

RELAZIONE DI STIMA

avente ad oggetto il Valore Economico

dell'azienda

"Farmacia Comunale di Gussago"

sede in Via Peracchia n.3 a Gussago (BS)



STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

INDICE

1. Premessa

- 1.1 Conferimento dell'incarico
- 1.2 Attestazione di competenza professionale
- 1.3 Attestazione di indipendenza
- 1.4 Attestazione di adesione al codice etico
- 1.5 Modalità di svolgimento dell'incarico
- 1.6 Limitazioni all'attività dell'esperto
- 1.7 Data di riferimento

2. Ambiente di riferimento

- 2.1 L'Aggregato da porre in valutazione e gli Obiettivi della valutazione
- 2.2 Descrizione dell'azienda e del core business

3. Formazione e analisi della Base Informativa

- 3.1 Attività propedeutiche alla stima e note metodologiche
- 3.2 Documenti acquisiti ed analizzati
- 3.3 Identificazione del compendio aziendale
- 3.4 Giudizio sulla Base Informativa

4. Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione

- 4.1 Aspetti Preliminari
- 4.2 La scelta del metodo ovvero dei metodi di valutazione
- 4.3 Le valutazioni

5. Conclusioni

STUDIO PANNI VIVENZI

1 – Premessa

1.1 Conferimento dell'Incarico

In data 08 gennaio 2025 l'azienda speciale "Farmacia Comunale di Gussago" su determinazione del "Comune di Gussago", rispettivamente gestore e titolare della Farmacia Comunale di Gussago con sede in Via Peracchia n.3 a Gussago (BS), C.F. e P.Iva 03560870986 iscritta al REA BS-544518, ha conferito al sottoscritto dr. Francesco Panni, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia al n. 1794, Sezione A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 147518 - Ministero della Giustizia con Decreto del 25/09/2007, Gazzetta Ufficiale 4° serie speciale, n.85 del 26/10/2007, Cod. Fisc. PNNFNC76D21B1570, con Studio in Brescia, Via San Bartolomeo n.9 c.a.p. 25128, mail francesco.panni@pannivivenzi.it, PEC francesco.panni@pec.pannivivenzi.it, l'incarico per la predisposizione della relazione di stima finalizzata all'individuazione del valore economico dell'azienda "Farmacia Comunale di Gussago" nei suoi due distinti elementi: l'elemento intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci da riconoscere al suo titolare ovvero sia il "Comune di Gussago" e la parte commerciale dell'azienda da ricondurre al gestore della farmacia ovvero sia l'azienda speciale "Farmacia Comunale di Gussago".

1.2 Attestazione di competenza professionale

Con l'assunzione del presente incarico il sottoscritto dr. Francesco Panni, come già identificato al punto precedente, impegnandosi a prestare la propria opera usando la diligenza richiesta dalla natura dell'attività esercitata, dalle leggi e dalle norme deontologiche della professione, tenuto conto dell'oggetto e delle finalità dell'incarico, dichiara di possedere la competenza e l'esperienza per assolvere il presente incarico, così come richiesto dai PIV II.2.56 e PIV II.2.6.

1.3 Attestazione di indipendenza

Il sottoscritto Esperto dichiara:

- di non essere legato al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima;

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente.

1.4 Attestazione di adesione al codice etico

L'esperto, nel compimento del presente incarico, intende aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuers" dell'I.V.S.C. (International Valuation Standard Council)

1.5 Modalità di svolgimento dell'incarico

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi:

- Analisi dell'Ambiente da definirsi attraverso l'individuazione dell'aggregato di riferimento da porre in valutazione, evidenziando la tipologia di incarico, gli scopi ed obiettivi che si vuole raggiungere nonché l'identificazione dei soggetti portatori di interessi destinatari della valutazione stessa. In sostanza si darà organica risposta alle seguenti domande: Cosa si valuta; Come si valuta; Perché e Per Chi si valuta.
- Formazione e analisi della base informativa da ritenersi ragionevolmente obiettiva e completa in ragione dell'ambiente di riferimento. In questa fase si darà contezza degli elementi raccolti ritenuti distintivi dell'aggregato posto in valutazione e del contesto di mercato in cui si opera al fine di individuare ed apprezzare i driver di valore storici ovvero prospettici richiesti dai differenti approcci di valutazione evidenziando eventuali fattori di rischio ed incertezza.
- Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione.
- Elaborazione della relazione di valutazione.

1.6 Limitazioni all'attività dell'esperto

Nella predisposizione del lavoro si sono incontrati i seguenti limiti:

- sono stati utilizzati dati ed informazioni fornite dal Comune di Gussago e dell'Azienda Speciale che se ne assumono piena responsabilità; pertanto, sono state fatte unicamente verifiche di coerenza coi dati forniti;
- non sono state approntate procedure di revisione contabile sui bilanci della società in quanto non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale non riportate nella documentazione resa disponibile;
- non si è reso disponibile un budget economico né un piano economico finanziario a medio-lungo termine;
- la valutazione si è basata su elementi certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della perizia; sono pertanto esclusi eventi straordinari e non prevedibili, sia pure con i

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304
C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

criteri prudenziali utilizzati nella presente relazione.

1.7 Data di riferimento

La data della relazione di stima redatta ai fini del conferimento si intende riferita al 01 gennaio 2025.

2 – Ambiente di Riferimento

2.1 L'Aggregato da porre in valutazione e gli Obiettivi della valutazione

Il presente lavoro è diretto alla valorizzazione del corrispettivo da ritenersi congruo ai fini della procedura di vendita ad evidenza pubblica del compendio azienda nei suoi due distinti elementi: l'elemento intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci da riconoscere al suo titolare ovvero sia il "Comune di Gussago" e la parte commerciale dell'azienda da ricondurre al gestore della farmacia ovvero sia l'azienda speciale "Farmacia Comunale di Gussago".

Lo scrivente intende evidenziare, quindi, come la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una valutazione in senso stretto ovvero sia una valutazione piena¹, redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito PIV) stilati dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Sulla scorta di quanto sopra il sottoscritto sottolinea come nell'elaborare il presente lavoro si atterrà:

- alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
- al disciplinare di cui al paragrafo "II" dei PIV e relativi sottopunti;
- vista della valutazione, agli assunti di cui al paragrafo IV.2 dei PIV e relativi sottopunti, informando le operazioni peritali ai dettami di cui alla parte "III" dei PIV.

