulle finalità dell'esercizio di valutazione. Nel caso specifico, il processo di valutazione seguito fornisce, quindi, un valore di riferimento teorico delle Attività Identificate, sulla base dei dati esistenti e comunicati ai fini di questa stima in una visione complessiva (unicum inscindibile) dell'azienda. Il valore di scambio, o prezzo di un asset, dipende, infatti, sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi.

La presente valutazione può essere influenzata da considerazioni soggettive limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, e comunque ispirata al principio della prudenza, mentre non sono stati presi in considerazione gli effetti delle eventuali sinergie derivanti da future operazioni né altri fattori di carattere strategico o aventi carattere negoziale. Va rilevato che fattori di carattere strategico o negoziale difficilmente possono, per loro natura, essere quantificati tecnicamente in un procedimento di valutazione professionale d'azienda (o di ramo d'azienda).

Nello svolgimento della valutazione sono stati seguiti i principi generali che devono ispirare le valutazioni e che possono essere così epilogati:

- si è usata la dovuta prudenza, ciò a motivo della finalità cautelativa di tale valutazione, ispirata alla tutela dell'integrità del capitale della società oggetto di valutazione;
- si è tenuto conto di tutte le informazioni provenienti sia dalla curatela fallimentare che da fonti esterne di mercato.

Per la selezione delle metodologie si è fatto ricorso ad un'analisi allargata delle metodologie potenzialmente utilizzabili in questo contesto. Dall'elenco generale si è poi proceduto ad individuare quelle ritenute più adeguate nel caso in esame.

Al fine di una migliore comprensione delle scelte effettuate nella valutazione del complesso aziendale, si riporta nelle pagine seguenti una breve descrizione dei criteri e metodi più comunemente proposti dalla dottrina e applicati dalla prassi professionale prevalente.

### 9.1.1 Metodi di valutazione

La dottrina aziendale e la pratica professionale, nel corso di questi anni, hanno proposto una pluralità di metodologie di valutazione del capitale economico.

In linea generale, è possibile distinguere tra metodologie di valutazione che rilevano il capitale economico individuando il contributo di ciascun elemento del patrimonio aziendale (metodi patrimoniali), tra cui anche i beni immateriali, ed altre (metodo reddituale, finanziario e basato sulla dinamica dei probabili prezzi di vendita) che, per contro, non si pongono come obiettivo la ricerca del peso di ciascuna componente del valore rispetto all'indicazione di sintesi (reddito, cash flow, moltiplicatori) posto a base del procedimento di stima.

I criteri di valutazione individuati dalla dottrina aziendalistica prevalente sono dunque riconducibili a due macro categorie: quella dei metodi analitici e quella dei metodi sintetici.

Sono analitici i metodi che consentono la scomposizione dell'unitario valore dell'azienda tra le sue determinanti e cioè tra gli elementi attivi e passivi che la compongono.

Rientrano nella categoria dei metodi analitici unicamente quelli patrimoniali.

Essi si suddividono in gruppi:

- Metodi patrimoniali semplici;
- metodi patrimoniali complessi, con valutazione dell'avviamento e degli elementi ad esso riconducibili (quali: rete di distribuzione, aspetti distintivi del prodotto, capacità di ricerca).
- I metodi patrimoniali si basano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio.
- Secondo tali metodi il valore patrimoniale rappresenta la somma dei valori correnti o di sostituzione attribuibili agli elementi patrimoniali, cioè quei valori mediamente espressi dal mercato nel momento considerato, previa opportuna rettifica degli stessi, qualora risultino superiori al valore ritraibile attraverso l'uso.
- La logica patrimoniale determina il valore economico del capitale considerandolo pari alla somma algebrica dei valori dei singoli componenti attivi e passivi compresi nel capitale aziendale. I metodi patrimoniali si distinguono in semplici o puri e complessi. I primi, partendo dal patrimonio netto
- contabile, con il meccanismo delle rettifiche di valore, arrivano a determinare un patrimonio netto rettificato ovvero ad esprimere i singoli elementi attivi e passivi di bilancio a valori correnti di sostituzione. I secondi, partendo dal valore determinato con il metodo patrimoniale semplice, aggiungono il valore corrente dei beni immateriali anche se non rappresentati nel bilancio d'esercizio.
- Con tale procedimento si cerca di attribuire un valore a quegli elementi quali marchi, brevetti, licenze, autorizzazioni, il Know how, l'organizzazione umana, la rete di vendita, il portafoglio lavori, che altrimenti non troverebbero espressione in sede di valutazione.
- La differenza fondamentale tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi (con valutazione distinta dell'avviamento intrinseco) risiede nell'attribuzione di un valore alla capacità della società di produrre reddito in misura diversa rispetto a quella del mercato o, comunque, nell'apprezzamento di taluni fattori immateriali quali il marchio, il know-how, la penetrazione sul mercato, la rete di vendita o di raccolta, la capacità del management, la rete di relazioni con l'esterno, le condizioni ambientali, ecc.
- Fanno parte della categoria dei metodi sintetici i metodi reddituali e quelli finanziari.
- I metodi reddituali si distinguono in:
- metodi basati sui risultati complessivi (risultati che non tengono comunque conto delle componenti reddituali non ripetitive);

