



MANAGEMENT AND CONSULTING SRL

ALIENAZIONE FARMACIA COMUNALE  
SANTA LUCIA

PIANO ECONOMICO E RELAZIONE DI STIMA

26 GENNAIO 2023



## **Sommario**

<b>SOMMARIO</b>	<b>2</b>
<b>PREMESSA</b>	<b>3</b>
<b>ANALISI DEL CONTESTO E DEL MERCATO DI RIFERIMENTO</b>	<b>4</b>
<b>DETERMINAZIONE DEI RICAVI POTENZIALI</b>	<b>7</b>
<b>DETERMINAZIONE DEI COSTI</b>	<b>10</b>
<b>DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL VENDUTO</b>	<b>10</b>
<b>DETERMINAZIONE DEI COSTI DEL PERSONALE</b>	<b>10</b>
<b>DETERMINAZIONE DEGLI ALTRI COSTI DI GESTIONE</b>	<b>10</b>
SERVIZI AMMINISTRATIVI	10
LOCAZIONE	10
PRESTAZIONI DI SERVIZIO E UTENZE	11
ALTRI ACQUISTI	11
<b>DETERMINAZIONE DEI COSTI DI INVESTIMENTO</b>	<b>11</b>
<b>IMPOSTE DI ESERCIZIO</b>	<b>11</b>
<b>PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO</b>	<b>12</b>
<b>DETERMINAZIONE DEL VALORE</b>	<b>14</b>
<b>CRITERI DI VALUTAZIONE</b>	<b>14</b>
<b>METODI PATRIMONIALI</b>	<b>14</b>
<b>METODI REDDITUALI</b>	<b>14</b>
<b>METODI FINANZIARI</b>	<b>15</b>
<b>METODI MISTI</b>	<b>15</b>
<b>METODI EMPIRICI</b>	<b>15</b>
<b>METODOLOGIA UTILIZZATA</b>	<b>15</b>
<b>AGGIORNAMENTO STIMA METODO DEI MULTIPLI</b>	<b>17</b>
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>18</b>

## **Premessa**

In relazione all'incarico ricevuto dal Comune di Fonte Nuova con Determinazione Dirigenziale n. 1370 avente ad oggetto: “*Affidamento prestazione di servizio per l'aggiornamento della valutazione economica della farmacia comunale di Santa Lucia ai fini della successiva alienazione della titolarità della licenza*” del 30.12.2022, si è provveduto preliminarmente ad effettuare un'analisi:

- del contesto operativo nel quale opera la farmacia e degli eventuali cambiamenti del bacino di interesse;
- dell'evoluzione del mercato di riferimento
- dei conti economici a consuntivo 2013-2019 e degli aggiornamenti per le annualità 2020, 2021 e 2022.

Le analisi sopra richiamate hanno consentito l'elaborazione del Piano economico finanziario finalizzato all'individuazione del valore corrente aggiornato della sede farmaceutica sita Via di Santa Lucia n. 118.

Il Comune di Fonte Nuova, infatti:

- con delibera di Consiglio Comunale n. 60 del 29.09.2020 deliberava la cessione della titolarità delle due farmacie site rispettivamente in Via Vittorio Alfieri, n.1 e Via di Santa Lucia, n. 118, sulla base di perizie di stima del 07.02.2020, come integrate in data 25.06.2020;
- procedeva all'alienazione della sola farmacia di Via Vittorio Alfieri, n.1;
- con determinazione dirigenziale n. 1370/2022, ravvisava la necessità “[...] *di procedere ad un aggiornamento della valutazione di stima della Farmacia Comunale di Via Santa Lucia n. 118 al fine di disporre di una più recente stima dell'importo da porre a base d'asta in caso di vendita o dei canoni concessori da porre a rialzo in caso di concessione [...]*”.

Sulla base degli indirizzi definiti dal Comune di Fonte Nuova, il presente Piano economico-finanziario si pone l'obiettivo di stimare il valore della Farmacia in parola, integrando le precedenti valutazioni sulla base delle informazioni e dei dati di consuntivo 2022.

A tale scopo sono stati forniti dall'Ente:

- Relazione di valutazione del 25.09.2019
- Integrazione alla relazione di valutazione del 22.06.2020
- Delibera di Consiglio Comunale n. 60 del 29.09.2020
- Conti consuntivi Farmacia Santa Lucia 2013-2022
- Determinazione Dirigenziale n. 1370/2022

## **Analisi del contesto e del mercato di riferimento**

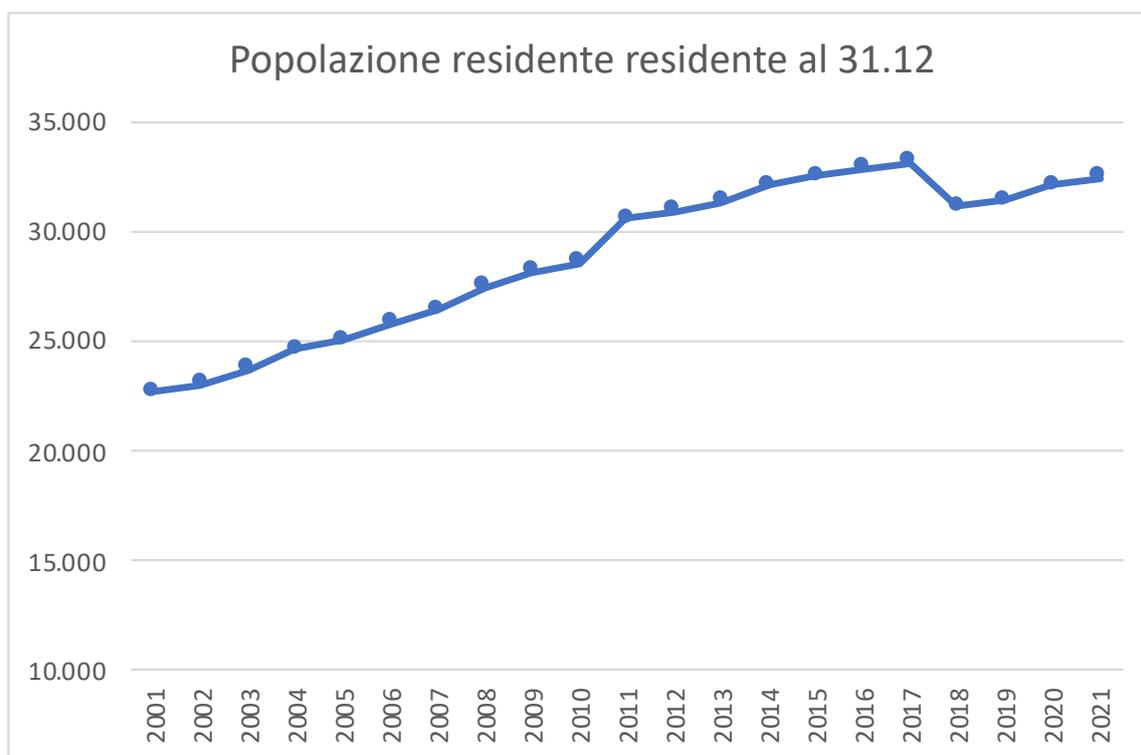
Il Comune di Fonte Nuova si estende per circa 20 kmq e conta, al 1° gennaio 2022, 32.491 abitanti con un *trend* negli ultimi 20 anni in crescita continua. In particolare, con eccezione dei riallineamenti da censimento della popolazione, la popolazione è cresciuta in ogni annualità passando da un valore di 22.695 al 31.12.2011 al valore di 32.491 del 31.12.2021 facendo segnare un +43,2% e una crescita media intorno al 2% annuo. La tabella e il grafico esposti di seguito ne riportano l'andamento.

