



PERIZIA DI STIMA



**PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI STIMA DELLA FARMACIA SITA
IN VIA DELLA VITTORIA, 23 – PALESTRINA (RM),
UNITAMENTE AL DIRITTO DI ESERCIZIO DELLA FARMACIA E
DELL’AZIENDA COMMERCIALE CHE VI E’ CONNESSA, DITTA E INSEGNE
COMPRESSE.**



a cura del perito

Dottorssa GEMMA STAMPATORE



Albo dei Dottori Commercialisti di TIVOLI numero AA0064



1 Sommario

1	SOMMARIO	2
2	PREMESSA	3
3	FINALITÀ	4
4	ANALISI DEL CONTESTO E DEL MERCATO DI RIFERIMENTO	5
5	PIANO ECONOMICO	8
5.2	DETERMINAZIONE DEI RICAVI POTENZIALI	8
5.3	DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL VENDUTO	12
5.4	DETERMINAZIONE DEI COSTI DI ESERCIZIO	13
5.4.1	<i>Personale dipendente</i>	<i>13</i>
5.4.2	<i>Altri costi di gestione</i>	<i>13</i>
5.4.3	<i>Costi di ammortamento e svalutazione</i>	<i>14</i>
5.4.4	<i>Oneri finanziari</i>	<i>14</i>
5.5	IMPOSTE DI ESERCIZIO	14
5.6	PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO	14
6	CRITERI DI VALUTAZIONE	17
6.2	METODI PATRIMONIALI	18
6.3	METODI REDDITUALI	18
6.4	METODI FINANZIARI	19
6.5	METODI MISTI	19
6.6	METODI EMPIRICI	19
7	DETERMINAZIONE DEL VALORE	20
7.2	SCelta DELLA METODOLOGIA	20
7.3	METODO REDDITUALE NORMALIZZATO	21
8	CONCLUSIONE	23

La sottoscritta Gemma Stampatore, nata a Guidonia Montecelio, il 30 novembre 1965, domiciliata in Guidonia Montecelio, via Nazario Sauro 19, codice fiscale STMGMM65S70E263R, dottore commercialista iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti di Tivoli al numero AA0064, ha ricevuto incarico dal curatore dottoressa Maria Maddalena Miuccio della Liquidazione Giudiziale n. 13/2025 di redigere una

perizia per la determinazione del valore di stima dei seguenti beni in corso di acquisizione dell'attivo nella procedura di Liquidazione Giudiziale: farmacia sita in Via della Vittoria, 23 – Palestrina (RM), unitamente al diritto di esercizio della farmacia e dell'azienda commerciale che vi è connessa, ditta e insegne comprese.

Il Curatore dottoressa Miuccio Maddalena, nominata curatore in data 18 marzo 2025 nella Liquidazione giudiziale n. 13 anno 2025 suindicata, Giudice Delegato Dottoressa Chiara Pulicati, al fine di disporre il programma di liquidazione, considerato che:

- ai sensi dell'art. 216, comma I CCII, i beni acquisiti all'attivo della procedura sono stimati da esperti nominati dal curatore ai sensi dell'art. 129, comma 2 e dunque previa autorizzazione del comitato dei creditori e se non costituito, in caso trova applicazione quanto previsto dall'art. 140, comma 4 CCII.

- in relazione alla valutazione circa la convenienza al subentro nel contratto di compravendita rep. n. 7057 racc. n. 4872, stipulato tra il debitore e nella qualità di amministratore Unico e legale rappresentante della società

“” (di seguito anche Farmacia

, Farmacia o Farmacia), ha ritenuto necessario acquisire un valore di stima della farmacia sita in Via della Vittoria, 23 – Palestrina (RM) nell'ipotesi della continuità aziendale;

ha incaricato la scrivente di redigere una specifica perizia di stima e a tale scopo ha fornito la seguente documentazione:

- Bilancio esercizio 2022; esercizio 2023; bilancio provvisorio esercizio 2024;
bilancio provvisorio esercizio 2025;

- Registri iva corrispettivi anno 2023 e anno 2024;
- Registri iva vendite anno 2023 e anno 2024;
- Registri iva acquisti anno 2023 e anno 2024;
- Iva primo trim. 2025;
- Inventario al 27 marzo 2025;

- Libro giornale anno 2023 e anno 2024;