- metodi basati sui risultati operativi.
- I metodi reddituali puri determinano il valore di un'azienda unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. I metodi reddituali misti prevedono l'integrazione dei dati tratti dalla valutazione degli elementi patrimoniali con quelli di natura esclusivamente economica o finanziaria.
- Nell'applicazione dei metodi reddituali, particolare attenzione deve essere posta nella determinazione del tasso di capitalizzazione e nella scelta dell'orizzonte temporale.
- I metodi finanziari determinano il valore di un'azienda in misura pari ai flussi finanziari attualizzati che essa è in grado di generare. Essi quindi sono basati sui flussi monetari che derivano
- dall'investimento. Il valore dell'azienda è determinato in misura pari al valore attuale di tutti i
- flussi finanziari attesi (si distingue tra flussi per l'investitore esterno all'impresa, fondati sulle disponibilità ritraibili attraverso i dividendi, ed i flussi per l'impresa).
- I metodi misti si distinguono in:
  - metodo misto con stima autonoma dell'avviamento (o disavviamento), in funzione del
  - sovrareddito (o del sottoreddito) dell'azienda rispetto a quelli ordinari del settore;
  - metodo della stima patrimoniale con "rivalutazione controllata" delle immobilizzazioni.
- La dottrina aziendalistica ha recentemente elaborato altri metodi i quali prescindono da formule valutative razionali e si limitano a dedurre il valore direttamente da osservazioni di mercato.
- Fra questi è possibile annoverare i metodi empirici ovvero le c.d. rules of thumb ("regole del pollice"). Si tratta di metodi di stima di realtà di piccola e piccolissima dimensione, fondati su regole, prive di rigore scientifico, alle quali fa ricorso l'opinione collettiva in settori specifici. Essi comprendono, inoltre, anche il metodo sintetico che consiste nel sommare, al capitale netto rettificato, il valore dell'avviamento commerciale ottenuto moltiplicando il valore ottenuto dalla media dei redditi realizzati nel triennio precedente, moltiplicato per un coefficiente prospettico,
- alla percentuale di redditività riferita all'ultimo anno del triennio considerato. Essi, per la assenza di rigore scientifico e di razionalità che li contraddistingue, non possono essere assunte quali metodi di base né per le valutazioni di cui all'art. 2343 c.c., né per quelle di cui all'art. 2501-quinquies c.c. Essi potranno tutt'al più essere utilizzati quali metodi approssimativi di verifica sommaria del risultato ottenuto con altri procedimenti.
- I metodi di valutazione attualmente più accreditati nella pratica per la determinazione del fair value di asset tangibili ed intangibili (di seguito definiti congiuntamente con il termine "Asset") sono:
  - Metodi di mercato – gli Asset vengono valutati sulla base di transazioni e benchmarks di mercato relativi ad asset simili rilevati in analoghi settori nel recente passato;
  - Metodi finanziari – si basano sull'"attualizzazione", dell'insieme dei flussi finanziari che l'impresa sarà in grado di realizzare nel futuro
  - Metodi reddituali – viene effettuata la stima del valore attuale di benefici economici futuri derivanti dalla proprietà degli asset da valutare attraverso l'identificazione, la separazione e la quantificazione dei flussi di cassa attribuibili agli asset stessi e la loro capitalizzazione;