2.2 Descrizione dell'azienda e del core business

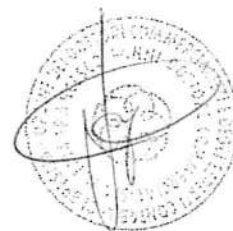
La Farmacia Comunale di Gussago con sede a Gussago in via Don Gnocchi n.5 nella frazione di Ronco, da 12 anni, oltre al presidio farmaceutico, offre servizi dedicati alla salute ed alla prevenzione.

Sul territorio comunale diviene uno dei primi contatti tra il cittadino e il medico, ed è un importante presidio integrato del SSN facendosi tramite di informazioni e consulenze di carattere sanitario.

¹ Pag. 305 PIV IV.2.4

STUDIO PANNI VIVENZI
Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304
C.F. e P.Iva 03 300 320 177
studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it



STUDIO PANNI VIVENZI

Presso la Farmacia sono disponibili oltre naturalmente a farmaci ed integratori, rimedi Omeopatici, Ayurvedici, Fitoterapici, Dermocosmesi, Fiori di Bach, alimenti per l'infanzia, alimentazione sportiva.

È possibile usufruire del noleggio di stampelle, bilance pesa neonati, tiralatte elettronici ed apparecchi per la magnetoterapia domiciliare.

La Farmacia Comunale è all'avanguardia anche nei servizi al cittadino e il personale, con competenza e disponibilità, offre ai propri pazienti la possibilità di prenotare visite specialistiche su prescrizione medica, effettuare analisi su alimenti e bevande, autoanalisi del sangue, tra i quali il profilo lipidico (colesterolo totale, HDL, LDL e trigliceridi) emoglobina glicata e glicemia, l'elettrocardiogramma e l'holter pressorio e cardiaco, in collaborazione con "HTN health telematic network" servizi di telemedicina, per avere:

- un più rapido accesso alla consulenza specialistica;
- un'accelerazione della fase diagnostica per ottenere un più rapido avvio delle terapie;
- un adeguamento costante delle terapie alle condizioni cliniche del paziente, contemporaneamente si hanno una riduzione nei tempi e nei costi per gli spostamenti, in particolare per chi si deve assentare dal posto di lavoro.

È possibile anche effettuare il cambio del medico, ed attivare le notifiche in ambito sanitario per ricevere sul proprio cellulare o via mail le prescrizioni mediche farmaceutiche, le richieste per visite specialistiche ed analisi di laboratorio.

La struttura è autorizzata per eseguire le vaccinazioni antinfluenzali.

La struttura oggi è diretta da un direttore iscritto all'Ordine dei farmacisti oltre ad una impiegata di primo livello part time al 50% anch'essa iscritta all'Ordine dei farmacisti.

La struttura aziendale, come sopra rappresentata e denominata "Farmacia Comunale di Gussago", nella sua mera definizione commerciale è ascrivibile all'Azienda Speciale, costituita con Delibera Comunale n.18 del 22 aprile 2013, Codice fiscale, P.Iva e numero di iscrizione a R.I. 03560870986, R.E.A. BS-544518, quest'ultima preposta alla gestione della sede farmaceutica n.4 assegnata al Comune di Gussago a seguito di prelazione da quest'ultimo esercitata con verbale di deliberazione n.10 del 09.03.2011 su offerta del Direttore Generale Sanità della Regione Lombardia (prot.H1.2011.0007446 del 08.03.2011) così come tutto richiamato nell'autorizzazione all'esercizio rilasciata allo stesso Comune di Gussago dall'ASL di Brescia con Determinazione n.343 del 21.05.2014.

Conseguenzialmente a tale contesto di indagine, il lavoro peritale avrà quale obiettivo l'individuazione del valore economico dell'azienda nei suoi due distinti elementi: l'elemento

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci da riconoscere al suo titolare ovvero il "Comune di Gussago" e la parte meramente commerciale dell'azienda da ricondurre al gestore della farmacia ovvero l'azienda speciale "Farmacia Comunale di Gussago".

3 – Formazione e analisi della Base Informativa

3.1 Attività propedeutiche alla stima e note metodologiche

È necessario premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione ricevuta e raccolta si precisa che:

- il sottoscritto ha organizzato, sia presso il proprio Ufficio che in Farmacia, una serie di incontri;
- durante tali incontri sono state definite le richieste documentali e le metodologie di controllo;
- sono stati eseguiti controlli sia di carattere generale che specifico con il metodo così detto "a campione";
- le richieste documentali sono state quelle d'uso, con riferimento alla documentazione storica dell'azienda.

3.2 Documenti acquisiti ed analizzati

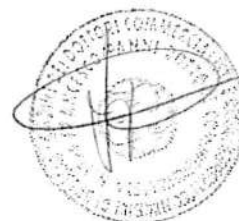
Di seguito si dà evidenza dell'elenco della documentazione che, nell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- Bilancio d'esercizio per gli esercizi 2021, 2022, 2023, contabile assestato al 31.12.2024;
- Libro cespiti al 31.12.2023 e provvisorio 2024;
- Inventario di magazzino al 31.12.2021, 2022, 2023 e 31.12.2024 con relativa valutazione;
- Documentazione amministrativa, contabile e contrattuale a supporto delle evidenze patrimoniali attive e passive.

3.3 Identificazione del compendio aziendale

3.3.1 – La situazione patrimoniale al 31.12.2024

Di seguito diamo evidenza dello schema di riclassificazione della Situazione Patrimoniale al 31.12.2024.



STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

Tabella n.1 Stato Patrimoniale al 31.12.2024

Stato Patrimoniale	Situazione 31/12/2024
Crediti commerciali	16.383
Altri crediti, ratei e risconti attivi	12.897
Debiti commerciali	-71.209
Altri debiti, ratei e risconti passivi	-28.761
Rimanenze Finali Magazzino	93.557
Capitale Circolante Netto	22.868
Immobilizzazioni immateriali	3.902
Immobilizzazioni materiali	2.379
Immobilizzazioni finanziarie	10.400
Immobilizzazioni	16.681
TFR	-37.323
Fondo per rischi e oneri	0
Capitale Investito Netto (operativo)	2.226
Fabbricati + Terreni (SA)	0
Investimenti finanziari (SA)	0
Totale attivo netto	0
Disponibilità liquide	138.510
Debiti verso banche	0
Indebitamento finanziario / (Disponibilità liquide nette)	138.510
Quote sociali	75.000
Riserve	20.807
Utile/Perdita di esercizio	44.836
Patrimonio Netto	140.643

La valutazione delle voci di patrimonio è stata effettuata tenendo conto del principio di prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto del principio di prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica. È stato altresì seguito il postulato della competenza economica per cui l'effetto delle operazioni e degli altri eventi è stato rilevato contabilmente e attribuito all'esercizio al quale tali operazioni ed eventi si riferiscono, e non a quello in cui si concretizzano i relativi movimenti finanziari (incassi e pagamenti).