3 Finalità

L'incarico ha lo scopo di stimare il valore economico corrente della farmacia

, sita in Via della Vittoria, 23 – Palestrina (RM), unitamente al diritto di esercizio della farmacia e all'azienda commerciale che vi è connessa, la ditta e insegne comprese; ravvisata la necessità di valutare la convenienza al subentro nel contratto di compravendita rep. n. 7057 racc. n. 4872, stipulato tra il debitore e la società "FARMACIA

L'incarico è stato svolto tenendo conto:

- dell'ipotesi della continuità dell'esercizio delle attuali attività della farmacia;
- dei valori economico-patrimoniali storici e, in particolare di quelli estratti dai bilanci di esercizio chiusi al 31/12/2022 e al 31/12/2023 nonché dei bilanci provvisori al 31/12/2024 e al 27/03/2025;
- del contesto territoriale e del mercato di riferimento ove è inserita la Farmacia ;
- dell'andamento del mercato nazionale delle farmacie private.

4 Analisi del contesto e del mercato di riferimento

Il Comune di Palestrina si estende per un'area di circa 47 kmq e conta, al 01/01/2024, n. 22.138 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 17.783 unità al 31.12.2003 al valore di 22.138 del 31.12.2023, facendo così segnare una crescita media annua dell'1,19% e una complessiva del 24,49%. La tabella e il grafico esposti di seguito ne riportano l'andamento complessivo dal 2001 al 2023.

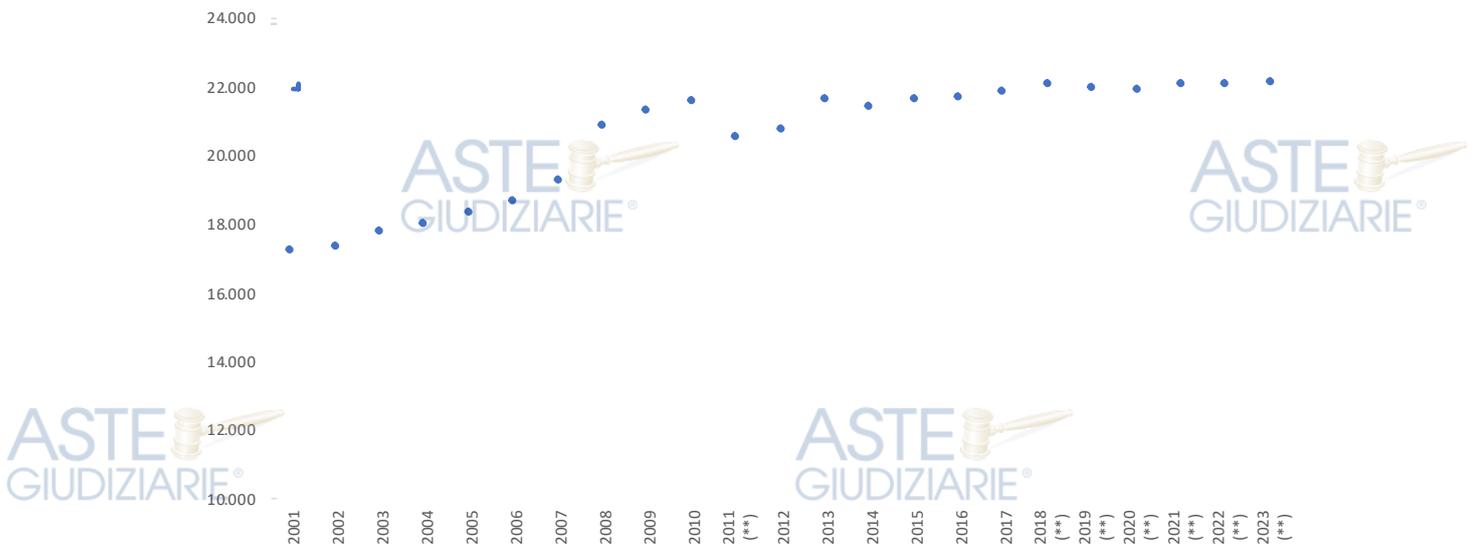
Comune di Palestrina - Andamento della popolazione residente (2001-2023) (*)

