



PODETTA Rag. GIANFRANCO
Via Malta, n. 7/C - 25124 Brescia
C.F. PDTGFR54B24D270W - P.IVA 03241120173
Tel. 0302425947
PEC. gianfranco.podetta@odcecbrescia.it
mail podetta.gianfranco@studiopodetta.it



ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

RELAZIONE DI STIMA SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO DEL RAMO D'AZIENDA DELLA SOCIETÀ FARMASI S.R.L.

ASTE
GIUDIZIARIE®

Sommario

ASTE
GIUDIZIARIE®

1. PREMESSA.....	2
2. PRESUPPOSTI E LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....	3
3. INDIPENDENZA DEL PERITO.....	4
4. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	5
5. METODOLOGIA UTILIZZATA E CRITERI APPLICATI.....	6
6. IL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA.....	14
6.1 Metodo reddituale.....	14
6.2 Metodo dei multipli.....	16
7. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA E DEL RELATIVO CANONE D'AFFITTO.....	18
8. DETERMINAZIONE DEL CANONE.....	20

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

1. PREMESSA

La società FARMASI S.R.L. (c.f. 03214900171), con sede in Brescia (BS), via Lunga 51/B, avendo valutato di concedere in affitto a terzi l'azienda, ha conferito incarico allo scrivente Rag. Podetta Gianfranco, con studio in Brescia, via Malta n. 7/c, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della Provincia di Brescia al n. 1242/A, di fornire una stima del valore congruo dell'azienda e del canone annuo di affitto.

La società Farmasi s.r.l. svolge un'attività volta alla produzione e gestione di apparecchiature elettroniche e supporti relativi specificamente all'attività delle farmacie (bachecche elettroniche, croci e ledwall), fornendo anche l'assistenza per la manutenzione degli stessi e per la gestione delle informazioni trasmesse, sia da remoto che *on site*.

La valutazione richiesta al perito concerne "la verifica del valore dell'azienda "Farmasi" e della congruità del prezzo stabilito per l'affitto dell'azienda stessa e del relativo canone di locazione, sulla base della documentazione e dei dati messi a disposizione dall'organo amministrativo".

Al fine di un efficace espletamento dell'incarico affidato alla scrivente, sono stati presi i dovuti contatti con l'Organo amministrativo, il quale ha consegnato al Perito la seguente documentazione, che viene presa come base di calcolo per la perizia stessa:

- Visura camerale;
- Bilanci contabili degli esercizi 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023;
- Dettaglio costo del personale dipendente;

- Stime dei redditi futuri attesi su base quinquennale redatta dall'Organo amministrativo, supportata dalle informazioni relative ai canoni di manutenzione già in essere alla data della presente perizia;
- Contratti rilevanti (server, linee dati, personale);
- Ulteriori informazioni specifiche richieste e fornite dall'Organo amministrativo.

2. PRESUPPOSTI E LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Procedere alla valutazione dell'azienda e del suo relativo canone di locazione significa attribuire una grandezza monetaria ad una realtà aziendale che possa esprimere un insieme di caratteristiche ed elementi sia quantitativi (es. attività e passività aziendali, ecc.) che qualitativi (es. localizzazione, esperienza acquisita, posizione di mercato, capacità del management, ecc.) propri dell'azienda, attraverso l'adozione di opportune metodologie valutative.

Nell'affrontare la valutazione, l'esperto estimatore deve fornire la descrizione e l'indicazione del valore attribuito a ciascuna componente aziendale unitamente all'esplicazione dei criteri di valutazione adottati.

In primo luogo si deve quindi individuare le finalità che la valutazione deve perseguire e, successivamente, si deve scegliere tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione quella che meglio delle altre consenta di raggiungere lo scopo della valutazione e si adatti alla realtà specifica dell'azienda oggetto di valutazione.

Si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile astratta, nel senso che prescinda da interessi particolari, razionale, nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile, obiettiva, nel

senso che sia dimostrabile, stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

Nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione di singole grandezze, l'esperto deve mantenere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa. Il valore dell'azienda, denominato più correttamente valore economico, rappresenta quindi il valore attribuibile al patrimonio aziendale, considerando l'azienda in funzionamento e tenendo conto della capacità reddituale prospettica dei mezzi impiegati.