Comune di Fonte Nuova - Andamento della popolazione residente (2001-2021) (\*)

Anno	popolazione residente al 31.12	variazione assoluta	variazione percentuale	numero famiglie	media componenti nucleo familiare
2001	22.695				
2002	23.071	376	1,66%	-	-
2003	23.772	701	3,04%	9.387	2,53
2004	24.659	887	3,73%	9.758	2,53
2005	25.091	432	1,75%	10.043	2,50
2006	25.829	738	2,94%	10.424	2,48
2007	26.486	657	2,54%	10.717	2,47
2008	27.475	989	3,73%	11.171	2,46
2009	28.210	735	2,68%	11.460	2,46
2010	28.620	410	1,45%	11.696	2,45
2011 (**)	30.599	1979	6,91%	11.944	2,56
2012	31.002	403	1,32%	12.184	2,54
2013	31.411	409	1,32%	11.977	2,62
2014	32.149	738	2,35%	12.394	2,59
2015	32.562	413	1,28%	12.638	2,58
2016	32.917	355	1,09%	12.836	2,56
2017	33.193	276	0,84%	13.053	2,54
2018 (**)	31.192	-2001	-6,03%	12.442	2,51
2019 (**)	31.441	249	0,80%	12.711	2,47
2020 (**)	32.139	698	2,22%	-	-
2021 (**)	32.491	352	1,10%	-	-

(\*) elaborazione tuttitalia.it su dati Istat

(\*\*) valori post censimento della popolazione



Anche il numero delle famiglie cresce dal 2003 al 2019 di 3.324 nuclei (+35,4%) con un numero medio di componenti pari a 2,52.

In generale, le variabili demografiche mostrano un elevato grado di dinamicità del Comune, in controtendenza, nell'ultimo decennio, sia con il dato nazionale che con quello regionale.

La farmacia svolge un servizio di pubblico interesse garantendo la dispensazione dei farmaci ed altri presidi terapeutici sull'intero territorio nazionale.

L'attività che le farmacie esercitano, consistente prevalentemente nella commercializzazione di prodotti farmaceutici, viene svolta in un mercato regolamentato. In particolare, la normativa vigente dal 2012 prevede sul territorio comunale la presenza di una farmacia ogni 3.300 abitanti<sup>1</sup>. Precedentemente all'emanazione del D.L. 24 gennaio 2012 n.1, convertito con modificazioni con la Legge 24 marzo 2012, n. 27, la normativa prevedeva la presenza di una farmacia ogni 4.000 abitanti. Dalla documentazione ricevuta, si evince che la farmacia sita in Via di Santa Lucia n. 118 (di seguito farmacia Santa Lucia), oggetto di alienazione, opera in un centro commerciale situato in un punto nevralgico del territorio comunale e il bacino di utenza di riferimento risulta compreso nella zona sud di Tor Lupara comprendente le seguenti vie: tratto di Via Nomentana, Via C. Goldoni, Via XXV Luglio, Via Valle dei Corsi, Via XX Settembre, Via G. Boccaccio, Via N. Macchiavelli, Via A. Poliziano, Via II Giugno, Via G. Carducci, Via E. De Santis.

Nel territorio del Comune di Fonte Nuova, che conta circa di 32.000 residenti, sono state istituite nove sedi farmaceutiche (deliberazione di Giunta Comunale n. 13 del 29.09.2019), compresa quella comunale oggetto della presente valutazione.

I prodotti venduti dalle farmacie sono classificati come segue:

<sup>1</sup> Art. 11, comma 1, D.L. 24 gennaio 2012 n.1, così come modificato dalla Legge 24 marzo 2012 n. 27: "Il numero delle autorizzazioni è stabilito in modo che vi sia una farmacia ogni 3.300 abitanti. 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".

- prodotti vendibili dietro prescrizione medica (vendibili esclusivamente dalle farmacie);
- prodotti vendibili senza prescrizione medica (vendibili anche dalle parafarmacie e da altri esercizi commerciali), tra i quali sono ricompresi sia i farmaci da banco sia i prodotti diversi (es. prodotti per l'igiene personale, cosmetici, dietetici, per l'infanzia).

Il mercato di riferimento è funzione del numero dei possibili clienti che gravitano nell'area in cui è operativo il punto vendita (residenti, stabili ma non residenti, di transito).

Il volume dei ricavi dipende dalla capacità di attirare clientela presso il punto vendita.

La presenza o meno di medici nelle vicinanze del punto vendita condiziona in modo rilevante il volume dei ricavi, con particolare riferimento a quelli derivanti dalla vendita di prodotti vendibili dietro prescrizione medica.

Il volume dei costi, invece, è funzione principalmente delle spese per l'approvvigionamento dei prodotti, delle spese di personale e di gestione della sede.

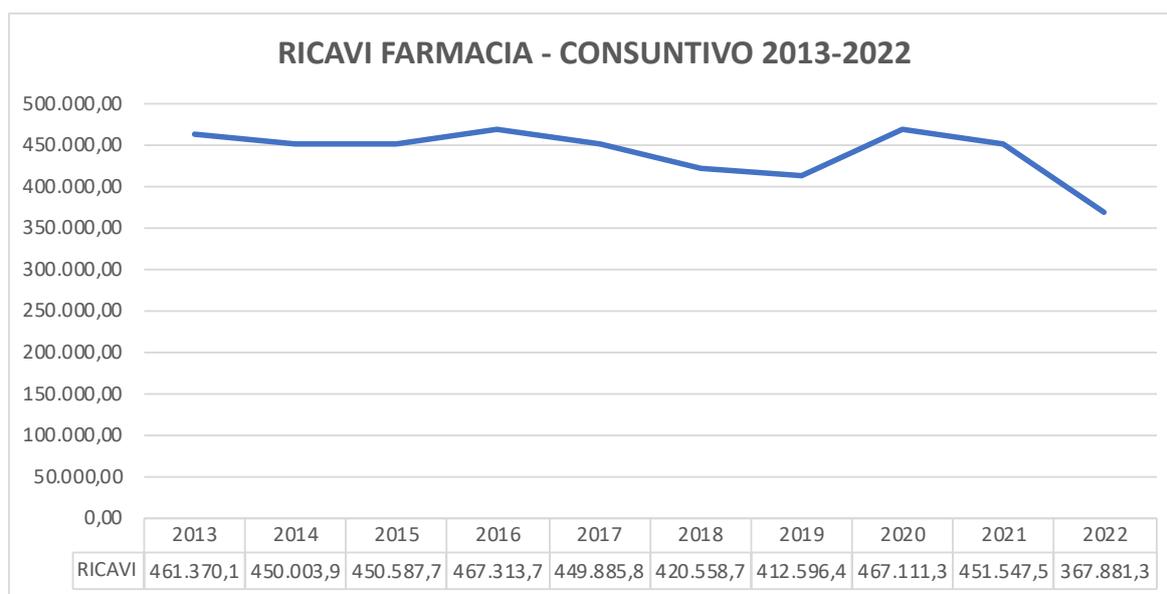
I primi sono naturalmente legati ai volumi di vendita (anche se possono variare in base alla capacità di ottimizzare gli acquisti di prodotti), mentre gli altri sono molto meno suscettibili di variazione in funzione del volume dei ricavi conseguiti.