Anno	popolazione residente al 31.12	variazione assoluta	variazione percentuale	numero famiglie	media componenti nucleo familiare
2001	17.221				
2002	17.367	146	0,85%	-	-
2003	17.783	416	2,40%	6.334	2,81
2004	18.012	229	1,29%	6.480	2,78
2005	18.334	322	1,79%	6.637	2,76
2006	18.663	329	1,79%	6.831	2,73
2007	19.251	588	3,15%	7.076	2,72
2008	20.894	1643	8,53%	8.182	2,55
2009	21.334	440	2,11%	8.373	2,55
2010	21.602	268	1,26%	8.557	2,52
2011 (**)	20.542	-1060	-4,91%	8.702	2,36
2012	20.771	229	1,11%	8.963	2,32
2013	21.624	853	4,11%	9.105	2,37
2014	21.420	-204	-0,94%	8.800	2,43
2015	21.672	252	1,18%	8.953	2,42
2016	21.716	44	0,20%	9.024	2,41
2017	21.872	156	0,72%	9.176	2,38
2018 (**)	22.070	198	0,91%	9.098	2,43
2019 (**)	21.995	-75	-0,34%	9.137	2,41
2020 (**)	21.921	-74	-0,34%	9.264	2,37
2021 (**)	22.082	161	0,73%	9.428	2,34
2022 (**)	22.071	-11	-0,05%	9.528	2,32
2023 (**)	22.138	67	0,30%	9.593	2,31

(*) elaborazione tuttitalia.it su dati Istat

(**) valori post censimento della popolazione

Popolazione residente al 31.12
(2001-2023)



Anche il numero delle famiglie cresce dal 2003 al 2023 di 3.259 nuclei (+51,45%) con un numero medio di componenti per famiglia al 31/12/2023 pari a 2,30 unità.

In generale, le variabili demografiche mostrano un elevato grado di dinamicità del Comune, con una tendenza alla stabilizzazione nell'ultimo quinquennio.

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

L'attività delle farmacie un tempo poteva essere identificata prevalentemente nella commercializzazione di prodotti farmaceutici, al giorno d'oggi, a latere vengono esercitati vari servizi quali di prima diagnosi, commercializzazione di prodotti specifici per allergie, prenotazione visite, il tutto comunque viene svolto in un mercato regolamentato. Il piano delle farmacie comunali deve essere redatto secondo il parametro di una farmacia ogni 3.300 abitanti, qualsiasi sia la dimensione del Comune; qualora residui un numero di abitanti che non consenta una ulteriore farmacia, questa sarà comunque prevista purché l'eccedenza superi la quota di 1.650 abitanti. In particolare, la normativa vigente dal 2012

prevede sul territorio comunale la presenza di una farmacia ogni 3.300 abitanti¹.
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 oggetto di stima,
opera in un punto nevralgico del territorio comunale e il bacino di utenza di riferimento
risulta compreso nella zona di San Bartolomeo, Colle dell'Oro, Colle Palme Castel San
Pietro Romano, Capranica.

Nel territorio del Comune di Palestrina, che conta oltre 22 mila residenti, allo stato attuale
sono operative sei farmacie, compresa quella di cui alla presente perizia e una comunale.

I prodotti venduti dalle farmacie sono classificati come segue:

- 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.

¹ 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*".

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.

5 Piano economico

5.2 Determinazione dei ricavi potenziali

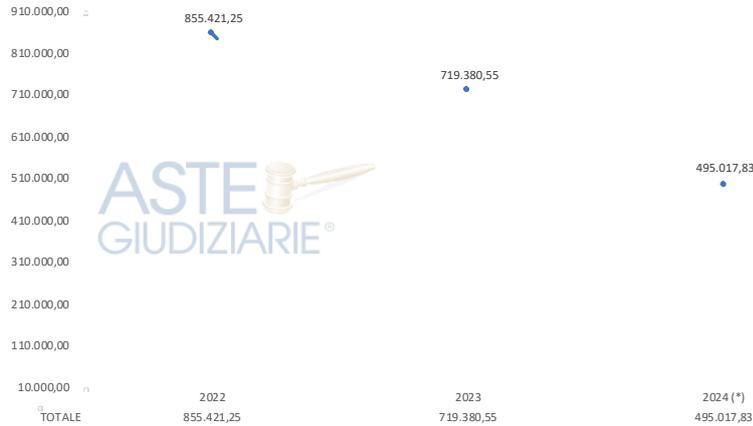
Per la determinazione dei ricavi si è fatto riferimento, quale base di partenza, al valore medio registrato dalla farmacia negli ultimi anni e desunto dai bilanci ricevuti per le annualità 2022-2024, che fa rilevare un valore medio di ricavi pari a euro 689.940.

L'andamento dei ricavi è evidenziato nella tabella e nei grafici che seguono.