- Metodi basati sul costo – si fondano sull’ipotesi che il valore economico del marchio sia pari agli oneri sostenuti per la sua formazione o per la sua sostituzione (o riproduzione);
- Metodi ibridi – utilizzano elementi propri dei diversi metodi sopra citati (ad esempio il metodo del “relief from royalty”).
- L’effettuazione della scelta del metodo varia a seconda della tipologia di asset, dei dati a disposizione e delle specifiche circostanze del settore in cui opera la società. I metodi di mercato, basandosi sulle transazioni realmente effettuate, possono fornire la migliore indicazione per quanto riguarda la determinazione del fair value degli asset intangibili. Purtroppo, i dati relativi a tali transazioni non sono spesso totalmente disponibili, rendendo così i relativi metodi di valutazione di difficile applicazione pratica.
- La scelta dei metodi di valutazione degli asset intangibili si ispira ad alcuni concetti-base, che si possono riassumere nei seguenti termini:
- Credibilità/affidabilità – essa dipende dall’impostazione razionale delle formule, dai fattori che le definiscono e dalla possibilità di tradurre tali fattori in quantità, dalle ipotesi assunte ai fini dei calcoli (affinché sia evitato un eccessivo grado di soggettività);
- Coerenza – i valori devono essere basati sull’analisi fondamentale dell’impresa, esprimendo grandezze coerenti sia con i risultati economici sia con il sistema complessivo;
- Continuità – i calcoli devono essere ripetibili nel tempo (per esempio, anno per anno), evitando sostanziali variazioni di criteri;
- Dimostrabilità – verificabilità – il processo valutativo deve risultare chiaramente dimostrabile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte, nello svolgimento dei calcoli, allo scopo principale di essere verificabile;
- Adattabilità – sono a volte giudicati preferibili metodi applicabili in molte situazioni. Ma non sempre questa è una necessità: vi sono metodi peculiari ad alcuni settori che traggono vantaggi da tale circostanza;
- Praticabilità – i metodi e i parametri di valutazione sottostanti devono essere chiari e relativamente semplici da applicare nella pratica;
- Confrontabilità – è spesso giudicata interessante la possibilità di confrontare i risultati ottenuti con diversi metodi.

### **9.1.2 Metodi di mercato**

- Secondo il metodo in oggetto, il valore di una attività immateriale è stimato sulla base dei prezzi rilevabili nell’ambito di negoziazioni private aventi per oggetto beni simili. Questo approccio si fonda sull’identificazione degli elementi fondamentali che caratterizzano il valore di un asset: i ritorni attesi sull’investimento, il tempo legato alla manifestazione di tali ritorni ed il rischio associato alla realizzazione anticipata di tali ritorni attesi in futuro.
- Le principali criticità nell’applicazione di tale metodologia sono le seguenti:
- Scarsità di transazioni comparabili e disponibilità di informazioni;
- Difficoltà nel garantire omogeneità tra l’attività di riferimento oggetto di valutazione e le transazioni di mercato.
- Per queste ragioni è opportuno, come consigliato dal principio contabile internazionale IASB, effettuare alcune modifiche per riflettere le eventuali differenze tra l’attività oggetto di valutazione e le transazioni comparabili individuate.

### 9.1.3 Metodi finanziari

I metodi finanziari si sostanziano nell'“attualizzazione”, dell'insieme dei flussi finanziari che l'impresa sarà in grado di realizzare nel futuro. Essi possono assumere numerose configurazioni a seconda della nozione di flusso assunta: maggiormente utilizzati sono il levered, se si fa riferimento al flusso monetario disponibile per l'investitore, unlevered se correlate ai flussi operativi. I metodi finanziari rappresentano un'applicazione delle tecniche di analisi economica degli investimenti.

$$V = \sum_j F_j (1 + i)^{-t} + P_n (1 + i)^{-n}$$

dove

W = valore di stima dell'azienda

F<sub>j</sub> = flusso monetario annuo

P<sub>n</sub> = prezzo di realizzo dell'azienda al tempo n

n = presumibile durata del periodo di detenzione dei titoli di proprietà

i = tasso di attualizzazione.

Il valore dell'azienda è misurato dal valore attuale dei flussi monetari a disposizione dell'azienda nel periodo di detenzione (di durata limitata e pari a n anni) più il valore attuale del presunto prezzo di realizzo dell'azienda stessa al termine di tale periodo.

### 9.1.4 Metodi reddituali

Il metodo reddituale consiste nella determinazione di un valore indicativo di un asset utilizzando uno o più metodi che attualizzano i benefici economici futuri che l'attività è in grado di produrre.