Si evidenzia che il presente elaborato è stato redatto e deve essere preso in considerazione esclusivamente per le finalità illustrate, ovvero la stima del valore di locazione/affitto dell'azienda stessa sulla base della documentazione consegnata al Perito e sulla base dei valori reddituali prospettici stimati, valutati ed ipotizzati dall'Organo amministrativo e consegnati al Perito; nessuna responsabilità potrà essere attribuita allo scrivente conseguente all'utilizzo dello stesso per qualsiasi altra finalità difforme rispetto a quelle sottese della stessa.

3. INDIPENDENZA DEL PERITO

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società oggetto della presente relazione di stima e di non aver alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la predetta società.

4. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

La società FARMASI S.r.l. è stata costituita in data 12 gennaio 1993 e iscritta nel Registro delle Imprese in data 19 febbraio 1996 con il numero REA BS – 343227.

L'oggetto sociale è definito come *“la gestione, la manutenzione, l'installazione ed avviamento di mezzi e sistemi integrati di elaborazione dei dati, l'assistenza su problemi organizzativi, gestionali e di informatica, la progettazione, la fabbricazione ed il commercio in proprio e per rappresentanza di impianti, apparecchiature elettroniche, attrezzi e sistemi, sia in Italia che all'estero, relativi alla automazione, alla raccolta, al trattamento e all'elaborazione elettronica dei dati ed alla organizzazione industriale”*.

Nel corso degli ultimi anni, la società si è concentrata prevalentemente nel settore delle *digital signage* per le farmacie, e l'attività svolta è riconducibile essenzialmente a tre macro categorie:

- la costruzione e la vendita di bacheche turni elettroniche, studiate appositamente per il settore delle farmacie, che forniscono uno strumento utile e funzionale per comunicare ai clienti i turni della farmacia in modo chiaro e preciso, alimentando le informazioni in tempo reale. La società, inoltre, offre ai propri clienti un pacchetto di assistenza per la gestione e la manutenzione di tali strumenti;
- la costruzione e la vendita di croci a led per la visibilità delle farmacie, con servizio di personalizzazione del dispositivo fornito tramite piattaforma digitale;
- la costruzione e la vendita di *ledwall*, ossia pannelli ad alta luminosità impiegati sia per la vetrina, dove sono ben visibili a qualsiasi ora del

giorno, sia all'interno della farmacia, per comunicare, intrattenere ed informare i clienti con contenuti personalizzati a seconda delle esigenze.

5. METODOLOGIA UTILIZZATA E CRITERI APPLICATI

Al fine di determinare il canone di affitto congruo dell'azienda è necessario determinare preliminarmente il valore dell'azienda oggetto del contratto d'affitto; tale valore economico verrà poi moltiplicato per un tasso di remunerazione del capitale investito, tasso ritenuto congruo sulla scorta dei rendimenti analoghi per categoria di rischio e confrontandoli con il rendimento che si otterrebbe in una cessione del ramo d'azienda, ipotizzando di reinvestire il capitale ottenuto in attività di natura finanziaria.

Opzione preliminare, dunque, alla determinazione del canone d'affitto è la valutazione del valore economico dell'azienda oggetto del contratto, ovvero il "capitale economico".

Il capitale economico – particolare configurazione del capitale di un'impresa che si determina in occasione della sua valutazione – non rappresenta per la dottrina economico-aziendale una quantità economica oggettivamente determinabile, che trova univoco riscontro in movimenti monetari e numerari, e neppure una quantità stimata, ovvero una grandezza obiettivamente determinabile che nella sua misurazione necessita comunque di attente previsioni. Il valore d'azienda è invece una quantità astratta – o congetturabile – che presenta criteri di formazione soggettivi e costituisce espressione di previsioni, congetture, giudizi e stime non predeterminabili mediante l'impiego di formule fisse.

Tale quantità non deriva dunque da un fenomeno oggettivamente determinabile in termini monetari ed è invece il risultato di un processo di valutazione fondamentalmente caratterizzato dalla relatività.