RICAVI DELLA FARMACIA D PALESTRINA - ANDAMENTO STORICOULTIMO TRIENNIO				
TIPOLOGIA DI RICAVI	2022	2023	2024 (*)	VALORE MEDIO 2022-2024
RICAVI DELLE VENDITE ITALIA	821.260,34	689.449,04	471.861,82	660.857,07
RICAVI DELLE PRESTAZIONI	18.735,41	23.831,14	19.162,67	20.576,41
ALTRI RICAVI E PROVENTI	15.425,50	6.100,37	3.993,34	8.506,40
TOTALE	855.421,25	719.380,55	495.017,83	689.939,88
<i>Differenza % rispetto all'anno precedente</i>		-15,90%	-31,19%	
<i>Differenza % rispetto al 2022</i>		-15,90%	-42,13%	

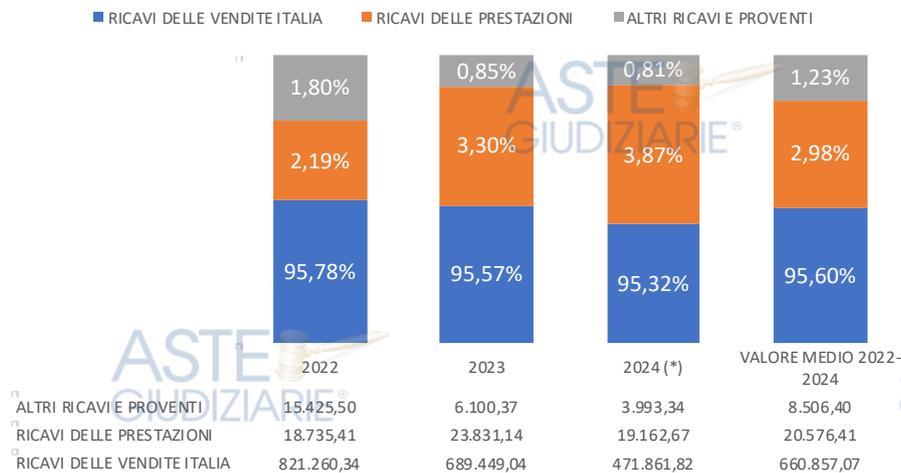
(*) Bilancio provvisorio

ANDAMENTO DEI RICAVI COMPLESSIVI 2022-2024



I ricavi registrati nell'ultimo triennio fanno registrare una significativa contrazione, passando da oltre 855 mila euro del 2022 a poco meno di 500 mila euro nel bilancio provvisorio 2024, con una riduzione di oltre il 42%. Fanno eccezione i ricavi delle prestazioni che rimangono stabili nel triennio. La ripartizione percentuale dei ricavi nei tre anni di analisi è riportata nel grafico seguente.