La logica reddituale concepisce il valore dell'impresa in funzione della redditività futura, il cui valore attuale, determinato mediante procedimenti di capitalizzazione, consente di stimare il capitale economico.

$$W = R_1 (1 + i)^{-1} + R_2 (1 + i)^{-2} + \dots + R_n (1 + i)^{-n} + VF (1 + i)^{-n}$$

dove

W = valore di stima dell'azienda

R<sub>1</sub>, R<sub>2</sub>, ..., R<sub>n</sub> = Redditi attesi per gli n anni dell'impresa

i = Tasso di attualizzazione

VF = Valore finale dell'impresa all'anno n

Tra le principali tecniche di previsione dei redditi meritano di essere evidenziate le seguenti:

1. media dei redditi storici;
2. metodi dei risultati programmati.

La pratica professionale si basa principalmente sui seguenti metodi:

- Discounted cash flow;
- Capitalized cash flow;
- Greenfield method;

- Excessearnings (cash flows), prevalentemente utilizzato per la stima delle attività immateriali.

L'applicazione di tali metodi avviene in due fasi diverse:

- Identificazione, separazione e quantificazione dei benefici economici futuri attribuibili all'asset in questione. Tali benefici possono essere rappresentati in vario modo: cash flow o utile;
- Attualizzazione di tali flussi in base ad un appropriato tasso che rispecchi il profilo di rischio dell'attività oggetto di valutazione;

### 9.1.5 Metodi basati sul costo

L'approccio basato sul costo si fonda sui principi economici di sostituzione ed equilibrio di prezzo che affermano che un compratore prudente non dovrebbe pagare un asset di più del costo necessario per riprodurre uno di uguale desiderabilità ed utilità. In altre parole, attraverso il principio di sostituzione, un potenziale compratore non dovrebbe pagare di più (e un potenziale venditore non dovrebbe pretendere di più) per un asset rispetto ad un altro asset di analoga utilità. Fra i metodi basati sul costo, vi sono diversi metodi analitici. Ogni gruppo di metodi analitici utilizza una specifica definizione della tipologia di costo rilevante per la valutazione. Vale la pena notare che è necessario identificare, quantificare e sottrarre tutti gli elementi di obsolescenza dal costo dell'asset al fine di stimarne correttamente il valore.

### 9.1.6 I metodi ibridi – Relief from royalties

Secondo questa metodologia il valore di un asset intangibile, per una società che non ne è proprietaria, è pari alla somma che tale società dovrebbe pagare per utilizzarlo su licenza, o, se di proprietà, il costo risparmiato per non doverla pagare.

Il metodo trova prevalentemente applicazione nella valutazione di marchi e brevetti.

La logica sottostante a tale metodologia è l'individuazione di quanto un terzo sarebbe disposto a pagare (Royalty Rate) per ottenere in concessione l'attività oggetto di valutazione.

Nello specifico, la Royalty Rate è stimata sulla base dei tassi di royalty riconosciuti dal mercato per l'utilizzo di attività con qualità simili rispetto a quelle oggetto di valutazione.

Una volta determinato il tasso di royalty, il valore dell'intangibile viene determinato attraverso l'applicazione del tasso ai ricavi o ai profitti generati dall'attività.

Questo metodo viene applicato attraverso i seguenti step:

- ricerca di tassi di royalty applicati in settori simili;
- aggiustamento dei tassi di royalty per lo specifico asset intangibile;
- selezione del tasso di royalty appropriato ai fini dell'applicazione;
- applicazione del tasso di royalty ai ricavi generati dall'asset intangibile oggetto di valutazione.

Le incertezze proprie degli sviluppi della logica reddituale da un lato e patrimoniale dall'altro hanno portato come naturale conseguenza all'introduzione dei metodi misti. Come in precedenza emerso, i modelli che presentano elevata razionalità normalmente risultano carenti sotto il profilo della dimostrabilità, diversamente i metodi caratterizzati da elevata dimostrabilità spesso risultano non altrettanto razionali. I metodi misti consentono di "bilanciare" e "avvalorare" i risultati ottenuti con i metodi patrimoniale e reddituale. Questa metodologia trova applicazione con il "metodo basato sulla stima autonoma dell'avviamento".