È evidente, quindi, che la redditività di una farmacia dipende, oltre che dalla capacità di attirare clientela presso il punto vendita, dall'ottimizzazione dei costi di acquisto dei prodotti e dalla efficiente gestione dei costi fissi.

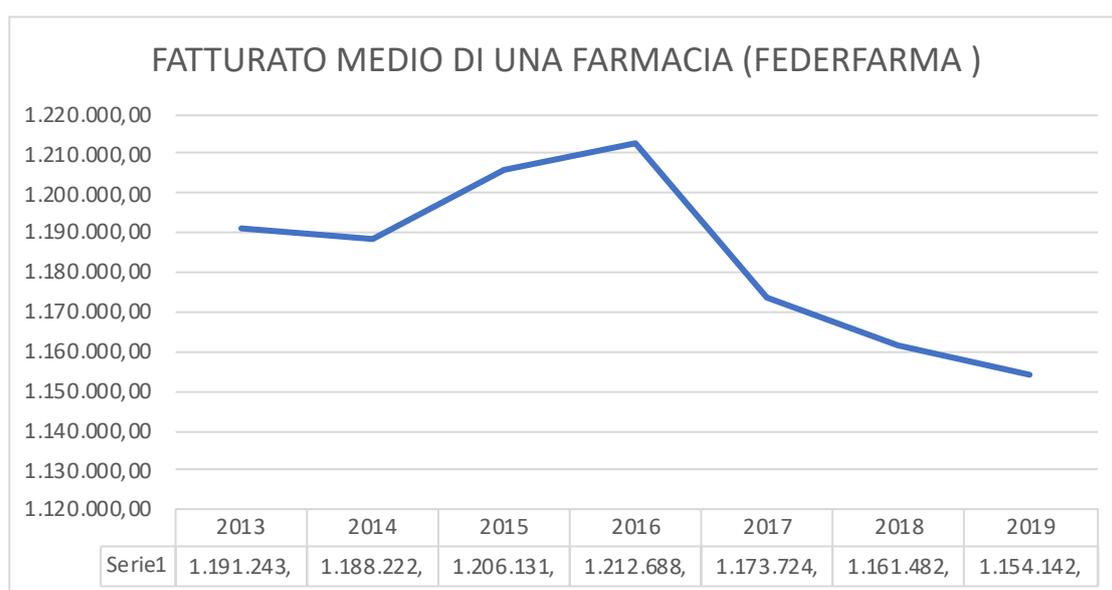
## Determinazione dei ricavi potenziali

Per la determinazione dei ricavi si è fatto riferimento, quale base di partenza, al valore medio registrato dalla farmacia negli ultimi anni e desunto dai conti consuntivi ricevuti per le annualità 2013-2022, che fa rilevare un valore medio di ricavi pari a euro 439.886.

L'andamento dei ricavi è evidenziato nel grafico seguente, che mostra una tendenza abbastanza stabile con un trend negativo nelle annualità 2013-2019 (-1,75% medio), per aumentare nel 2020 (+13,21% rispetto al 2019) e per ridursi ancora nel 2021 (-3,33% rispetto al 2020) e nel 2022 (-18,53% rispetto al 2021).



La flessione dei ricavi della farmacia rispecchia la tendenza nazionale. Il fatturato medio di una farmacia italiana negli anni 2013-2019, desunto dal rapporto Federfarma<sup>2</sup> è riportato nel grafico seguente.

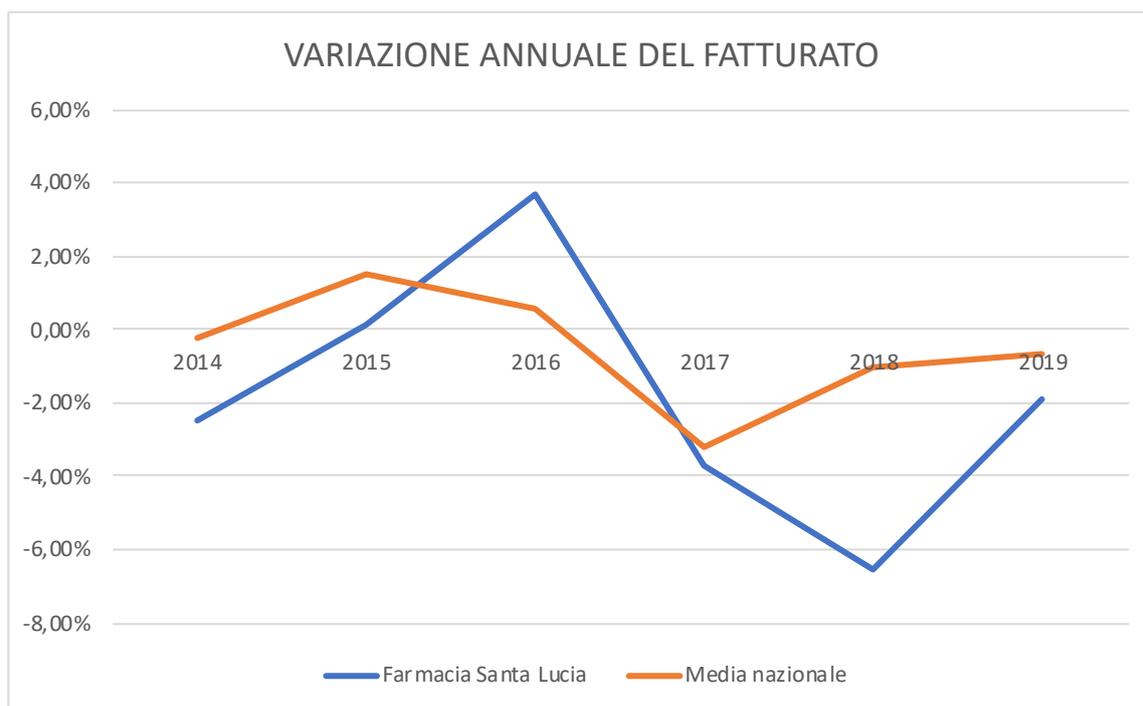


<sup>2</sup> Federfarma, la Farmacia italiana 2020-2021.