Si da evidenza di come gli assets patrimoniali oggetto di cessione saranno solo ed esclusivamente:

- le immobilizzazioni materiali così come riepilogate a Libro Cespiti (All.to 1);
- contratti di lavoro subordinato in essere alla data di compiuto subentro dell'aggiudicatario nella conduzione della farmacia, e con essi i saldi delle voci di patrimonio afferenti il TFR e Retribuzioni Differite;
- Stock di Magazzino alla data di compiuto subentro dell'aggiudicatario nella conduzione della farmacia;

STUDIO PANNI VIVENZI

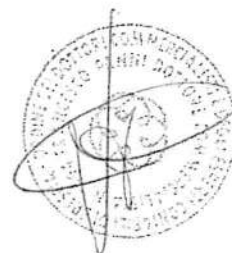
Eccezion fatta per quanto sopra puntualmente individuato, saranno esclusi dalla cessione, in deroga agli artt. 2559 e 2560 del Codice Civile, ogni altro crediti ed i debiti, i quali resteranno rispettivamente a favore ed a carico della parte cedente.

Tabella n.2 Prospetto delle voci di patrimonio oggetto di cessione

Stato Patrimoniale	Situazione 31/12/2024	Situazione afferente azienda oggetto di cessione
Crediti commerciali	16.383	0
Altri crediti, ratei e risconti attivi	12.897	0
Debiti commerciali	-71.209	0
Altri debiti, ratei e risconti passivi	-28.761	-21.021
Rimanenze Finali Magazzino	93.557	93.557
Capitale Circolante Netto	22.868	72.536
Immobilizzazioni immateriali	3.902	3.902
Immobilizzazioni materiali	2.379	2.379
Immobilizzazioni finanziarie	10.400	0
Immobilizzazioni	16.681	6.281
TFR	-37.323	-37.323
Fondo per rischi e oneri	0	0
Capitale Investito Netto (operativo)	2.226	41.495
Fabbricati + Terreni (SA)	0	0
Investimenti finanziari (SA)	0	0
Totale attivo netto	0	0
Disponibilità liquide	138.510	0
Debiti verso banche	0	0
Indebitamento finanziario / (Disponibilità liquide nette)	138.510	0
Quote sociali	75.000	0
Riserve	20.807	0
Utile/Perdita di esercizio	44.836	41.495
Patrimonio Netto	140.643	41.495

3.3.2 – Reddittività (2021-2024)

Di seguito diamo evidenza dello schema riclassificato di Conto Economico per gli esercizi dal 2021 al 2024 ed a seguire l'analisi reddituale sugli anni presi in considerazione sia dei *Margini Operativi Lordi e Netti* che dei corrispondenti *Costi Operativi* in rapporto ai *Ricavi*.



STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

Tabella n.3 Conto Economico per gli esercizi 2021-2024

Conto Economico	2021	2022	2023	2024
Ricavi	550.008	554.587	576.038	577.072
Altri ricavi	21.143	16.030	18.228	8.561
Valore della produzione	571.151	570.616	594.266	585.633
Costi per mp e accessori	-355.571	-345.128	-359.711	-357.841
Variazione rimanenze	5.131	3.642	-3.031	-147
Costo per godimento beni di terzi	-18.041	-15.900	-18.489	-18.701
Costi per servizi	-56.005	-57.377	-39.244	-41.465
Costi per il personale	-103.739	-81.506	-117.485	-104.315
Altri costi/ricavi operativi	-7.851	-12.709	-8.426	-6.409
Ebitda	35.074	61.639	47.880	56.755
% dei Ricavi	6,38%	11,11%	8,31%	9,83%
Svalutazione crediti verso clienti	0	0	0	0
Accantonamento TFR dell'esercizio	-5.280	-5.498	-5.338	-5.453
Ammortamenti	-5.008	-5.379	-5.283	-5.064
Accantonamenti Fondi Rischi	0	0	0	0
Ebit	24.786	50.761	37.259	46.238
% dei Ricavi	4,51%	9,15%	6,47%	8,01%
Oneri finanziari	-1.621	-2.400	-1.631	-1.402
Altri proventi finanziari	82	0	0	0
Rettifiche di attività finanziarie	0	0	0	0
Risultato prima delle imposte	23.247	48.361	35.628	44.836
Imposte e Tasse	-5.769	-14.992	-10.678	
Risultato netto	17.478	33.369	24.950	44.836

Tabella n.4 di analisi della redditività 2021-2024

Incidenze sui Ricavi	2021	2022	2023	2024
Ricavi	550.008	554.587	576.038	577.072
Ricavi Year on Year	-	0,83%	3,72%	0,18%
Costo del venduto	64,65%	62,23%	62,45%	62,01%
Servizi	10,18%	10,35%	6,81%	7,19%
Personale	18,86%	14,70%	20,40%	18,08%
Oneri diversi di gestione	1,43%	2,29%	1,46%	1,11%
Ebitda	6,38%	11,11%	8,31%	9,83%
Svalutazione crediti verso clienti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Accantonamento TFR dell'esercizio	0,96%	0,99%	0,93%	0,94%
Ammortamenti	0,91%	0,97%	0,92%	0,88%
Accantonamenti Fondi Rischi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ebit	4,51%	9,15%	6,47%	8,01%
Oneri finanziari	0,29%	0,43%	0,28%	0,24%
Imposte	1,05%	2,70%	1,85%	0,00%
Risultato netto	3,18%	6,02%	4,33%	7,77%

3.3.3 – Definizione di “Pianta Organica” ed Individuazione del “Bacino di Utenza”

La “Pianta Organica” definisce la suddivisione dell'intero territorio comunale in aree delimitate “sedi farmaceutiche”, individuando conseguentemente per ognuna il proprio “bacino di utenza” ovvero sia il numero dei possibili avventori ivi residenti.

Per la sede farmaceutica n.4 in esame, il Comunale di Gussago (BS) ha dato comunicazione di come, alla data del 16/12/2024, i residenti nelle vie ricomprese nella SEDE 4 risultino essere 3007.

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

3.4 Giudizio sulla base informativa

Le informazioni ed i documenti raccolti si giudicano sufficienti ed adeguati all'espletamento dell'incarico conferito non esistendo migliori informazioni ragionevolmente acquisibili esercitando l'ordinaria diligenza.

4 - Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione.

4.1 Aspetti preliminari

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta dalla cui analisi ne discende non solo la natura della valutazione ma pure i suoi scopi e le sue finalità;
- ii. l'identità e gli interessi dei soggetti portatori di interessi destinatari della valutazione;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

In questo ambito, sotto il profilo metodologico la trattazione si semplifica accettando come premessa la necessità di collegare criteri, metodi e parametri di valutazione alle finalità della stima.