La dottrina economico aziendale ha elaborato ed approfondito alcune tecniche che, avvalendosi di formule matematiche a prevalente carattere statistico-finanziario, definiscono quella parte del valore aziendale che può più strettamente ancorarsi ad alcuni elementi oggettivi per la determinazione del capitale economico, quale valore attribuibile al patrimonio aziendale in ipotesi di scambio, senza considerare le posizioni soggettive, e talvolta arbitrarie, dei potenziali venditori e compratori.

Per la stima del valore del capitale economico (W) dell'azienda Farmasi S.r.l. sono stati presi in considerazione i metodi valutativi di generale accettazione.

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione:

Metodo patrimoniale

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

$$W = K$$

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a *valori correnti*, perché basata sui prezzi di

mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Metodo reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{valore attuale del reddito perpetuo: } W = R / i$$

Qualora, invece, non sia possibile stabilire la capacità indefinita dell'azienda di produrre reddito, si dovrà ricorrere alla formula del valore attuale, attualizzando cioè il reddito ad un certo tasso per il periodo che si ritiene

ragionevole che l'azienda possa produrre redditi. In questo caso la formula sarà:

$$\text{valore attuale del reddito per } n \text{ anni: } W = R a_{n|i}$$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento, "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano seppur potenzialmente su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di *puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso *reale*.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di *premio per il rischio di impresa*, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al

capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill*

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obbiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

Capitalizzazione limitata del sovrareddito: $W = K + a_{n1} (R - i K)$

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a_{n|i'}$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al

tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

Metodo finanziario: discount cash flow

$$W = \sum (FC_t / (1 + CMPC)^t) + VT + SA - PFN$$

Il metodo del Discounted Cash-Flow, si basa sul presupposto che il valore economico attribuibile al patrimonio netto di un'azienda sia costituito dalla somma algebrica del valore dei flussi di cassa prodotti dalla gestione lungo il periodo di previsione, del valore terminale, del valore delle attività e del valore dell'indebitamento netto alla data di riferimento della valutazione.

Metodo empirici

I *metodi empirici* sono così detti perché che fanno riferimento a multipli basati su dati economico-finanziari. I multipli sono normalmente espressi dal rapporto tra un prezzo/valore e una misura di performance considerata strettamente legata al valore e realizzata da Società simili (omogenee, comparabili) in un dato periodo. I più noti sono:

P/E (Price/Earnings)

P/CF (Price/Cash Flow)

EV/Sales (Enterprise Value/Sales)

EV/EBIT

EV/EBITDA

Prima di definire il metodo che verrà utilizzato per determinare il valore economico dell'azienda Farmasi Srl e del relativo canone d'affitto che si ritiene congruo, è necessario determinare il perimetro dell'azienda da affittare, ovvero quali beni e valori risulteranno facenti parte del contratto di affitto e quali, invece, ne saranno esclusi.

La società, infatti, come già sopra descritto, ha sempre svolto nel corso della sua vita utile, tre diverse tipologie di attività – che possiamo sintetizzare nelle tre macro aree “bacheche”, “croci led” e “ledwall” – ma solo una di queste risulta essere, ad oggi, in grado di perdurare nel tempo e, soprattutto, di generare marginalità ed è quella relativa alle bacheche.

Pertanto, il Perito, sulla base dei dati forniti dall'Organo amministrativo, procederà a valutare l'azienda come entità economica in grado di generare flussi economici e finanziari positivi futuri solo con riferimento a tale tipologia di attività. E' noto infatti lo stato di difficoltà economica e finanziaria che la società sta affrontando, dovuto in particolare alla situazione di mercato creatasi a seguito della pandemia da Covid.

Per procedere in tal senso, però, è necessario isolare solo i dati relativi all'attività “bacheche” e, se da un lato l'Organo amministrativo è stato in grado di fornire i dati previsionali relativi ai ricavi e ai costi futuri prevedibili per tale attività, dall'altro risulta pressoché impossibile determinare le componenti patrimoniali attribuibili unicamente a tale area: motivo per il

quale lo scrivente ha deciso di procedere con la valutazione ai fini della presente perizia utilizzando unicamente metodi reddituali.