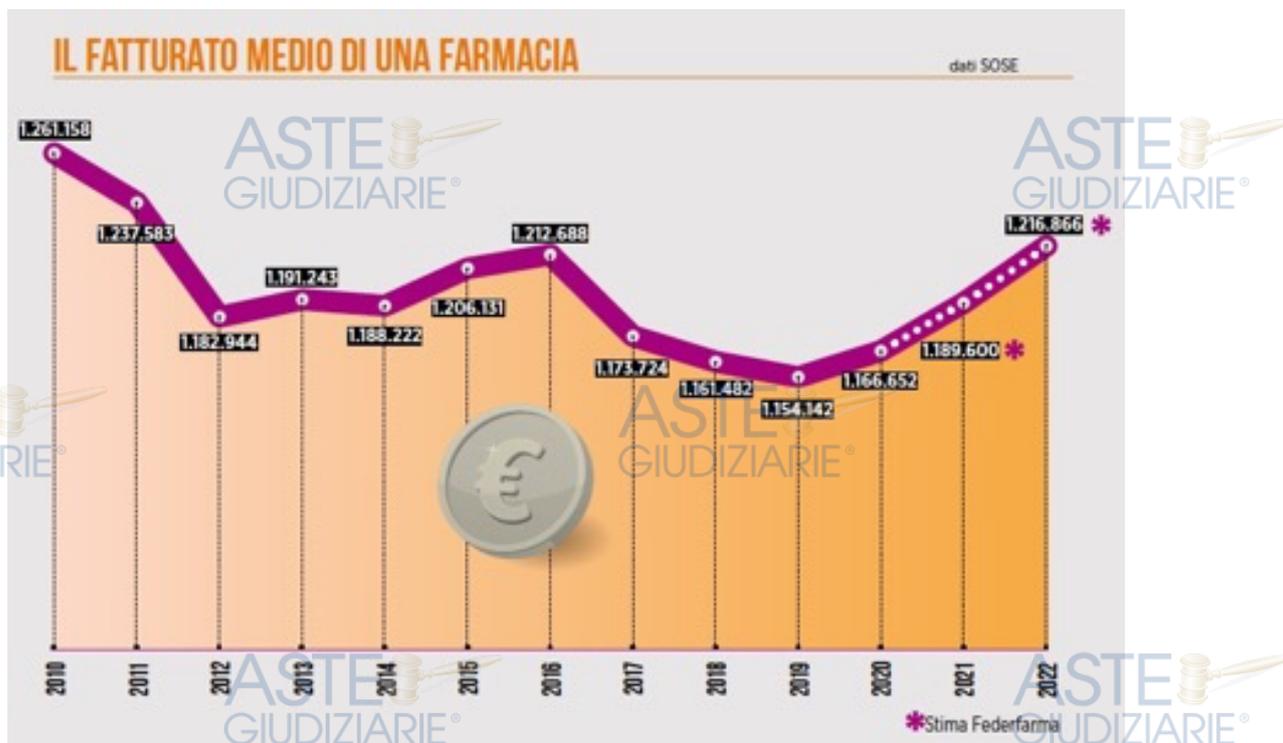
RIPARTIZIONE DEI RICAVI - 2022-2024



La flessione dei ricavi della farmacia risulta in controtendenza rispetto ai valori nazionali che, dopo le diminuzioni di fatturato medio registrate negli anni 2017, 2018 e 2019, mostra una chiara tendenza al rialzo, raggiungendo nel 2022, secondo le stime di Federfarma², un

² Fatturato medio nazionale 2022 euro 1.266.866 (fonte dati SOSE). Federfarma, La farmacia italiana 2023.

valore pari a euro 1.216.866, superiore a quello del 2016, come evidenziato nel grafico seguente.



La contrazione del mercato nazionale registrato nel triennio 2017-2019 era 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 Mediobanca³, 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.

Secondo il già citato rapporto Federfarma l'inversione di tendenza, registrata negli anni 2020-2022, è ascrivibile alla crescita del mercato dei farmaci senza ricetta e commerciale

³ Il settore delle farmacie, Area Studi Mediobanca, settembre 2022.

che subisce incrementi maggiori e tali da compensare le flessioni avute nel mercato dei farmaci con ricetta, sia a carico del SSN che del cittadino.

Il valore di fatturato della farmacia risulta nel 2022 pari al 70,46% di quello medio nazionale stimato da Federfarma, percentuale che si abbassa significativamente negli anni 2023 e 2024 diventando, rispettivamente, pari al 59,28% e al 40,68% (sempre con riferimento al valore medio 2022 stimato da Federfarma).

La stima dei ricavi prospettici dovrà essere contestualizzata in relazione alle caratteristiche e alle peculiarità del territorio di Palestrina, tenendo conto che il valore espresso da Federfarma esprime il dato complessivo nazionale delle farmacie private.

D'altro canto, dovrà anche considerarsi:

- la flessione dei ricavi fatti registrare dalla farmacia in esame nell'ultimo triennio in relazione all'andamento invece crescente del mercato nazionale;
- l'elevato differenziale raggiunto nel 2024 tra il fatturato medio nazionale e quello della stessa farmacia di Palestrina, prevedendo un graduale recupero.

Infatti, la farmacia :

- non si trova in una zona disagiata o rurale;
- è ubicata nel centro storico di Palestrina, rappresentandone l'unica farmacia;
- non è prevista nell'immediato l'istituzione di un'ulteriore sede farmaceutica e pertanto non si stima un aumento della concorrenza sul territorio, oltre a quella già esistente.

Per le considerazioni sopra riportate, si è ipotizzato un volume di ricavi in crescita per i primi sei anni fino al raggiungimento di un valore, a regime, di poco superiore a quello che la stessa farmacia aveva conseguito nel 2022 e comunque inferiore a quello medio nazionale 2022 stimato da Federfarma di circa il 25%, come evidenziato nella tabella che segue.