## 9.2 scelta del metodo

Prima di descrivere nel dettaglio il metodo di valutazione complesso adottato per giungere al valore più puntuale del ramo d'azienda come già sopra ampiamente delineato, il sottoscritto perito ha analizzato la bozza del contratto di affitto, i certificati negativi di

eventuale marchio ascrivibile all'azienda rilasciato dall'UIBM, i verbali di inventario ed i corrispettivi offerti in analisi sempre dalla curatela e rivenienti dalla esperienza in working del più volte citato ed autorizzato esercizio provvisorio: elementi quindi inerenti nella sostanza al complesso unitario del ramo aziendale.

Pertanto, con riferimento alle finalità della presente stima, è stato prescelto il seguente metodo, parametrato su un arco temporale di 5 anni che rappresenta il valore più congruo della "vita economica utile prospettica" del ramo d'azienda oggetto di stima:

- Goodwill, in termini di valutazione economica del cash flow di progetto generato in una ipotesi di gestione aziendale ordinaria e con le premesse già esposte in termini di assunzioni di partenza volute dalla Curatela (cessione del ramo di azienda e dell'esercizio della correlata azienda in assenza di crediti, assenza di debiti). La valutazione è stata improntata su criteri essenzialmente reddituali;

## 10. La valutazione DELLE ATTIVITA' INTANGIBILI IDENTIFICATE

### 10.1 Il costo del capitale Weighted Average Cost of Capital ("WACC") quale tasso di attualizzazione dei processi valutativi.

Per l'attualizzazione dei flussi di cassa generati nell'applicazione del metodo VAN Cash-Flow si è fatto riferimento al Weighted Average Cost of Capital ("WACC").

Il WACC è rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è determinato come segue:

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d (1-t) \frac{D}{D+E}$$

dove:

$k_e$  = costo dei mezzi propri

$k_d (1-t)$  = costo dei debiti finanziari

$E$  = capitale di rischio

$D$  = indebitamento finanziario netto

Il costo dei mezzi propri ( $k_e$ ) è definito come il costo opportunità del capitale di rischio dell'azienda, ossia il suo rendimento medio atteso. Ai fini della sua determinazione, la dottrina ha elaborato diversi modelli, tra cui il Capital Asset Pricing Model (di seguito definito "CAPM"), opportunamente rettificato:

$$k_e = R_f + b \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

$R_f$  = rendimento delle attività prive di rischio ("Risk Free Rate")

$(R_m - R_f)$  = premio per il rischio di mercato ("MarketRisk Premium")

$b$  = coefficiente relativo al rischio "non diversificabile" (systematicrisk)

Il costo netto del debito ( $k_d(1-t)$ ) è pari al costo lordo del debito, al netto della aliquota d'imposta teorica  $t$  della società.

Per determinare il  $K_e$ , è stato applicato il metodo del Capital Asset Pricing Model.

Si è, quindi, rilevato un campione di società operanti nello stesso settore di riferimento delle società o business unit oggetto di valutazione.

In particolare, nel caso specifico, gli elementi alla base del calcolo sono riepilogati di seguito:

Risk Free Rate: pari al rendimento medio annuo effettivo dei titoli di Stato italiani (BTP) con

scadenza a 10 anni al lordo dell'inflazione<sup>1</sup>; la scelta di utilizzare un risk free nominale è collegata all'applicazione del tasso di attualizzazione a flussi di cassa nominali, così come espressi dai piani finanziari elaborati;

Market Risk Premium: è stato stimato, secondo un approccio empirico sulla base del dato statistico rilevato dalle serie storiche<sup>2</sup>;

Beta: coefficiente rappresentativo del grado di rischio non diversificabile della Società rispetto al suo settore di riferimento, è stato stimato prendendo a riferimento un campione di società ritenute comparabili (nel seguito anche il "Panel")<sup>3</sup>;

Il costo del debito ante imposte (Kd), è stato stimato in linea con quello di mercato.

## 10.2 La valutazione degli intangibili: la valutazione dell'Avviamento ("Goodwill") in termini di capacità reddituale potenziale

Alla luce dei rilievi mossi dal curatore della procedura, Dott. Sabato Montella, nella sua relazione ex art. 33 LF depositata presso il Tribunale di Napoli e delle premesse fatte nel corso di questa relazione, si è deciso di prendere a riferimento, laddove disponibili, i dati forniti dal curatore relativi all'esercizio provvisorio e riparametrarli su di un intero esercizio. I dati che non è stato possibile rinvenire dall'esercizio provvisorio sono stati stimati attraverso parametri che rappresentano in modo prudente la realtà finora descritta.