La contrazione del mercato nazionale è ascrivibile a due ragioni principali.

La prima si identifica nella maggiore diffusione dei medicinali equivalenti (generici), che hanno prezzi più bassi, rispetto a quelli coperti da brevetto: secondo il rapporto di Mediobanca<sup>3</sup>, nel 2010 il 41,3% delle vendite era rappresentato da farmaci con brevetto, il 41,5% con brevetto scaduto e il residuo 17,2% da generici; nel 2021, invece, la vendita di farmaci brevettati risulta pari al 24%, quelli a brevetto scaduto sono saliti al 45,2%, mentre i generici sono arrivati al 30,8%. La seconda è ascrivibile a una diminuzione del fatturato del Sistema Sanitario Nazionale.

Nel grafico seguente si confrontano i tassi di variazione annuali del fatturato della farmacia Santa Lucia con quello medio nazionale nel periodo 2014-2019.



Il valore di fatturato della farmacia Santa Lucia risulta molto distante dal valore medio nazionale; in particolare nell'annualità 2019 il fatturato della farmacia di Santa Lucia, pari a euro 412.596, rappresentava appena il 35,7% del valore medio nazionale del fatturato di una farmacia, pari a euro 1.154.142<sup>4</sup> <sup>5</sup>.

La stima dei ricavi prospettici dovrà quindi tener conto, da un lato, della flessione dei ricavi fatti registrare dalla contrazione del mercato nazionale e, dall'altro, dall'elevato differenziale tra il fatturato medio nazionale e quello della farmacia di Santa Lucia, che dovrà prevedere un adeguato recupero.

Infatti, la farmacia Santa Lucia:

- non si trova in una zona disagiata o rurale;
- opera in un centro commerciale di significativo richiamo;
- è ubicato su un territorio caratterizzato da un significativo e costante aumento demografico;
- non è prevista l'istituzione di un'ulteriore sede farmaceutica e pertanto non si stima un aumento della concorrenza sul territorio.

<sup>3</sup> Il settore delle farmacie, Area Studi Mediobanca, settembre 2022.

<sup>4</sup> Fatturato medio nazionale 2019. Federfarma, La farmacia italiana 2020/2021.

<sup>5</sup> Secondo il rapporto dell'Area Studi di Mediobanca il valore medio di fatturato per una farmacia italiana è stato nel 2019 a 1,242 milioni di euro, Il settore delle farmacie, Area Studi Mediobanca, settembre 2022.

Inoltre, il passaggio della proprietà da pubblica a privata potrà assicurare l'adozione di strategie di mercato più incisive rispetto a quelle adottate da un organismo pubblico che per sua natura è più attento agli aspetti sociali che a quelli reddituali.

Per le considerazioni sopra riportate, si è ipotizzato un volume di ricavi che tende progressivamente ad avvicinarsi a quello medio nazionale, considerato ancora in flessione per sei annualità. I ricavi prospettici sono rappresentati nella tabella seguente.

STIMA DEI RICAVI PROSPETTICI FARMACIA SANTA LUCIA RISPETTO AL VALORE MEDIO DI MERCATO								
	valori di base	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Valore medio nazionale	1.163.116,00	1.151.484,84	1.139.969,99	1.128.570,29	1.117.284,59	1.106.111,74	1.106.111,74	1.100.000,00
<b>Ricavi farmacia Santa Lucia</b>	<b>439.886,00</b>	<b>504.576,23</b>	<b>567.928,67</b>	<b>629.963,60</b>	<b>679.528,19</b>	<b>728.038,50</b>	<b>761.221,85</b>	<b>800.000,00</b>
<i>Ricavi farmacia su valore nazio</i>	<i>37,82%</i>	<i>43,82%</i>	<i>49,82%</i>	<i>55,82%</i>	<i>60,82%</i>	<i>65,82%</i>	<i>68,82%</i>	<i>72,73%</i>

La ripartizione del fatturato, in linea con quella media nazionale, è prevista per il 57,8% da vendite di farmaci con ricetta medica e il restante 42,2% da vendite di prodotti da banco (farmaci senza ricetta e mercato commerciale)<sup>6</sup>.

La tabella che segue riporta la ripartizione dei ricavi previsti per il primo anno di attività e per i successivi anni di durata della concessione. L'ipotesi prevede rivalutazioni di ricavi e costi in funzione del tasso di inflazione.

DETTAGLIO RICAVI (*)							
Tipologia	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Ricavi da SSN	291.645,06	328.262,77	364.118,96	392.767,29	420.806,25	439.986,23	462.400,00
Ricavi da banco	212.931,17	239.665,90	265.844,64	286.760,90	307.232,25	321.235,62	337.600,00
<b>Totale</b>	<b>504.576,23</b>	<b>567.928,67</b>	<b>629.963,60</b>	<b>679.528,19</b>	<b>728.038,50</b>	<b>761.221,85</b>	<b>800.000,00</b>
(*) oltre rivalutazione al tasso di inflazione							

<sup>6</sup> Ripartizione media nazionale fatturato per farmaci senza ricetta e mercato commerciale: 42,2% e farmaci con ricetta: 57,8%. Federfarma, La farmacia italiana 2020/2021.

## **Determinazione dei costi**

### **Determinazione del costo del venduto**

Per la stima del costo del venduto si è fatto riferimento a valori leggermente più alti di quelli rilevabili nel settore, specialmente nei prodotti da banco, ipotizzando, in particolare, uno sconto medio del 34% sui prodotti da banco e del 23% su quelli rimborsati dal Servizio Sanitario Nazionale.

Il costo medio totale del venduto, stimato a circa il 72% del valore del fatturato, risulta tuttavia in linea con i dati del settore.

I costi del venduto per il primo anno e per i successivi sono riportati nella tabella seguente.

COSTO DEL VENDUTO (*)							
Tipologia	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Acquisto medicinali SSN	224.566,70	252.762,33	280.371,60	302.430,82	324.020,81	338.789,40	356.048,00
Acquisto prodotti da banco	140.534,57	158.179,49	175.457,46	189.262,19	202.773,28	212.015,51	222.816,00
<b>Totale</b>	<b>365.101,27</b>	<b>410.941,83</b>	<b>455.829,06</b>	<b>491.693,01</b>	<b>526.794,10</b>	<b>550.804,91</b>	<b>578.864,00</b>

(\*) oltre rivalutazione al tasso di inflazione

### **Determinazione dei costi del personale**

Sono state ipotizzate le seguenti figure: Responsabile di farmacia, farmacista, commesso/magazziniere, il cui dettaglio dei costi è riportato a seguire.