STIMA DEI RICAVI PROSPETTICI FARMACIA DI PALESTRINA RISPETTO AL VALORE MEDIO DI MERCATO

	valori base (*)	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Valore medio nazionale 2022	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00	1.216.866,00
Ricavi delle vendite	660.857,07	672.734,90	690.547,29	714.288,32	755.814,26	785.449,04	828.094,79	881.349,72
Ricavi delle prestazioni e altri ricavi	29.082,81	29.373,64	29.814,24	30.410,53	31.474,90	32.261,77	33.423,19	34.927,24
Totale dei ricavi	689.939,88	702.108,54	720.361,53	744.698,85	787.289,16	817.710,81	861.517,99	916.276,96
Ricavi farmacia su valore medio nazionale	56,70%	57,70%	59,20%	61,20%	64,70%	67,20%	70,80%	75,30%

(*) Valore medio nazionale come stimato da Federfarma (La farmacia italiana 2023) - Ricavi della farmacia: media triennio 2022-2024

La ripartizione del fatturato, in linea con quella media nazionale, è prevista per il 55,5% da vendite di farmaci con ricetta medica e il restante 44,5% da vendite di prodotti da banco (farmaci senza ricetta e mercato commerciale)⁴.

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 DEI RICAVI PROSPETTICI

Tipologia	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Ricavi da SSN	373.367,87	383.253,74	396.430,02	419.476,92	435.924,22	459.592,61	489.149,09
Ricavi da banco e commerciali	299.367,03	307.293,54	317.858,30	336.337,35	349.524,82	368.502,18	392.200,63
Totale ricavi delle vendite	672.734,90	690.547,29	714.288,32	755.814,26	785.449,04	828.094,79	881.349,72
Ricavi delle prestazioni e altri ricavi	29.373,64	29.814,24	30.410,53	31.474,90	32.261,77	33.423,19	34.927,24
Totale ricavi delle vendite e delle prestazioni	702.108,54	720.361,53	744.698,85	787.289,16	817.710,81	861.517,99	916.276,96

5.3 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, prevedendo un riallineamento graduale fino al raggiungimento del valore medio nazionale. In particolare, si è ipotizzato uno sconto medio iniziale del 28% sui prodotti senza ricetta e commerciali (che diventa il 32% a regime) e del 21% (che diventa del 23% a regime) su farmaci con ricetta.

Il costo medio totale del venduto, stimato a circa il 73% 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.

⁴ Ripartizione media nazionale fatturato per farmaci senza ricetta e mercato commerciale: 44,50% e farmaci con ricetta: 55,5%. Federfarma, La farmacia italiana 2023.

COSTO DEL VENDUTO

Tipologia	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	A REGIME
Acquisto medicinali SSN	294.960,62	302.770,46	313.179,71	327.191,99	335.661,65	353.886,31	376.644,80
Acquisto prodotti da banco	215.544,26	218.178,42	222.500,81	232.072,77	237.676,88	250.581,48	266.696,43
Totale	510.504,88	520.948,87	535.680,53	559.264,76	573.338,53	604.467,79	643.341,23

5.4 Determinazione dei costi di esercizio**5.4.1 Personale dipendente**

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

COSTO DEL PERSONALE

Ruolo	Anni 1 - 3	Anni 4 - 6	A REGIME
Direttore Farmacia (Q1)	50.713,08	53.248,73	55.911,17
Farmacista (1L)	42.595,68	44.725,46	46.961,74
Commesso/magazziniere (6L)	28.825,00	30.266,25	31.779,56
Totale	122.133,76	128.240,45	134.652,47

I costi del personale sono stati rivalutati del 5% nelle annualità 4 e 7, per tener conto dei rinnovi contrattuali di categoria.

5.4.2 Altri costi di gestione

Sono stati determinati sulla base dei dati storici, depurati delle voci straordinarie e incrementate del tasso di inflazione programmato (2% annuo). La tabella che segue ne evidenzia il dettaglio.

ALTRI COSTI (*)

	Anni 1 - 6	A REGIME
Servizi produttivi	25.000,00	25.000,00
Servizi commerciali	5.000,00	5.000,00
Servizi generali	25.000,00	25.000,00
Godimento beni di terzi	21.500,00	21.500,00
Oneri diversi di gestione	3.000,00	3.000,00
Totale	79.500,00	79.500,00

(*) oltre rivalutazione al tasso di inflazione previsto

5.4.3 Costi di ammortamento e svalutazione

Le attrezzature e gli arredi sono funzionali all'attività svolta, tuttavia si è previsto un costo annuo costante pari a euro 3.000, che risulta necessario per il mantenimento della loro funzionalità.