La stima del WACC così ottenuta è pari a circa il 9,53%

Nella tabella seguente sono riepilogati i valori sopra esposti:

Determinazione WACC	
<b>Costo del capitale di rischio (ke)</b>	
Risk free rate (rendimento BTP decennali) *	1,40%
Beta unlevered medioitaliano **	1,03
Risk premium medio italiano ***	8,40%
<b>Ke</b>	<b>10,05%</b>
<b>Costo dei debiti finanziari (Kd)</b>	
Kd before tax	9,57%
Kd Tax rate ****	0,0497
<b>Kd after tax</b>	<b>9,09%</b>
<b>Struttura Finanziaria di settore</b>	
Peso del capitale di rischio E/(D+E)	45,00%
Peso del capitale di debito D/(D+E)	55,00%
<b>WACC</b>	<b>9,53%</b>

\* Fonte Dipartimento del Tesoro MEF: rilevazioni tassi 2016

\*\* Fonte: elaborazione su dati Bloomberg - settore retail prodotti speciali

\*\*\* Fonte Aswath Damodaran, Professore di Finanza presso la Stern Business School NYU

\*\*\*\* IRAP in vigore dal 01/01/2017, in Campania 4,97%

La valutazione condotta è stata incentrata sulla volontà di attribuire un valore economico prospettico al complesso RAMO aziendale basandosi sulle seguenti ipotesi base in condizioni di invarianza inflattiva durante l'intero arco quinquennale di analisi:

La capacità di riprendere l'attività in una condizione di assenza e/o riduzione di debiti / crediti con l'acquisizione degli asset sopra indicati;

La presenza di leve finanziarie minime per l'acquisizione del ramo d'azienda. Tale assunto comporta un impatto contenuto sul flow generato, sia della componente finanziaria sia di quella straordinaria;

Assumere quale struttura dei ricavi di gestione i seguenti parametri:

Ricavi caratteristici medi stimati nell'ordine di circa 865.000 euro per il primo anno di analisi ossia i ricavi conseguiti nel corso dell'esercizio provvisorio dal 01.01.2017 al 30.06.2017, riparametrati in ragione di un intero esercizio. Tali dati sono ritenuti i più attendibili in una ipotesi di ordinario funzionamento dell'attività aziendale, con incrementi prudenziali annuali del 2,5%;

Assumere quale struttura dei costi di gestione i seguenti parametri, ritenuti i più idonei a rappresentare la realtà di un'attività aziendale come quella in esame, cioè una società con un unico store/anche di outlet di vendita al dettaglio di tutta la gamma farmaceutica e parafarmaceutica:

Costi per materie prime stimate nell'ordine del 60% dei ricavi caratteristici;

Costi per servizi stimati nell'ordine del 6,00% dei ricavi caratteristici, comprensivi di costi delle utenze, vigilanza, pulizia ed assistenza fiscale e contabile;

Costi per godimento di beni di terzi generati da canone annuo di locazione del negozio pari a Euro 48.000, con il primo esercizio presente solo per 6 mesi, ed euro 6.000 di licenza software annuale;

Costi per il personale stimati nell'ordine di circa 170.000 euro, come da prospetto del consulente del lavoro fornito e sottoscritto dal Curatore;

Assumere quali aliquote fiscali vigenti unicamente il 4,97 % per l'IRAP, poiché società di persona.

Avendo assunto come ipotesi di partenza la valutazione del ramo di azienda corrente in San Giorgio a Cremano alla Via Manzoni n. 92/98 nell'ottica di complesso ramo aziendale unitario i cui assetti vengono destinati all'utilizzo produttivo proprio dell'Azienda, si è elaborato il Valore Attuale Netto dei flussi di cassa operativi di progetto al netto dell'imposizione fiscale (IRAP) ed attualizzato ad un tasso del 9,53% (WACC), che ha condotto ad un valore di 1.501.016 Euro che motivi di opportunità e prudenza valutativa conducono a riportare ad un valore di euro 1.500.000.

Nelle tabella seguente vengono sintetizzate le valutazioni condotte.