6. IL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA

6.1 Metodo reddituale

Il metodo reddituale rientra nei cosiddetti "metodi dei flussi", che consistono, per l'appunto, nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali. La filosofia di tale metodologia è sintetizzata dalla seguente formula di carattere generale:

$$W = \sum_i F_i v_i$$

dove:

W = è il valore dell'azienda che si vuole valutare

F_i = è il flusso, finanziario o reddituale

v_i = è il fattore di attualizzazione di ciascun flusso.

Pertanto, in tale approccio, il valore del capitale economico dell'azienda appare misurato come somma di tutti i flussi, attualizzati al momento della valutazione.

Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo. Gino Zappa, a metà del secolo scorso, affermava infatti che *"il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri"*. È quindi evidente che, per il celebre economista, il capitale varia al variare dei redditi futuri e del tasso di interesse scelto per l'attualizzazione degli stessi. Come dire che il reddito è il "valore originario" e il capitale è quello "derivato". Vi è

inoltre un'altra importante ragione a supportare l'utilizzo del metodo reddituale. Il reddito è, infatti, considerato un importante indicatore di performance aziendale, che soprattutto nel breve-medio periodo appare strettamente legato ai risultati della gestione.

Lo scrivente ritiene opportuno l'utilizzo di tale metodo, basandolo sui risultati attesi per il futuro, partendo dalle previsioni di risultato economico per l'anno in corso e valutando le prospettive future.

I redditi attesi sono stati stimati, valutati e comunicati dall'Organo amministrativo al Perito come segue:

	FCST 2024	FCST 2025	FCST 2026	FCST 2027	FCST 2028
Fatturato	145.903	121.408	124.273	127.378	130.933
Stima -10% per disdette	11.686	455	287	311	356
Valore della produzione	134.217	120.954	123.987	127.068	130.578
Noleggio server e licenze	- 7.000	- 7.000	- 7.000	- 7.000	- 7.000
Canoni turni database	- 14.000	- 14.000	- 14.000	- 14.000	- 14.000
Linea internet / cellulari	- 1.000	- 1.000	- 1.000	- 1.000	- 1.000
Costo per personale dipendente	- 63.000	- 63.000	- 63.000	- 63.000	- 63.000
Costi della produzione	- 85.000	- 85.000	- 85.000	- 85.000	- 85.000
Ebitda	49.217	35.954	38.987	42.068	45.578
Ammortamenti	-	-	-	-	-
Ebit	49.217	35.954	38.987	42.068	45.578
Gestione finanziaria	- 6.000	- 6.000	- 6.000	- 6.000	- 6.000
Utile operativo	43.217	29.954	32.987	36.068	39.578
Imposte	- 12.101	- 8.387	- 9.236	- 10.099	- 11.082
Utile netto	31.116	21.567	23.750	25.969	28.496

Il Perito utilizza tale prospetto dal quale emerge la redditività futura attesa stimata dall'Organo amministrativo, che ritiene, peraltro, che tali risultati economici possano essere conseguiti anche per molti più esercizi, in un'ottica di prosecuzione e sviluppo dell'attività stessa.

L'Organo amministrativo ha comunicato allo scrivente che, in caso di fattiva locazione dell'attività oggetto della presente perizia, la scelta del conduttore ricadrebbe certamente su un soggetto solido sia a livello patrimoniale sia a livello di credibilità relativa alle competenze tecniche del settore.

Per tali motivi si è scelto di adottare la formula della rendita perpetua: il capitale economico coincide, quindi, con il valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è rappresentata dal reddito medio prospettico:

$$W = R / i$$

Il tasso di interesse utilizzato per l'attualizzazione è costituito da una componente priva di rischio, stimata pari a 3,76% (pari al Tasso Medio all'Emissione dei Titoli di Stato), da una componente che esprima il rischio insito nell'impresa, quantificato nella misura del 8,00%, e da una componente (con segno negativo) pari al tasso di inflazione (2,50%), per un totale di 9,26%.

METODO REDDITUALE	
Somme dei redditi netti di periodo	130.897 €
Media reddito periodo	26.179 €
i (tasso di attualizzazione)	9,26%
Reddito atteso	282.715 €

L'applicazione di tale metodo porta ad un valore economico pari a 282.715 €.