COSTO DEL PERSONALE (*)		
Ruolo	Anni 1 - 7	A REGIME
Responsabile Farmacia	51.026,28	51.026,28
Farmacista	34.805,16	34.805,16
Commesso/magazziniere	24.495,48	24.495,48
<b>Totale</b>	<b>110.326,92</b>	<b>110.326,92</b>

(\*) oltre rivalutazione contrattuale stimata

I costi del personale sono stati rivalutati del 2% nelle annualità 4 e 7, per tener conto dei rinnovi contrattuali di categoria.

### **Determinazione degli altri costi di gestione**

#### Servizi amministrativi

Ci si riferisce al personale addetto alla rendicontazione al SSN, alla contabilità e alla gestione del personale. Tali attività potranno essere garantite o da personale supplementare (anche part time) e/o dal ricorso a servizi esterni. Il costo è stimato in euro 12.000 annui, rivalutati al tasso di inflazione.

#### Locazione

Ci si riferisce alla locazione del punto vendita e del magazzino prodotti, che è calcolata sulla base del valore del 2022 in euro 24.888 annui, rivalutati al 75% del tasso di inflazione.

### Prestazioni di servizio e utenze

Si tratta di una serie di costi di varia natura, che comprendono il software, le assicurazioni, le pulizie, lo smaltimento rifiuti, il trasporto valori, le utenze ecc. La stima ipotizzata è di euro 18.000 su base annua, anch'essi rivalutati al tasso di inflazione.

### Altri acquisti

Si tratta di acquisti non ricompresi nelle voci precedenti e che sono stimati in euro 5.000 all'anno, oltre rivalutazione.

La tabella riportata di seguito riepiloga gli altri costi di gestione .

<b>ALTRI COSTI (*)</b>		
	<b>Ann1 - 7</b>	<b>A REGIME</b>
<b>Servizi amministrativi</b>	<b>12.000,00</b>	<b>12.000,00</b>
<b>Locazione</b>	<b>24.888,00</b>	<b>24.888,00</b>
<b>Prestazioni di servizio e utenze</b>	<b>18.000,00</b>	<b>18.000,00</b>
<b>Altri acquisti</b>	<b>5.000,00</b>	<b>5.000,00</b>
<b>Totale</b>	<b>59.888,00</b>	<b>59.888,00</b>

(\*) oltre rivalutazione al tasso di inflazione previsto

### **Determinazione dei costi di investimento**

Le attrezzature e gli arredi sono funzionali all'attività svolta, tuttavia si è previsto un rinnovo a partire dal quinto anno un adeguamento progressivo. I costi stimati per adeguamento e mantenimento prevedono un ammortamento costante di euro 3.000 annui e un onere finanziario medio a regime di euro 2.178 (calcolato al tasso fisso del 6%).

### **Imposte di esercizio**

Si è stimata un'incidenza fiscale complessiva pari al 28,82% (composta dal 24% di IRES e dal 4,82% di IRAP) del risultato ante imposte.

## Predisposizione del piano economico

Sulla base delle ipotesi di piano, descritte nei paragrafi precedenti, si è provveduto alla predisposizione del conto economico previsionale per i primi sei anni di attività e a valori costanti a regime dal settimo anno in poi. I valori inseriti tengono conto dell'inflazione programmata.

Il Conto economico previsionale è riportato nel prospetto esposto di seguito.