5.4.4 Oneri finanziari

Sono stati stimati in euro 2.000 annui in relazione al volume di affari generato dalla Farmacia e per far fronte ai relativi squilibri di cassa temporanei.

5.5 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.

5.6 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.

CONTO ECONOMICO PREVISIONALE

Annualità	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5	ANNO 6	A REGIME
asso di inflazione programmata	-	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Ricavi							
- da SSN	373.367,87	383.253,74	396.430,02	419.476,92	435.924,22	459.592,61	489.149,09
- da banco e commerciali	299.367,03	307.293,54	317.858,30	336.337,35	349.524,82	368.502,18	392.200,63
- delle prestazioni e altri ricavi	29.373,64	29.814,24	30.410,53	31.474,90	32.261,77	33.423,19	34.927,24
Ricavi totali	702.108,54	720.361,53	744.698,85	787.289,16	817.710,81	861.517,99	916.276,96
costo del venduto	510.504,88	520.948,87	535.680,53	559.264,76	573.338,53	604.467,79	643.341,23
Margine commerciale lordo	191.603,66	199.412,66	209.018,32	228.024,40	244.372,28	257.050,19	272.935,73
<i>Margine commerciale lordo %</i>	<i>27,29%</i>	<i>27,68%</i>	<i>28,07%</i>	<i>28,96%</i>	<i>29,88%</i>	<i>29,84%</i>	<i>29,79%</i>
Costi di gestione							
costo del personale	122.133,76	122.133,76	122.133,76	128.240,45	128.240,45	128.240,45	134.652,47
costi per servizi	55.000,00	56.100,00	57.222,00	58.366,44	59.533,77	60.724,44	61.938,93
oneri diversi	3.000,00	3.060,00	3.121,20	3.183,62	3.247,30	3.312,24	3.378,49
godimento beni di terzi	21.500,00	21.822,50	22.149,84	22.482,09	22.819,32	23.161,61	23.509,03
Totale costi di gestione	201.633,76	203.116,26	204.626,80	212.272,60	213.840,83	215.438,74	223.478,92
EBITDA	(10.030)	(3.704)	4.391,53	15.751,80	30.531,45	41.611,45	49.456,81
<i>EBITDA %</i>	<i>-1,43%</i>	<i>-0,51%</i>	<i>0,59%</i>	<i>2,00%</i>	<i>3,73%</i>	<i>4,83%</i>	<i>5,40%</i>
ammortamenti e svalutazioni	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
EBIT	(13.030)	(6.704)	1.391,53	12.751,80	27.531,45	38.611,45	46.456,81
<i>EBIT %</i>	<i>-1,86%</i>	<i>-0,93%</i>	<i>0,19%</i>	<i>1,62%</i>	<i>3,37%</i>	<i>4,48%</i>	<i>5,07%</i>
oneri finanziari	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Utile ante imposte	(15.030)	(8.704)	(608)	10.751,80	25.531,45	36.611,45	44.456,81
<i>Utile ante imposte %</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>1,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,9%</i>
imposte di esercizio	0,00	0,00	0,00	3.098,67	7.358,16	10.551,42	12.812,45
Utile netto	(15.030)	(8.704)	(608)	7.653,13	18.173,29	26.060,03	31.644,36
<i>Utile netto %</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,5%</i>
Utili cumulati	(15.030)	(23.734)	(24.342)	(16.689)	1.484,24	27.544,27	59.188,62

L'EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*)⁵, 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 di quasi 50 mila euro a regime.

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

L'Utile ante imposte e l'Utile netto fanno registrare un valore negativo anche nel terzo anno per poi raggiungere i valori a regime rispettivamente di 44,46 mila euro e di 31,64 mila euro.