### Conto economico riclassificato quinquennale su dati previsionali

Periodo	Esercizio provvisorio	n	n+1	n+2	n+3	n+4
Ricavi delle vendite	432.358	864.716	886.334	908.492	931.205	954.485
Altri ricavi	-	-	-	-	-	-
<b>Totale dei ricavi</b>	<b>432.358</b>	<b>864.716</b>	<b>886.334</b>	<b>908.492</b>	<b>931.205</b>	<b>954.485</b>
Costi della produzione B6	251.829	518.830	531.800	545.095	558.723	572.691
Costi per servizi B7	22.972	51.883	53.180	54.510	55.872	57.269
Costi per godimento di terzi B8	3.000	18.000	54.000	54.000	54.000	54.000
Personale	66.612	171.442	171.442	171.442	171.442	171.442
Ammortamenti immobilizzazioni materiali	-	-	-	-	-	-
Ammortamenti avviamento	-	-	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	-	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-
<b>Totale dei costi</b>	<b>-</b>	<b>765.155</b>	<b>815.422</b>	<b>830.047</b>	<b>845.037</b>	<b>860.402</b>

<b>Margine operativo</b>		<b>99.561</b>	<b>70.912</b>	<b>78.445</b>	<b>86.168</b>	<b>94.083</b>
Saldo gestione finanziaria		-	-	-	-	-
Gestione straordinaria		-	-	-	-	-
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>99.561</b>	<b>70.912</b>	<b>78.445</b>	<b>86.168</b>	<b>94.083</b>
Imposte sul reddito		4.948	3.524	3.899	4.283	4.676
<b>Risultato netto</b>		<b>94.613</b>	<b>67.387</b>	<b>74.547</b>	<b>81.885</b>	<b>89.407</b>
Ammortamenti		-	-	-	-	-
Accantonamenti		-	-	-	-	-
Variazioni capitale circolante						
Invest/disinvestimenti immobilizzazioni						
<b>Flussi di cassa operativi netti</b>		<b>94.613</b>	<b>67.387</b>	<b>74.547</b>	<b>81.885</b>	<b>89.407</b>
<b>R.O.S. (MOL / VP)</b>		<b>11,51%</b>	<b>8,00%</b>	<b>8,63%</b>	<b>9,25%</b>	<b>9,86%</b>
<i>van cash flow al tasso (WACC) del</i>	<b>312.933</b>					
<b>9,53%</b>						
Terminal value	<b>1.188.083</b>					
Tasso di crescita g	<b>2,00%</b>					
Valore dell'avviamento	<b>1.501.016</b>					

In alternativa al metodo sopra indicato e per mera completezza ed esaustiva rappresentazione del lavoro peritale si espone anche il metodo del calcolo dell'avviamento del ramo aziendale fondato su meri criteri empirici. E, segnatamente a mezzo del cosiddetto metodo del coefficiente moltiplicatore del fatturato che viene utilizzato nella valutazione delle farmacie per prassi consolidata su tutto il territorio nazionale sin dal 1968. Tale metodo si serve di moltiplicatori calcolati sui dati di aziende comparabili, pertanto è molto diffuso nella prassi commerciale corrente della realtà delle farmacie ed è tenuto in considerazione dagli investitori che operano nello specifico settore.

Secondo tale metodo il valore dell'azienda viene individuato dalla seguente equazione:

$$V = F \cdot i$$

dove:

V = valore dall'azienda

F = valore del fatturato medio annuo

I = coefficiente moltiplicatore di stima

#### **Determinazione del fatturato di riferimento**

Per quanto attiene al valore del fatturato di riferimento il sottoscritto perito nella seguente perizia ha considerato esclusivamente il fatturato, recte, i ricavi dell'esercizio provvisorio come forniti dal curatore al 30.06.2017 e normalizzati all'intero anno 2017, senza procedere ad alcuna media con il fatturato degli anni precedenti, considerati infatti poco, anzi, del tutto inattendibili.

Il fatturato riportato nel bilancio contabile disponibile è stato rettificato come segue:

- è stato normalizzato su base annuale, proporzionalmente al tempo;
- è stata scorporata l'IVA relativa ai corrispettivi lordi da ventilare applicando l'aliquota media del 12%

Dopo questa operazione si è provveduto alla **determinazione del coefficiente moltiplicativo**.

Per la determinazione del coefficiente da utilizzare per la valutazione della sede farmaceutica oggetto della perizia sono state analizzate operazioni commerciali similari per dimensione del punto vendita e per mercato di riferimento.