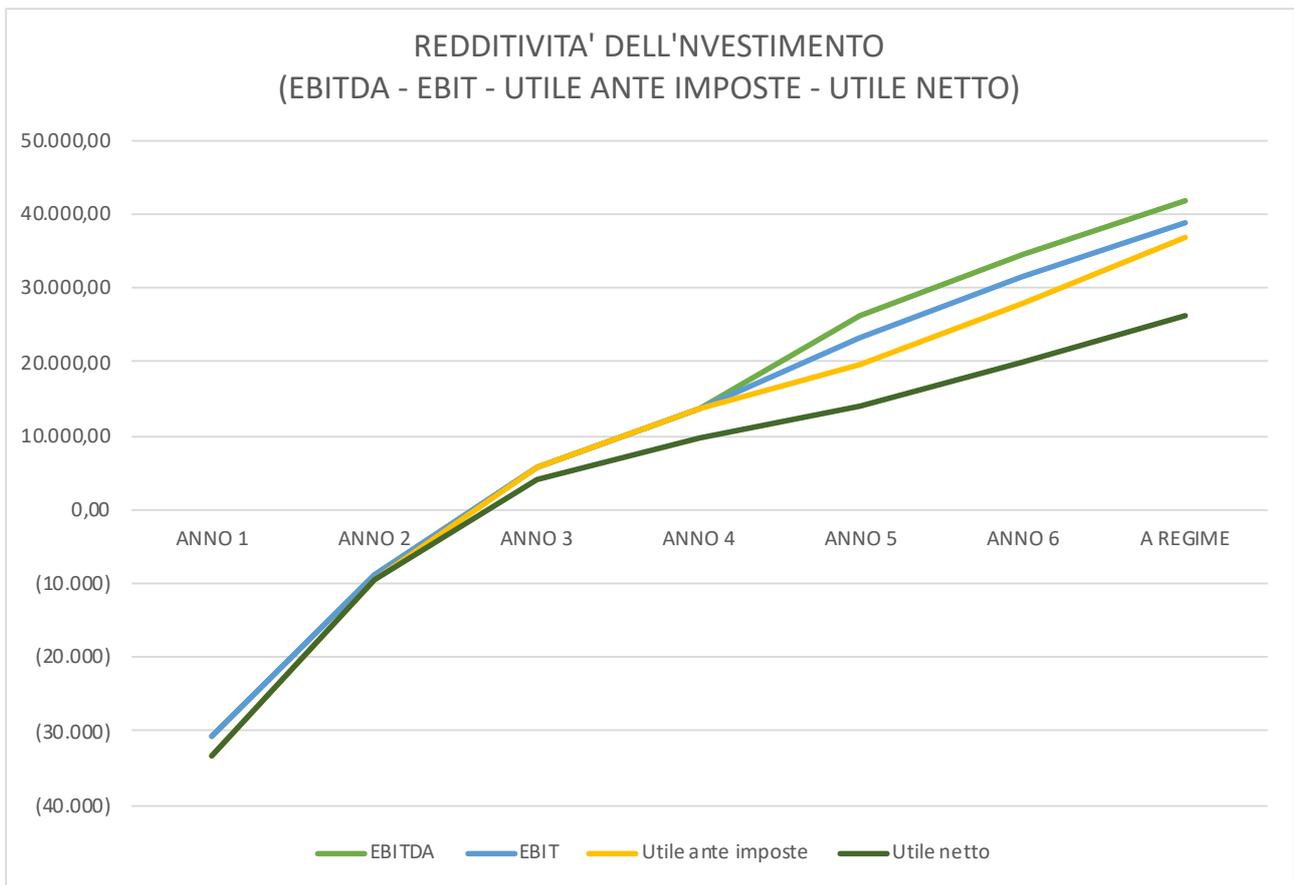
<b>CONTO ECONOMICO PREVISIONALE</b>							
Annualità	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5	ANNO 6	A REGIME
Indice di inflazione programmata	-	4,30%	3,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ricavi</b>							
- da SSN	291.645,06	342.378,07	376.863,12	400.622,64	429.222,38	448.785,95	471.648,00
- da banco	212.931,17	249.971,53	275.149,20	292.496,11	313.376,89	327.660,33	344.352,00
<b>Ricavi totali</b>	<b>504.576,23</b>	<b>592.349,60</b>	<b>652.012,32</b>	<b>693.118,76</b>	<b>742.599,27</b>	<b>776.446,29</b>	<b>816.000,00</b>
costo del venduto	365.101,27	428.612,32	471.783,08	501.526,87	537.329,98	561.821,00	590.441,28
<b>Margine commerciale lordo</b>	<b>139.474,96</b>	<b>163.737,28</b>	<b>180.229,25</b>	<b>191.591,89</b>	<b>205.269,29</b>	<b>214.625,28</b>	<b>225.558,72</b>
<i>Margine commerciale lordo %</i>	27,64%	27,64%	27,64%	27,64%	27,64%	27,64%	27,64%
<b>Costi di gestione</b>							
costo del personale	110.326,92	110.326,92	110.326,92	112.533,46	112.533,46	112.533,46	114.784,13
costi per servizi	30.000,00	31.290,00	32.385,15	33.032,85	33.693,51	34.367,38	35.054,73
altri acquisti	5.000,00	5.215,00	5.397,53	5.505,48	5.615,59	5.727,90	5.842,45
godimento beni di terzi	24.888,00	25.690,64	26.365,02	26.760,49	27.161,90	27.569,33	27.982,87
<b>Totale costi di gestione</b>	<b>170.214,92</b>	<b>172.522,56</b>	<b>174.474,61</b>	<b>177.832,28</b>	<b>179.004,45</b>	<b>180.198,06</b>	<b>183.664,18</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(30.740)</b>	<b>(8.785)</b>	<b>5.754,63</b>	<b>13.759,61</b>	<b>26.264,84</b>	<b>34.427,22</b>	<b>41.894,54</b>
<i>EBITDA %</i>	-6,09%	-1,48%	0,88%	1,99%	3,54%	4,43%	5,13%
ammortamenti	0,00	0,00	0,00	0,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
<b>EBIT</b>	<b>(30.740)</b>	<b>(8.785)</b>	<b>5.754,63</b>	<b>13.759,61</b>	<b>23.264,84</b>	<b>31.427,22</b>	<b>38.894,54</b>
<i>EBIT %</i>	-6,09%	-1,48%	0,88%	1,99%	3,13%	4,05%	4,77%
oneri finanziari	2.459,20	702,82	0,00	0,00	3.600,00	3.445,33	2.177,77
<b>Utile ante imposte</b>	<b>(33.199)</b>	<b>(9.488)</b>	<b>5.754,63</b>	<b>13.759,61</b>	<b>19.664,84</b>	<b>27.981,88</b>	<b>36.716,78</b>
<i>Utile ante imposte %</i>	-6,6%	-1,6%	0,9%	2,0%	2,6%	3,6%	4,5%
imposte di esercizio	0,00	0,00	1.658,49	3.965,52	5.667,41	8.064,38	10.581,77
<b>Utile netto</b>	<b>(33.199)</b>	<b>(9.488)</b>	<b>4.096,15</b>	<b>9.794,09</b>	<b>13.997,43</b>	<b>19.917,51</b>	<b>26.135,00</b>
<i>Utile netto %</i>	-6,6%	-1,6%	0,6%	1,4%	1,9%	2,6%	3,2%
Utili cumulati	(33.199)	(42.687)	(38.591)	(28.797)	(14.800)	5.117,91	31.252,91

L'EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*)<sup>7</sup>, assume valori negativi i primi due anni per effetto di un adeguamento dei ricavi progressivo, per poi assumere valori crescenti fino a raggiungere il valore massimo di quasi 42 mila euro a regime.

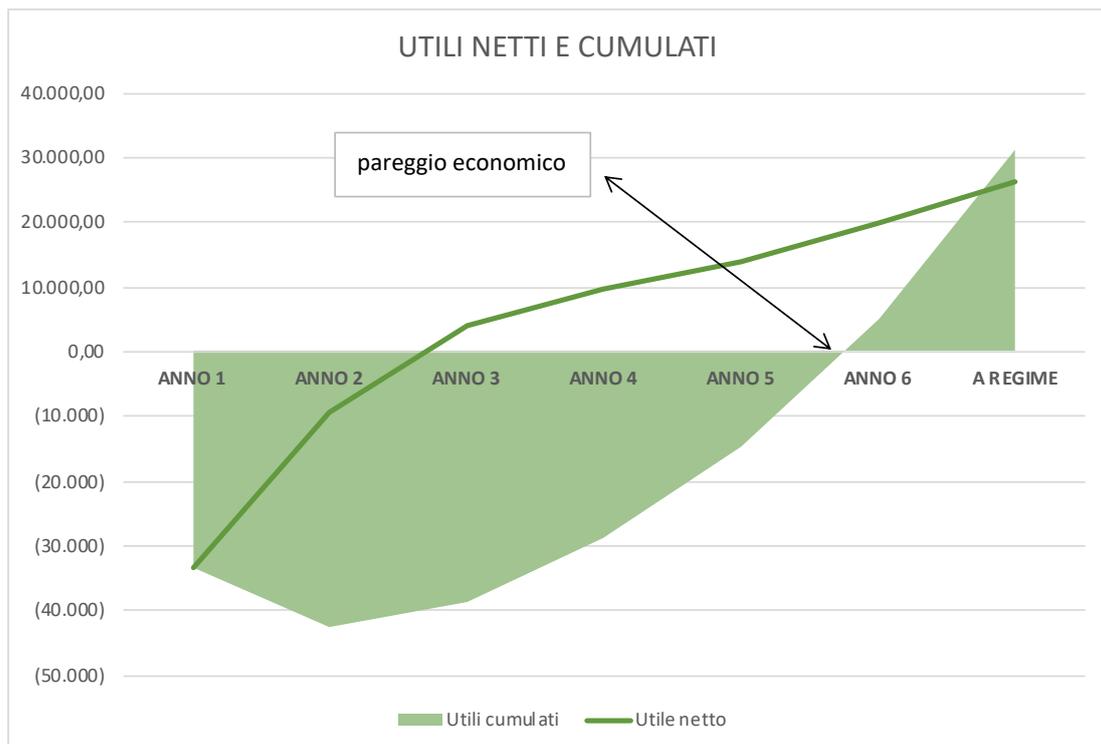
Anche l'EBIT (*Earnings Before Interest Taxes – utile prima degli oneri finanziari e delle tasse*), l'*Utile ante imposte* e l'*Utile netto* mostrano lo stesso andamento.