Il mercato della conduzione di farmacie vive una profonda rivoluzione a seguito dell'emanazione del Decreto Concorrenza 2017. Questo prevede, in estrema sintesi, anche la possibilità di gestire le farmacie tramite società di capitali, i cui soci possono non essere farmacisti.

Ciò apre potenzialmente un mercato dell'M&A focalizzato sulle farmacie ad opera di molteplici investitori fra i quali sicuramente primeggiano operatori già presenti nel settore farmaceutico/sanitario con la forza economica e finanziaria per gestire più acquisizioni e con la possibilità di accrescere le proprie vendite e margini mediante la rete di farmacie di proprietà.

In questo contesto il "valore di acquisizione" "investment value", è formato, come specificato dal PIV², da quattro addendi:

- il valore *as is* della target-company *stand alone* dell'azienda;

² PIV 1.6.4 pag.29

STUDIO PANNI VIVENZI

- il valore degli eventuali efficientamenti gestionali;
- il valore delle sinergie divisibili attese in seguito all'operazione;
- il valore dei "benefici privati" (sinergie indivisibili) attesi in seguito all'operazione;

che dovrebbero trovare un equilibrio nel processo negoziale.

La stima del valore di un'azienda passa, in base al tipo (configurazione) di valore ricercato (mercato, investimento, intrinseco, ecc.), dalla scelta dell'approccio valutativo e del conseguente criterio di valutazione ritenuto più adeguato alla fattispecie.

Considerato come un'impresa crea valore se genera flussi finanziari/reddituali a un rendimento superiore al costo del capitale, una farmacia in funzionamento può essere solitamente valutata con un approccio basato sull'attualizzazione dei flussi di reddito/finanziari (*income approach*) o tramite il ricorso ai multipli di mercato (*market approach*).

L'utilizzo dei multipli è consuetudinariamente impiegato nelle valutazioni di M&A delle farmacie e in particolare il multiplo P/Sales (o Price/Sales), in forza del quale la stima del valore deriva dal prodotto dei ricavi normali realizzabili dalla farmacia per il multiplo, che viene in questo periodo storico assunto in un intervallo tra lo 1,2x e l'1,8.

Ora, scomponendo il multiplo P/Sales nei suoi fondamentali si ottiene la seguente equazione:

$$\frac{P}{Sales} = \frac{utile}{ricavi} \times \frac{(1-b)}{(i-g)}$$

Il multiplo è quindi funzione dei driver fondamentali dell'azienda, in primis il margine netto sulle vendite (utile/ricavi), e poi anche il rischio (rappresentato dal tasso *i*), la crescita prospettica (fattore *g*), il tasso di ritenzione degli utili (*b*).

Se così è, come possiamo giustificare la differenza tra un multiplo P/Sales definito in un *range* di 1,2x - 1,8x, espresso dal mercato e utilizzato nei lavori peritali che hanno orientato numerosissimi esiti negoziali in operazioni di M&A di farmacie, e le risultanze del medesimo multiplo determinato sulla scorta dei driver fondamentali propri del caso in esame pari a 1,07x, con un delta tra gli stessi multipli che va dal 11% al 67%?

È qui ragionevole pensare come il mercato, nelle negoziazioni di farmacie, restituisca multipli che implicitamente incorporano nel prezzo (valore di mercato) una componente di maggior valore (di investimento) che l'acquirente ritiene di poter generare in futuro (in più) rispetto a quanto realizzato fino a quel momento dal venditore.

Ciò è ancor più significativo nel caso di specie ove gli attori della vendita sono due:

- L'Azienda Speciale, le cui risultanze di gestione rimandano al "valore intrinseco" dell'azienda stessa *As is-Stand Alone*;

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

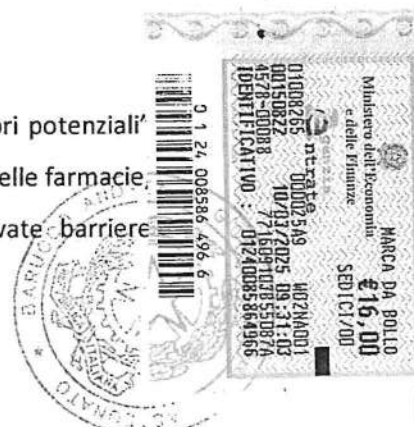
Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

- Il Comune, il quale, intestatario della farmacia, non può che esprimere i "valori potenziali" dell'azienda operante in un mercato ove la normativa nazionale, sulla titolarità delle farmacie, rappresenta un fattore che riduce il rischio intrinseco d'impresa con elevate barriere all'ingresso.



4.2 – La scelta del metodo ovvero dei metodi di valutazione

Individuati nei paragrafi precedenti gli obiettivi del presente lavoro si ritiene di dover utilizzare:

- quale configurazione di valore più adatta alla **dimensione commerciale dell'azienda**, da **ascrivere all'Azienda Speciale**, quella rappresentata dal **valore intrinseco**³. La valutazione non potrà quindi considerare **valori potenziali**⁴ ma solo **valori in atto**⁵. Informando, quindi, la stima ad una configurazione di valore di tipo oggettivo, in grado di evidenziare scevri da ogni condizione ipotetica e strumentalmente, lo scrivente, ritiene opportuno adottare, quale metodo di valutazione, il c.d. "*metodo reddituale semplice*" impiegando una funzione del valore basata sui flussi (*Income Approach*);
- quale configurazione più adatta all'elemento intangibile afferente **l'esercizio della tabella speciale farmaci ascrivibile al titolare Comune di Gussago**, quella rappresentata dal **valore d'investimento**⁶. Si tratterà quindi di un valore soggettivo espressione di benefici speciali espressi da un settore protetto connotato da importanti barriere all'ingresso di carattere normativo. In tale ambito lo scrivente ritiene opportuno adottare una funzione del valore basata sui multipli di mercato (*Market approach*)⁷ mettendo in relazione dati multipli individuati dal mercato con loro specifiche grandezze economiche (nel caso di specie i Ricavi) espresse dall'azienda oggetto di valutazione, ovvero con alcune grandezze operative riferibili sempre all'azienda in esame (nel caso di specie la "Pianta Organica" assegnata alla farmacia).

³ PIV 1.6.8 Il valore intrinseco esprime un valore oggettivo dell'azienda, ovvero, riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni. Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda o del bene. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente e non include premi o sconti.

⁴ Valore determinato tenendo conto di condizioni ipotetiche.