Il valore medio del moltiplicatore che il mercato e gli operatori esprimono assume valori compresi nel range 0,9 -1,5.

Le dinamiche economiche degli ultimi anni hanno portato ad una costante e continua contrazione di tale coefficiente.

Tale fattispecie è evidente dalla consultazione dei dati statistici rilevati dall'analisi di compravendite di farmacie, come rilevati dall'Amministrazione Finanziaria, che riferisce di moltiplicatori tra l'1,5 ed il 2,66 per annualità antecedenti e del coefficiente del 1,2 nelle note metodologiche di controllo attualmente pubblicate sul sito dall'Agenzia delle Entrate, in relazione alle attività commerciali di farmacie (codice ATECOFIN200 452.31.0 e codice ATECO 2007 47.73.10).

Alla luce delle considerazioni su esposte, pertanto ai fini di questa perizia il valore del moltiplicatore viene fissato nella misura di 1,2, come da indicazioni presenti nelle metodologie di controllo predisposte dall'Agenzia delle Entrate.

A tale valore, tuttavia, il sottoscritto perito estimatore, ritiene dover applicare un correttivo, fissato nella misura dello 0,90, in quanto la farmacia risulta in esercizio provvisorio.

Tenuto conto di quanto esposto in precedenza, applicando al fatturato normalizzato un moltiplicatore pari a 1,2 ed un correttivo pari allo 0,90, si ottiene la seguente valutazione dell'avviamento:

FATTURATO DI RIFERIMENTO NORMALIZZATO	851.188,00
COEFFICIENTE MOLTIPLICATORE	1,20
FATTORE DI CORREZIONE	0,90
VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO	919.283,04

## CONCLUSIONI

In relazione all'incarico conferito, il sottoscritto riassume con le seguenti note conclusive.

Come premesso, la valutazione di un'azienda presenta aspetti di particolare complessità in quanto coinvolge l'esame di fatti aziendali eterogenei, talvolta difficilmente esprimibili in forma numerica.

La stima è stata effettuata utilizzando il metodo reddituale con stima autonoma dell'avviamento e quello empirico (multipli del fatturato): i valori così determinati mediati tra loro al fine di giungere ad un unico e prudente valore definitivo.

L'applicazione delle metodologie valutative in ordine alla determinazione dell'avviamento comprensivo del diritto di esercizio della sede farmaceutica, ha portato ai seguenti valori di sintesi (espressi in euro):

<b>METODO ADOTTATO</b>	<b>Valore Totale</b>
<b>a) Reddituale con stima del reddito medio normalizzato</b>	<b>1.501.016</b>
<b>b) Multipli del fatturato</b>	<b>919.283</b>
<b><u>Media</u></b>	<b>1.210.149</b>

<u>Range di valutazione:</u>	limite min	919.283
	limite max	1.501.016
	<b><u>valore mediano:</u></b>	<b>1.210.149</b>

**In conclusione, in virtù dell'analisi condotta e delle limitazioni evidenziate, il sottoscritto ritiene di poter ragionevolmente e prudentemente attribuire alla azienda "Farmacia Futura del Dottor Alessio Bardini & C. sas " con sede legale in San Giorgio**

**a Cremano Via Manzoni n. 92/98 è iscritta presso la Camera di Commercio di Napoli - CF:08235831214 - REANA-942450 titolare della sede farmaceutica n. 5 del Comune di San Giorgio a Cremano giusto decreto del dipartimento della salute e delle risorse naturali – Dir. Gen. 04, UOD 08 – N.352 DEL 30.12.2015 in esercizio provvisorio con decreto autorizzatorio in prosieguo n. 110 del 10.02.2017 emesso dal Dip. 52 – DG 04- UOD 08 Direzione generale per la tutela della salute e il coordinamento del sistema sanitario regionale protocollo 2017 0105274 del 14.02.2017”, alla data odierna, un valore complessivo pari ad euro 1.210.149, che si arrotonda ad euro 1.210.000, esclusivamente attribuibile all’Avviamento ed al relativo diritto di esercizio della sede farmaceutica.**

La documentazione richiamata nel presente documento non viene allegata, ma conservata agli atti del sottoscritto.

Il Consulente Tecnico d’Ufficio

Dott. Paolo Liguoro

Napoli, 25.07.2017