Il grafico riportato di seguito espone la tendenza e il confronto dei richiamati indicatori di redditività.

<sup>7</sup> L'EBITDA (utile prima degli oneri finanziari, delle tasse, delle svalutazioni e degli ammortamenti) rappresenta il margine operativo lordo (MOL) e rappresenta un buon indicatore della redditività operativa di un'impresa. Sottraendo gli ammortamenti e le svalutazioni si perviene all'EBIT (utile prima degli oneri finanziari e delle tasse).



Il grafico seguente mette a confronto, invece, gli *utili netti* e l'*utile cumulato*, fino all'annualità a regime, evidenziando anche il punto di pareggio economico, cioè il periodo nel quale gli utili accumulati eguagliano le perdite registrate; periodo che si colloca alla fine del quinto anno di esercizio.



## **Determinazione del valore**

### **Criteri di valutazione**

Per la determinazione del valore economico di un'azienda o di un ramo d'azienda o per la valutazione di attività commerciali o industriali non esistono procedure univoche o regole fisse e determinate, tuttavia la dottrina aziendale, oltre che la pratica professionale, ha proposto una pluralità di metodologie di valutazione (criteri di valutazione) al fine di effettuare stime adeguate del capitale economico, applicabili in relazione al contesto operativo di riferimento.

Le diverse metodologie prevedono approcci al problema della valutazione, spesso molto differenti tra loro, che, da un lato, fanno emergere problemi applicativi correlati alla individuazione delle variabili da assumere e alla loro corretta stima e, dall'altro, rischiano di enfatizzare alcuni aspetti valutati rispetto ad altri a scapito di una più corretta valutazione.

Spetta comunque allo stimatore, in accordo con le tecniche valutative elaborate dalla scienza economico-aziendale, scegliere i criteri specifici più adeguati in rapporto alle caratteristiche del caso in esame e alle variabili economico-finanziarie disponibili nel rispetto dei requisiti di razionalità, dimostrabilità, obiettività, stabilità e generalità.

In altre parole la metodologia da seguire deve seguire un percorso logico e coerente, indipendente da valutazioni soggettive o di parte, utilizzare dati corretti e sempre dimostrabili, ottenere valori estimativi stabili e prescindere dallo scopo della valutazione.

In linea generale, è possibile distinguere tra metodologie di valutazione che stimano il capitale economico sulla base degli elementi patrimoniali, cosiddetti **metodi patrimoniali**, da quelli che pongono invece maggiore attenzione alla capacità futura dell'azienda di produrre flussi reddituali o finanziari nel tempo, **metodi reddituali e finanziari**. Esistono, poi i cosiddetti **metodi misti**, che tendono a bilanciare limiti e vantaggi dei metodi patrimoniali e reddituali o finanziari, e i **metodi empirici**, basati su moltiplicatori di mercato.

Di seguito si riporta una sintetica descrizione dei metodi più diffusi.

### **Metodi patrimoniali**

I metodi patrimoniali basano la valutazione economica sulla base dei singoli elementi che compongono l'attivo e il passivo dello stato patrimoniale di un'azienda. Hanno il grande vantaggio di utilizzare valori reali e sempre riscontrabili. Tuttavia la valutazione che ne scaturisce rimane ancorata alla situazione passata e non tiene conto delle capacità prospettiche dell'azienda di generare reddito o flussi di cassa. L'approccio è quello della "*sostituzione del capitale*" che poco si adatta ad aziende caratterizzate da grande dinamismo e con limitato *stock* di capitale. Anche nella sua forma complessa (metodi patrimoniali complessi) che include, oltre alla valutazione degli *asset* materiali e quelli immateriali iscritti a bilancio e suscettibili di trasferimento, anche la valutazione di altre poste immateriali, non sembra superare i problemi di inadeguatezza descritti.

### **Metodi reddituali**

I metodi reddituali basano la valutazione sulla capacità dell'azienda a generare redditi futuri. Evidentemente, seppure scontano il limite della stima delle variabili prospettiche, rappresentano un ottimo criterio di valutazione per le aziende cosiddette "*leggere*" cioè con pochi *asset* materiali. La stima è incentrata sulla natura dell'impresa che trova la sua ragion d'essere proprio nella capacità di generare reddito. Il valore del capitale economico viene stimato come funzione del reddito atteso, attraverso l'attualizzazione dei flussi di reddito generati nel tempo. A tale proposito l'orizzonte

temporale potrà essere limitato, per cui i valori di reddito verranno calcolati e attualizzati per un periodo di tempo limitato, oppure illimitato e i valori di reddito assumeranno la struttura di una rendita perpetua.

I limiti, come già accennato, si riscontrano sulla soggettività delle stime di reddito futuro e nelle difficoltà, spesso riscontrate, nella determinazione del tasso di attualizzazione applicabile.

### **Metodi finanziari**

I metodi finanziari, simili per costruzione a quelli reddituali, basano la loro valutazione sull'attualizzazione dei flussi finanziari futuri, cioè sulla capacità dell'azienda di generare cassa nei periodi futuri. I metodi finanziari rappresentano un'applicazione delle tecniche di analisi economica degli investimenti.

Anche in questo caso valgono le considerazioni esposte per i metodi reddituali circa la difficoltà di stima delle variabili prospettiche che generano flussi finanziari e dei tassi di attualizzazione da impiegare.

### **Metodi misti**

Con l'obiettivo di ridurre le incertezze proprie della logica prospettica e superare la staticità dei modelli patrimoniali, i criteri di valutazione misti determinano il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica delle poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale rettificata però in relazione alla sua capacità di produrre utilità future. Il *metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del goodwill*, per esempio, consente la rettifica delle attività investite in azienda, al netto delle passività, con l'inserimento dell'avviamento (*goodwill* o *badwill*) che tiene conto della capacità dell'azienda di generare redditi futuri.

### **Metodi empirici**

I metodi empirici basano le loro stime attraverso multipli di alcune variabili (fatturato, profitto o variabili di settore). Il valore di un'azienda viene ricavato come prodotto di un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore dell'azienda.

### **Metodologia utilizzata**

Per la valutazione dell'investimento, si è fatto riferimento alla metodologia basata sulla attualizzazione dei redditi attesi (*metodo reddituale medio normalizzato*), tecnica utilizzata frequentemente per la determinazione del valore delle aziende in quanto ha il vantaggio di valutare l'azienda sulla base della sua capacità di generare reddito.

Del resto, nel caso di specie, appare poco appropriato l'utilizzo di un metodo di tipo patrimoniale, essendo l'attività poco correlata al valore del capitale e più sensibile alle capacità professionali e di rapporto con la clientela. Inoltre, i dati consuntivi disponibili, seppure rappresentativi di alcune grandezze reali e concrete, fanno riferimento all'attività svolta all'interno dell'Ente e non a una realtà dotata di un'autonomia imprenditoriale. In particolare i dati non consentono una rappresentazione patrimoniale dell'attività ma solo grandezze economiche estratte dalla contabilità finanziaria dell'Ente. In tali circostanze, appare ancora più evidente come la scelta di un modello reddituale riesca a fornire una stima più rappresentativa dell'attività della farmacia.