⁵ Valore determinato secondo un ragionamento obiettivo che esclude condizioni ipotetiche.

⁶ PIV 1.6.4 Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività ovvero da un'entità aziendale al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento.

⁷ PIV 1.15.1 Il metodo dei multipli si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa. Dal punto di vista del contesto di mercato entro il quale si formano i valori osservati, si distinguono due differenti classi di multipli: 1. Multipli di mercato, detti anche *Market Multiples*, assunti dalle quotazioni borsistiche di società comparabili; 2. Multipli di transazione, detti anche *Deals Multiples*, desumibili da operazioni di M&A relative ad imprese confrontabili. In sintesi, con il metodo in argomento vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (numero clienti...). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

4.3 – Le valutazioni

4.3.1 – Il Valore Intrinseco del capitale relativo alla dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale

4.3.1.1 - Le note metodologiche

Nel dettaglio, la valutazione reddituale è stata sviluppata in logica *Unlevered - Asset side*, ovvero assumendo quale dato di redditività medio-normale il risultato operativo normalizzato (*Ebitda Adj*) al netto delle imposte sul reddito (*Net Operating Profit After Taxes*, in breve *Nopat*).

La valutazione reddituale è stata sviluppata mediante applicazione della seguente formula:

$$W = EV + SA +/- PFN - TFR e RD + STK$$

ove è:

W = *Equity Value* = valore intrinseco del patrimonio netto alla data di riferimento della valutazione;

EV = *Enterprise Value* = valore intrinseco, su base reddituale, del capitale investito netto operativo normalizzato;

SA = *Surplus Asset* = valore corrente di eventuali attività non operative che nel caso in esame non risultano presenti;

PFN = *Posizione Finanziaria Netta*, data dalla somma algebrica delle attività e delle passività finanziarie o aventi natura finanziaria. Nel caso posto in valutazione la PFN resterà in capo al cedente.

TFR e RD = *Trattamento di Fine Rapporto + Retribuzioni Differite*

STK = *Stock di Magazzino*

Richiamo di informativa

Si evidenzia come ai fini peritali il TFR e RD così come lo STK di Magazzino sono determinati alla data del 31.12.2024 per quanto, ai fini della procedura di vendita, verrà individuato quale valore da porre a basa d'asta il mero EV - *Enterprise Value*, il quale verrà rettificato, ai valori emergenti del TFR e RD e dal valore estimativo al costo ultimo dello STK di Magazzino alla data di compiuto subentro dell'aggiudicatario nella conduzione della farmacia.

La stima dell'*Enterprise Value* è stata svolta mediante capitalizzazione a rendita illimitata del *Nopat* ragionevolmente disponibile ad un tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, in breve **Wacc**).

In formula:

$$EV = NOPAT / WACC$$

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

ove è:

EV (*Enterprise Value*) = valore intrinseco del Capitale Investito Netto Operativo Normalizzato
calcolato mediante il criterio reddituale *Unlevered*;

NOPAT = flusso di risultato operativo disponibile al netto delle imposte;

WACC = costo medio ponderato del capitale.

4.3.1.2 - Determinazione della "Redditività Media Normale - NOPAT"

L'operazione di normalizzazione del reddito è fatta allo scopo di eliminare dai risultati economici degli anni presi a riferimento i componenti positivi e negativi di reddito che non siano inerenti alla gestione caratteristica (l'attività tipica e primaria dell'azienda).

Tabella 5 – Misura media del rendimento aziendale 2021-2024 – NOPAT AV".

Conto Economico Adjusted	2021	2022	2023	2024
Ricavi Adjusted	560.346	562.024	589.375	585.633
Costi Adjusted	518.530	482.549	521.650	508.783
Ebitda Adjusted	41.817	79.475	67.725	76.850
in % sui Ricavi	7,60%	14,33%	11,76%	13,32%
Imposte Adj	10.036	19.074	16.254	18.444
Nopat (<i>Not Operating Profit after Taxes</i>)	31.781	60.401	51.471	58.406
in % sui Ricavi	5,78%	10,89%	8,94%	10,12%
Ricavo medio Adjusted	574.345			
Nopat AV 21-24	50.515			

4.3.1.3 - Determinazione del WACC:

Il WACC è definito come segue:

$$WACC = K_e \times W_e + K_a \times W_a$$

K_e : Costo del capitale proprio;

K_a : Costo del capitale di terzi;

W_e : Peso attribuito al costo del capitale proprio;

W_a : Peso attribuito al costo del capitale di terzi.

Il costo del capitale proprio K_e è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo-opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. Nelle valutazioni, in conformità con le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio K_e viene effettuata sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che trova espressione nella seguente formula:

$$\text{Cost of Equity (} K_e \text{)} = r_a + [\beta_e \times \text{MRP}] + \alpha$$

Ove è:

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiupannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

r_a - *Adjusted Risk Free Rate*: Tasso di rendimento di attività prive di rischio, adeguato all'inflazione programmata e al *Country Risk Premium*;

β_e : espressione del rischio sistematico del capitale proprio;

MRP - Market Risk Premium: $(r_m - r)$, ove " r_m " è il "Tasso di ritorno atteso del mercato nel suo complesso, anche denominato *Total Equity Risk Premium*" e " r " è il *Risk free Rate*- Tasso di rendimento di attività prive di rischio;

α : Premio per il rischio addizionale/specifico.

Il " β_e ", *Beta* del capitale proprio (*Equity Beta* o *Levered Beta*), viene determinato sulla base del *Beta* delle attività operative (*Asset Beta* o *Unlevered Beta*) delle società comparabili selezionate (ove tale selezione sia possibile e sia attendibile), tenendo in considerazione la struttura finanziaria obiettivo e l'aliquota fiscale⁸ della società. La formula di riferimento è presentata di seguito:

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1-t) \times D/C)$$

ove è:

β_u : *Asset-Unlevered Beta*;

D/C : *Debt/Equity Ratio*.

Tabella 6 – Determinazione del Wacc - *Weighted Average Cost of Capital*

MODELLO: COSTO DEI CAPITALI	
WACC = $i_e \times C/(C+D) + i_d \times D/(C+D)$	12,64%
Weight of Debt $(D/(C+D))^{(1)}$	49,41%
Weight of Equity $(C/(C+D))^{(1)}$	50,59%
Cost of Debt (i_d)	3,32%
Corporate tax rate	24,00%
Cost of Debt ⁽²⁾	4,37%
Cost of Equity $(i_e) = r + (\beta_e \times (1 + (1-t) \times D/C)) \times (r_m - r)$	21,73%
Premio per il rischio addizionale - Small Size Premium ⁽³⁾	3,70%
Adjusted Risk free Rate	9,02%
Annual inflation rate ⁽⁴⁾	1,10%
Country Risk Premium ⁽⁵⁾	3,21%
Risk free Rate $(r)^{(1)}$	4,71%
Unlevered Beta $(\beta_u)^{(7)}$	0,97
Market Premium ⁽²⁾	5,33%
Total Equity Risk Premium $(r_m)^{(6)}$	10,04%

⁸ Si sottolinea come le operazioni di valorizzazione, qui intraprese, non scontino alcuna fiscalità in quanto alla società si applicano le regole di determinazione del reddito su base catastale.