6.2 Metodo dei multipli

I metodi di valutazione relativa (o metodi dei multipli) fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti

matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Il metodo dei multipli è basato sul principio per cui il valore dell'azienda è dato dal prodotto del moltiplicatore per la variabile aziendale prescelta.

Nel caso di specie, lo scrivente ha individuato l'EBITDA quale grandezza economica per la valutazione d'azienda, come operato dalla prevalente dottrina, essendo un indicatore sia reddituale che monetario.

Considerato il settore di appartenenza della società, caratterizzato da alto livello competitivo e maturità, lo scrivente ritiene congruo un multiplo compreso tra i valori 6 e 7.

L'EBITDA medio, pari a 42.360 €, è stato ricavato sulla scorta dei dati previsionali forniti dall'Organo amministrativo.

Applicando i due moltiplicatori si ottengono rispettivamente i valori di 254.162 € e 296.522 €, che lo scrivente sintetizza nel valor medio giungendo a

determinare un valore economico dell'azienda con il metodo dei multipli in 275.342 €.

METODO DEI MULTIPLI	
EBITDA di periodo	211.802 €
EBITDA medio	42.360 €
Multiplo 1	6
Multiplo 2	7
Valore multiplo 1	254.162 €
Valore multiplo 2	296.522 €
Valore medio	275.342 €

7. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA E DEL RELATIVO CANONE D'AFFITTO

Le considerazioni formulate in ordine alla determinazione del canone di affitto dell'azienda evidenziano impostazioni leggermente diverse, ma accumulate dal fatto che il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento.

Circa il saggio in questione, va evidenziato che esso andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale.

In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni nei confronti dell'affittuario caratterizzati da un livello di rischio molto basso talché il tasso da utilizzare non può discostarsi in modo significativo dal saggio privo di rischio. Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti alcune difficoltà dal punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto dell'affitto. Il canone di locazione non può essere determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché – in situazioni normali – supererebbe i redditi attesi

dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda.

In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali.

L'Organo amministrativo ha comunicato allo scrivente che, in caso di fattiva locazione dell'azienda, la scelta del conduttore ricadrebbe certamente su un soggetto solido sia a livello patrimoniale e sia a livello di credibilità relativa alle competenze tecniche del settore.

Alla luce di queste dichiarazioni dell'Organo amministrativo, il Perito ha incentrato la valutazione dell'azienda e del relativo canone di locazione ipotizzando una situazione di *free risk rate* e quindi di totale assenza di rischio di insolvenza da parte del conduttore.

Di seguito una tabella riepilogativa dei risultati ottenuti con i diversi metodi di valutazione:

METODO	VALORE
Metodo reddituale	282.715 €
Metodo dei multipli	275.342 €
Valore medio	279.029 €

La media dei risultati ottenuti è pari a 279.029,00 €, che lo scrivente ritiene possa essere il valore attribuibile all'azienda Farmasi S.r.l. (nella sola

componente valutata relativa all'attività di canoni di assistenza per le bacheche), oggetto di contratto d'affitto.

8. DETERMINAZIONE DEL CANONE

Al valore del capitale economico così determinato, va applicato il tasso di remunerazione attesa, poiché il valore del canone congruo di affitto risulta pari al prodotto tra il valore del capitale economico dell'azienda data in locazione e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata.

Come tasso di remunerazione attesa viene valutato il tasso per l'attualizzazione dei redditi futuri impiegato nel metodo reddituale, ovvero il tasso costituito da una componente priva di rischio, stimata nel 3,76% (pari al Tasso Medio all'Emissione dei Titoli di Stato), da una componente che esprima il rischio insito nell'impresa, quantificato nella misura dell'8%, e da una componente (con segno negativo) pari al tasso di inflazione (2,50%), per un totale di 9,26%.

Applicando tale tasso di remunerazione al valore economico dell'azienda, si ottiene un valore del canone annuo pari a 25.838,00€, conseguentemente il canone annuo dell'affitto dell'azienda non dovrà essere inferiore a tale valore.

Brescia, 16 maggio 2024

Il Perito