La costruzione di un piano economico previsionale definito, da un lato, sulla base delle grandezze economiche desunte dai dati a consuntivo e, dall'altro, sulle valutazioni del contesto in cui opera la

farmacia e sulle variabili del settore complessivo delle farmacie, permette di avere stime attendibili dei parametri utilizzati nel modello reddituale scelto.

Il metodo di stima permette di ottenere il valore del capitale economico attraverso l'attualizzazione dei redditi futuri generati dall'attività.

Il Piano economico di riferimento, meglio descritto nelle pagine precedenti, prevede importi di reddito variabili nei primi sei anni per poi attestarsi su valori costanti a regime a partire dal settimo anno

I redditi netti generati sono riportati nella tabella seguente.

### **METODO REDDITUALE NORMALIZZATO - REDDITI NETTI GENERATI**

	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5	ANNO 6	A REGIME
Redditi netti prospettici	(33.199)	(9.488)	4.096,15	9.794,09	13.997,43	19.917,51	26.135,00

Il valore economico sarà quindi ottenuto attraverso l'attualizzazione, a un determinato tasso, delle grandezze reddituali esposte in tabella; si nota come tali grandezze siano costanti solo a partire dal settimo anno, pertanto l'attualizzazione dovrà avvenire in maniera puntuale nei primi sei anni e poi considerare, a partire dal settimo, una rendita perpetua differita di importo costante pari a euro 21.117,73.

Nello specifico il valore sarà determinato attraverso la seguente formula:

$$W = R_1 + \frac{R_2}{(1 + K_e)} + \frac{R_3}{(1 + K_e)^2} + \frac{R_4}{(1 + K_e)^3} + \frac{R_5}{(1 + K_e)^4} + \frac{R_6}{(1 + K_e)^5} + \frac{R_i}{K_e} (1 + K_e)^{-6}$$

Dove:

W rappresenta il valore del capitale economico, cioè il valore attuale dei flussi reddituali

$R_i$  è il reddito relativo all'anno i-esimo

$K_e$  rappresenta il tasso di attualizzazione, determinato in base al modello CAPM (*capital asset pricing model*), secondo la formula  $K_e = K_f + \beta \times (K_m - K_f)$  nella quale  $K_f$  è il tasso privo di rischio (*risk free rate*),  $\beta$  è la rischiosità dello specifico investimento rispetto al mercato e  $(K_m - K_f)$  è il premio al rischio, che esprime la maggiore remunerazione richiesta da impieghi di capitale proprio nel settore operativo considerato.

In particolare, le componenti del  $K_e$  sono state individuate nel modo seguente:

- il *free risk rate*, cioè il saggio di rendimento reale offerto da un investimento liquido e a rischio così contenuto da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è stato stimato con il rendimento dei titoli di stato italiani a 30 anni (BTPy30), pari a 2,89%<sup>8</sup>, che depurato dell'effetto dell'inflazione programmata pari al 2%, assume il valore di:

$$K_f = \frac{0,0289 - 0,02}{1 + 0,02} = 0,00873 \rightarrow 0,873\%$$

- il *premio per il rischio* è stato stimato pari a 1,60% (quale differenza tra il rischio del mercato di settore  $K_m=3,50\%$  e il *free risk rate*  $K_f=2,89\%$ ), in considerazione della relativamente ridotta rischiosità di un mercato regolamentato come quello delle farmacie.
- Il coefficiente  $\beta$  è stato stimato pari a 1,7 per tenere conto del rischio specifico legato soprattutto alle difficoltà di dover conquistare quote di mercato.

<sup>8</sup> Rendimento BTP 30 anni, asta del 13-14.04.2022. Fonte MEF.

Il tasso  $K_e$  da applicare nell'attualizzazione dei flussi di cassa risulta, quindi, pari a:

$$K_e = K_f + \beta \times (K_m - K_f) = 0,00873 + 1,7 \times (0,045 - 0,0289) = 0,03567. \rightarrow 3,57\%$$

Conseguentemente, la stima del valore economico risulta pari a:

$$W = R_1 + \frac{R_2}{(1 + K_e)} + \frac{R_3}{(1 + K_e)^2} + \frac{R_4}{(1 + K_e)^3} + \frac{R_5}{(1 + K_e)^4} + \frac{R_6}{(1 + K_e)^5} + \frac{R_i}{K_e} (1 + K_e)^{-6} =$$
$$= -33.119,16 - 9.157,56 + 3.815,72 + 10.893,40 + 16.130,49 + 23.781,21 + 724.051,70 =$$
$$= \mathbf{736.315,79}$$

che rappresenta il valore di stima con il metodo reddituale normalizzato.

## Aggiornamento stima metodo dei multipli

Si è provveduto ad aggiornare la stima, già effettuata dall'Ente in data 22.06.2020 con il metodo empirico dei moltiplicatori di mercato.

In particolare, si sono inseriti nella media del calcolo del volume d'affari le annualità 2020, 2021 e 2022 e si sono aggiornati i coefficienti di rivalutazione (ISTAT) al 31.12.2022, come evidenziato nella tabella che segue.

METODO EMPIRICO MOLTIPLICATORI DI MERCATO										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	MEDIA
Volume d'affari	450.003,97	450.587,74	467.313,77	449.885,85	420.558,75	412.596,44	467.111,34	451.547,51	367.881,30	437.498,52
Coefficienti di rivalutazione	1,183	1,183	1,178	1,169	1,158	1,153	1,155	1,113	1,000	
Volume d'affari rivalutato	532.354,70	533.045,30	550.495,62	525.916,56	487.007,03	475.723,70	539.513,60	502.572,38	367.881,30	501.612,24

Si sono poi applicati, secondo la metodologia della precedente stima, i moltiplicatori minimi e massimi al fine di ottenere il range di stima, come evidenziato nella tabella seguente.

APPLICAZIONE DEI MOLTIPLICATORI			
	Minimo	Medio	Massimo
Media aritmetica rivalutata	501.612,24	501.612,24	501.612,24
Moltiplicatore	1	1,25	1,5
<b>Valore di stima</b>	<b>501.612,24</b>	<b>627.015,30</b>	<b>752.418,36</b>

Il valore di stima aggiornato secondo il metodo dei moltiplicatori varia da un minimo di **euro 501.612,24** a un massimo di **euro 752.418,36**.

## **Conclusioni**

La stima del valore economico della farmacia Santa Lucia, calcolata con il metodo reddituale risulta pari a **euro 736.315,79** che trova conferma anche nell'applicazione del metodo empirico dei moltiplicatori di mercato che fornisce un range di stima tra euro **501.612,24** ed euro **752.418,36**.

Management and Consulting srl