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

(1) BTP Decer
(2) F.O.I. Tas
(3) Rappreser
(4) Tasso di c
(5) r: non so
(6) Estimatin
(7) Unlevered
(8) Duff & P
(9) Determin
di benchme
(10) In logic
In logic
Booleane
Liquidazio
almeno ut

4.3.1.15
valute



Per
scri
com
"Fa
nes

Comune di Gussago Prot. n. 0011796 del 31-03-2025 arrivo Cat. 1 Cl. 15 Fascicolo 1

STUDIO PANNI VIVENZI

(1) BTP Decennali - Anno 2024 - MEF Dipartimento del Tesoro "Emissioni Gen.'24 - Agost.'24"
(2) F.O.I. Tasso di Inflazione Programmata - MEF Dipartimento del tesoro - Anno 2024
(3) Rappresenta la stima dell'extra rischio che l'investitore si deve accollare nel momento in cui non investe in titoli di stato e per noi quindi diviene una
(4) Tasso di crescita - ISTAT - Previsioni 2024-2025
(5) I: non solo espressivo del compenso finanziario per il semplice trascorrere del tempo ma pure, con riferimento alla specifica impresa, dei fattori giudicati
(6) Estimating Country Risk Premiums - Aswath Damodaran - Updated January 2024
(7) Unlevered Beta - Aswath Damodaran - Updated January 2024
(8) Duff & Phelps, 2015 Valuation Handbook - Guide to Cost of capital.
(9) Determinato dalla somma delle medie "EURIRS mensile 10 Anni - 2024" + "SPREAD Medio 2024 Stime SI-ABI" / In alternativa cluster ricavato da analisi di benchmark AIDA
(10) In logica <i>Income Approach</i> : Valorizzazione ottenuta dall'analisi dei dati aziendali In logica <i>Market approach</i> : Valorizzazione ottenuta dal Cluster eseguita con il portale AIDA sugli esercizi 2019 - 2023. Strategia di ricerca: "Ricerche Booleane : 1 E 2 E No 3 E 4 E 5" - ove 1 ATECO 25.62.00; 2 Stato giuridico: Attiva; 3 Eventi giuridici: Tipologia di procedura: Scioglimento e liquidazione, Liquidazione volontaria, Scioglimento, Liquidazione coatta amministrativa, Liquidazione giudiziaria, Liquidazione; 4 Ricavi delle vendite (migl EUR), per almeno uno degli anni selezionati, min=600.000, max=3.000.000; 5 Regione, provincia, comune: 03 - Brescia.

4.3.1.4 - Determinazione dell'Equity Value, quale Valore Intrinseco alla data di riferimento della valutazione:

Tabella 7 – Determinazione Equity value – metodo reddituale

W = EV + SA +/- PFN - TFR e RD + STK	
NOPAT 19-20	50.515
WACC	12,64%
Enterprise value	399.795
Retribuzioni differite	(21.021)
TFR	(37.323)
Rimanenze finali	93.557
Surplus Assets	0
Equity Value	435.008

Per quanto sopra elaborato, la valutazione reddituale in logica *Unlevered - Asset side* operata dallo scrivente perito, addivene ad un *Equity Value* del capitale economico, da attribuirsi alla sola parte commerciale dell'azienda da ricondurre al gestore della farmacia ovvero sia l'Azienda Speciale "Farmacia Comunale di Gussago", pari ad Euro 435.000 (Euro QuattroCentoTrentaCinqueMila/00) nelle sue componenti:

- EV = Enterprise Value = 399.795 da arrotondato a 400.000;
- SA = Surplus Asset = nel caso in esame non risultano presenti;
- PFN = Posizione Finanziaria netta = non evidenziata in quanto resterà in capo al cedente;
- TFR al 31.12.2024 = € 37.323
- RD = Retribuzioni differite al 31.12.2024 = € 21.021
- STK di Magazzino al 31.12.2024 = € 93.557

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

4.3.1.5 - Verifica dell'Enterprise Value così come determinato, quale Valore Intrinseco alla data di riferimento della valutazione

Lo scrivente perito ha inteso verificare il *valore intrinseco* della dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale, attraverso un metodo di controllo improntato sulla coerenza fra e la stima reddituale del valore intrinseco come precedentemente determinata e il valore della stessa applicando alle risultanze reddituali dell'azienda i multipli di mercato ad esse riferibili.

La diffusa divaricazione tra valutazioni di borsa e patrimoni aziendali, ha contribuito al maggior utilizzo, nella prassi professionale, di multipli *Asset side*. In particolare, i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: EV/EBIDTA e EV/Sales. Nel dettaglio, avendo sviluppato la valutazione reddituale in logica *Unlevered - Asset side*, assumendo quale dato di redditività medio-normale il risultato operativo normalizzato (Ebitda Adj) al netto delle imposte sul reddito (Net Operating Profit After Taxes, in breve Nopat), si ritiene, in termini comparativi, di utilizzare quale multiplo di mercato EV/EBIDTA⁹.

Individuazione della strategia di ricerca per l'individuazione di aziende comparabili a quella oggetto di analisi.

Attraverso le funzionalità offerte dal portale AIDA, sugli esercizi 2020-2021-2022-2023, si è eseguita la seguente Ricerca "Booleana": 1 E 2 E N 3 E 4 E 5", ove: 1) NACE Rev. 2: 4773 - Commercio al dettaglio di medicinali in esercizi specializzati; 2) Indice di Indipendenza BvD: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, D; 3) Tutte le società con sito web; 4) TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE (migl EUR): Ultimo anno disponibile, min=600, max=5.000; 5) Regione, provincia, comune: 03017 - Brescia. Manualmente sono state poi escluse dal Cluster le società multiservizi e quante non riportavano dati su tutti e quattro i periodi oggetto di indagine.

Dall'analisi si è ottenuto un Cluster omogeneo di ventitré (n.23) società.

Determinazione del Multiplo di mercato

Dall'elaborazione dei dati economici così ottenuti, si è proceduto alla costruzione di valori medi di settori sufficientemente adeguati ai fini della determinazione dell'Enterprise Value medio di settore applicando, per questioni di omogeneità con la metodica principale, il metodo reddituale semplice, sempre, in versione Asset Side (o Unlevered).

⁹ Si sottolinea come le operazioni di valorizzazione, qui intraprese, non scontino alcuna fiscalità in quanto alla società si applicano le regole di determinazione del reddito su base catastale.

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03300320177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUD

Di seguito

NOPAT m

EV medic

Determina

all'Azienda

Individui

non rest

valutazio

Compa

Unlever

ascrive

Consid

all'app

la pres

4.3.2

specia

4.3.2

Il me

rappre

valuta

si disti

assunt

Deals

In sin

comp.

STUDIO PANNI VIVENZI

Di seguito alcuni dati medi di settore:

NOPAT medio di settore	=	Euro 98.012
EV medio di settore	=	Euro 802.953

Multiplo diretto = EV medio di settore / NOPAT medio di settore

Multiplo diretto = 802.953 / 98.012

Multiplo diretto = 8,19

Determinazione del valore economico della dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale sulla scorta del metodo di controllo dei Multipli di mercato.

Individuato il "Multiplo di mercato" nella funzione [EV medio di settore / NOPAT medio di settore] non resta altro che applicare allo stesso le risultanze, medie normali attese per l'azienda posta in valutazione, ad esso omogenee.

Comparativamente, impiegando una funzione del valore basata sui multipli di mercato in logica Unlevered - Asset side, l'Enterprise Value relativo alla dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale sarà il seguente:

$EV = NOPAT * Multiplo$

$EV = 50.515 * 8,19$

$EV = 413.714$

Considerato come la valorizzazione con il "metodo reddituale" si scosta di circa il 3,50% rispetto all'applicazione del "metodo dei multipli", lo scrivente, supportato da autorevole dottrina, ritiene la presente verifica dei valori reddituali, esplicitati nel precedente paragrafo 4.3.1.4, superata.

4.3.2 – Il Valore d'Investimento riferibile all'intangibile afferente all'esercizio della tabella speciale farmaci ascrivibile al titolare Comune di Gussago.

4.3.2.1 - Le note metodologiche

Il metodo dei multipli si basa sull'assunto generale che le risultanze offerte mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'assets comparativamente posto in valutazione. Dal punto di vista del contesto di mercato entro il quale si formano i valori osservati, si distinguono due differenti classi di multipli: 1. Multipli di mercato, detti anche *Market Multiples*, assunti dalle quotazioni borsistiche di società comparabili; 2. Multipli di transazione, detti anche *Deals Multiples*, desumibili da operazioni di M&A relative ad imprese confrontabili.

In sintesi, con il metodo in argomento vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

STUDIO PANNI VIVENZI

(utili, cash flow, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (numero clienti...). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

Come già definito nel precedente paragrafo 4.2, la configurazione di valore più adatta all'elemento intangibile afferente all'esercizio della tabella speciale farmaci ascrivibile al titolare Comune di Gussago, è quella rappresentata dal *valore d'investimento*¹⁰. Si tratterà quindi di un "valore soggettivo" espressione di benefici speciali propri di un settore protetto connotato da importanti barriere all'ingresso di carattere normativo. In tale ambito lo scrivente ritiene opportuno adottare una funzione del valore basata sui multipli di mercato (*Market approach*)¹¹ mettendo in relazione determinati multipli, individuati dal mercato, con loro specifiche "grandezze economiche" espressione dall'azienda oggetto di valutazione, nel caso di specie i "Ricavi menù normali". Comparativamente, tali risultanze verranno poi poste in relazione con le risultanze ottenute dall'applicazione di altri multipli, sempre impiegati consuetudinariamente nelle indagini sul valore economico delle farmacie, associati, questi ultimi, a "grandezze operative" riferibili all'azienda in esame (nel caso di specie la "Pianta Organica" assegnata alla farmacia).

Dal "Valore d'Investimento" così come determinato, sulla scorta delle metodiche di mercato pocanzi esposte, potremo individuare, quale differenza fra lo stesso "Valore d'Investimento" e il "Valore intrinseco"¹² dell'azienda, il valore da riferirsi ai soli benefici speciali espressi dal settore dei gestori farmacie, quest'ultimo ascrivibile all'elemento intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci di titolarità del Comune di Gussago in quanto assegnatario della stessa farmacia.

¹⁰ PIV I.6.4 Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività ovvero da un'entità aziendale al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento.

¹¹ PIV I.15.1 Il metodo dei multipli si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa. Dal punto di vista del contesto di mercato entro il quale si formano i valori osservati, si distinguono due differenti classi di multipli: 1. Multipli di mercato, detti anche *Market Multiples*, assunti dalle quotazioni borsistiche di società comparabili; 2. Multipli di transazione, detti anche *Deals Multiples*, desumibili da operazioni di M&A relative ad imprese confrontabili. In sintesi, con il metodo in argomento vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (numero clienti...). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

¹² "Valore Intrinseco" così come individuato nel precedente paragrafo 4.3.1, quest'ultimo riferibile alla sola dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale.

STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it

4.3.2.2 - Determinazione del Valore riferibile alla sola dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale.

Tra i multipli *Asset Side* impiegati dalla prassi professionale più consolidata nelle operazioni di M&A di farmacie primeggia EV/Sales. Il successo di tale metodologia è ascrivibile alla sua semplicità di utilizzo, all'adozione di un parametro valutativo oggettivamente individuabile, e ad una minore discrezionalità da parte del perito estimatore rispetto, ad esempio, ai metodi *Income Approach*.

Il mercato in provincia di Brescia ha definito quale *range* del multiplo EV/Sales pari a 1,2x - 1,8x. Nel presente lavoro adotteremo quale multiplo la media del *range* espresso dal mercato.

$$EV = \text{Ricavi Medi Normali}^{13} * \text{Multiplo}$$

$$EV = 574.345 * 1,5$$

$$EV = 861.517$$

Dal "Valore d'Investimento" così come determinato, individuiamo ora il valore da riferirsi ai soli benefici speciali espressi dal settore dei gestori farmacie, quest'ultimo ascrivibile all'elemento intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci di titolarità del Comune di Gussago quale differenza fra:

$$\text{"Valore d'Investimento"} - \text{"Valore intrinseco dell'Enterprise Value"}^{14}$$

$$€ 861.517 - € 400.000$$

$$\text{Intangibile "Tabella speciale Farmaci" Comune di Gussago}$$

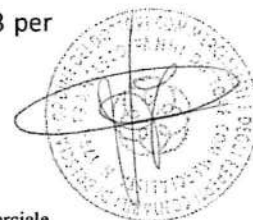
$$€ 461.517$$

In ottica comparativa, al fine di verificare la bontà del risultato così ottenuto, mantenendo una funzione del valore basata sui multipli di mercato (*Market approach*), procediamo all'individuazione del "valore d'investimento" della farmacia oggetto di valutazione applicando ad una "grandezze operative", riferibili all'azienda in esame, nel caso di specie la "Pianta Organica" assegnata alla farmacia, un moltiplicatore, condiviso dalla prassi professionale nelle operazioni di M&A di farmacie, compreso in una forchetta tra 300 euro e 900 euro per abitante. Tale moltiplicatore in buona sostanza è riferibile alla spesa farmaceutica *pro capite* che nel 2023 per Regione Lombardia è pari ad € 377,60¹⁵.

¹³ Tabella 5

¹⁴ "Valore Intrinseco" così come individuato nel precedente paragrafo 4.3.1, quest'ultimo riferibile alla sola dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale.

¹⁵ Tabella 1.2.7 pag.52 Rapporto Nazionale Anno 2023 AIFA_Rapporto OsMed



STUDIO PANNI VIVENZI

Ai fini peritali adotteremo quale multiplo della "Pianta Organica" la forchetta base di 300.

$$EV = \text{Pianta Organica}^{16} * \text{Multiplo}$$

$$EV = 3007 * 300$$

$$EV = \text{€ } 902.100$$

Dal "Valore d'Investimento" così come determinato, individuiamo ora il valore da riferirsi ai soli benefici speciali espressi dal settore dei gestori farmacie, quest'ultimo ascrivibile all'elemento intangibile afferente l'esercizio della tabella speciale farmaci di titolarità del Comune di Gussago quale differenza fra:

$$\text{"Valore d'Investimento"} - \text{"Valore intrinseco dell'Enterprise Value"}^{17}$$

$$\text{€ } 902.100 - \text{€ } 400.000$$

Intangibile "Tabella speciale Farmaci" Comune di Gussago

$$\text{€ } 502.000$$

Considerato come la valorizzazione con le due metodiche di mercato, rispettivamente basate su "grandezze economiche" e "grandezze operative", si scostano l'una dall'altra di poco più del 8%, lo scrivente, supportato da autorevole dottrina, ritiene la presente verifica dei valori superata.

5 - Conclusioni

Sulla base dei metodi impiegati e dei dati a disposizione, come sopra esplicitato, lo scrivente perito stima che il valore economico dell'azienda "Farmacia Comunale di Gussago":

1. per la parte commerciale della stessa azienda, da ricondurre al gestore della farmacia ovvero l'Azienda Speciale "Farmacia Comunale di Gussago", è pari ad € 435.000 nelle sue componenti:
 - 1.1 valore da porre a base d'asta "Enterprise Value" pari ad € 400.000,00 (EuroQuattroCentoMila/00);
 - 1.2 sottratti i debiti nei confronti del personale per TFR e RD pari ad € - 58.344 e aumentato del Valore al costo ultimo dello STK di magazzino pari ad € +93.557; entrambi da regolare ai valori emergenti in sede di compiuto subentro dell'aggiudicatario nella conduzione della farmacia;
2. per la parte riferibile all'elemento intangibile dell'azienda afferente all'esercizio della tabella speciale farmaci, da riconoscere al suo titolare ovvero il "Comune di Gussago",

¹⁶ Vedasi paragrafo 3.3.3 – Definizione di "Pianta Organica" ed Individuazione del bacino di utenza

¹⁷ "Valore Intrinseco" così come individuato nel precedente paragrafo 4.3.1, quest'ultimo riferibile alla sola dimensione commerciale dell'azienda da ascrivere all'Azienda Speciale.

STUDIO PANNI VIVENZI

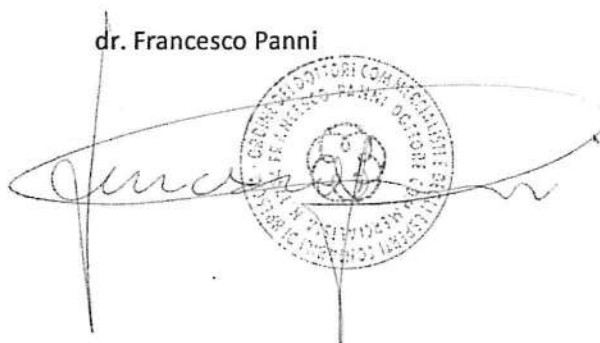
è pari ad € 500.000,00 (EuroCinqueCentoMila/00) da porre a base d'asta unitamente a quanto evidenziato al punto 1.1.

Come indicato al precedente punto 1.7, la stima si riferisce alla data del 31/12/2024 individuando il valore sulla base dei dati di contabilità opportunamente rettificati e proiettati alla predetta data di riferimento.

Con osservanza.

Brescia, li 19 marzo 2025

dr. Francesco Panni



STUDIO PANNI VIVENZI

Dottori Commercialisti Associati

Via San Bartolomeo, 9 - 25128 BRESCIA Tel e Fax 030.3384310 / 030.3384304

C.F. e P.Iva 03 300 320 177

studiopannivivenzi@pec.pannivivenzi.it



N. 3315 Repertorio _____

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventicinque il giorno diciannove del mese di marzo.

19 marzo 2025

In Castegnato (BS), nel mio studio in Largo Illa Romagnoli 17.

Avanti a me Andrea Barucco, Notaio in Castegnato, iscritto al Collegio Notarile di Brescia, è presente:

PANNI FRANCESCO, nato a Brescia il 21 aprile 1976, residente e fiscalmente domiciliato a Castel Mella (BS), Via dei Due Pioppi n.16,

Codice fiscale PNNFNC76D21B1570, di cittadinanza italiana,

(Carta d'identità n. CA90157BD rilasciata dal Comune di Castel Mella in data 18 aprile 2018), iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia al n. 1794/A ed al registro dei Revisori Contabili al n. 147518.

Detto comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento, relativa alla stima del valore economico dell'azienda "Farmacia Comunale di Gussago" su determinazione del "Comune di Gussago", rispettivamente gestore e titolare della Farmacia Comunale di Gussago con sede in Via Peracchia n.3 a Gussago (BS), C.F. e P.Iva 03560870986 iscritta al REA BS-544518.

Aderendo alla fattami richiesta io notaio ammonisco ai sensi di legge la parte comparente la quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: _____

"Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Atto dattiloscritto a sensi di legge da persona di mia fiducia sotto la mia direzione; dello stesso ho dato lettura al comparente che lo ha approvato. _____

Consta di un foglio e ne occupa una facciata sin qui. _____