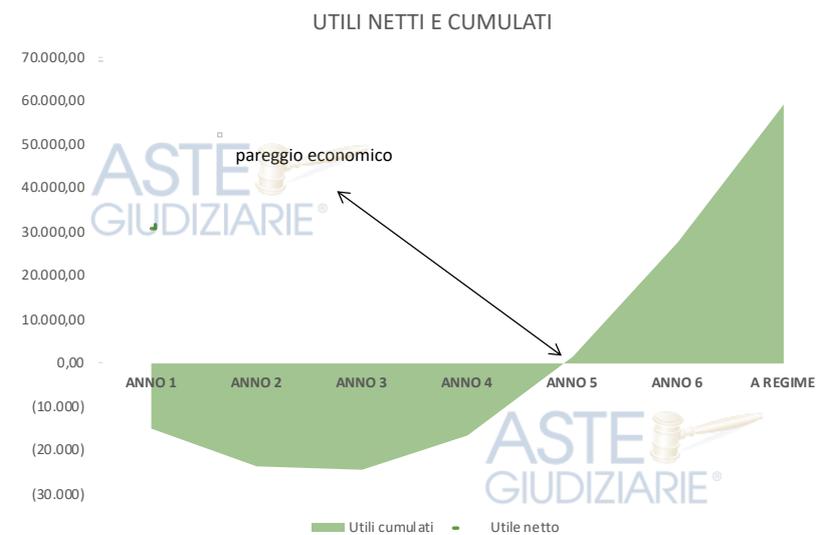
Il grafico riportato di seguito espone la tendenza e il confronto dei richiamati indicatori di redditività.

⁵ 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).

REDDITIVITA' DELL'INVESTIMENTO
(EBITDA - EBIT - UTILE ANTE IMPOSTE - UTILE NETTO)



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 quarto anno di esercizio.



6 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.

6.2 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 prospettive 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.

6.3 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 prospettive, 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.

6.4 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 prospettive che generano flussi finanziari e dei tassi di attualizzazione da impiegare.

6.5 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.

6.6 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.

7 Determinazione del valore

7.2 Scelta della metodologia

Per la determinazione della stima, 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 passata senza riflettere le potenzialità future in relazione al mercato di riferimento. Tale metodologia, seppure sconta il limite della stima di variabili prospettiche, risulta incentrata sulla natura dell'impresa e sulla sua capacità di generare reddito. Il valore del capitale economico viene stimato quindi come funzione del reddito atteso, attraverso l'attualizzazione dei flussi di reddito futuri. Per tali ragioni, la scelta del modello reddituale riesce a fornire una stima di valore più rappresentativa dell'attività della farmacia, rispetto alle altre metodologie

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 stimare il valore della farmacia attraverso l'attualizzazione dei redditi generati dall'attività.

7.3 Metodo reddituale normalizzato

Il Piano economico di riferimento 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	(15.030)	(8.704)	(608)	7.653,13	18.173,29	26.060,03	31.644,36

Il valore economico sarà quindi ottenuto attraverso l'attualizzazione, a un determinato tasso, delle grandezze reddituali espresse 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 31.644,36.

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*), β 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 lordo dei titoli di stato italiani a 30 anni (BTPy30), pari a 4,359%⁶, che depurato dell'effetto dell'inflazione programmata pari al 2%, assume il valore di:

$$K_f = \frac{0,04359 - 0,02}{1 + 0,02} = 0,02312 \rightarrow 2,312\%$$

- il premio per il rischio è stato stimato pari a 1,60% (quale differenza tra il rischio del mercato di settore $K_m = 4,60\%$ ⁷ e il *free risk rate* $K_f = 4,359\%$), in considerazione della relativamente ridotta rischiosità di un mercato regolamentato come quello delle farmacie.
- Il coefficiente β è stato stimato pari a 0,98⁸ per tenere conto del rischio specifico legato soprattutto alle difficoltà di dover conquistare quote di mercato.

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

$$K_e = K_f + \beta \times (K_m - K_f) = 2,312 + 0,98 \times (0,046 - 0,04359) = 0,02549 \rightarrow 2,549\%$$

Conseguentemente, la stima del valore economico risulta pari a:

$$\begin{aligned} W &= R_1 + \frac{R_2}{(1 + K_e)} + \frac{R_3}{(1 + K_e)^2} + \frac{R_4}{(1 + K_e)^3} + \frac{R_5}{(1 + K_e)^4} + \frac{R_6}{(1 + K_e)^5} + \frac{R_i}{K_e} (1 + K_e)^{-6} = \\ &= -15.030,10 - 8.487,27 - 578,60 + 8.253,39 + 20.098,24 + 29.554,97 + 1.067.462,19 = \\ &= \mathbf{1.101.272,81} \end{aligned}$$

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

Tale valore trova conferma anche nell'applicazione del metodo empirico dei moltiplicatori di mercato che fornisce un *range* di stima tra euro 965.915,83 ed euro 1.241.891,78.

⁶ Rendimento netto BTP 30 anni, emissione del 17.09.2024 scadenza 01.10.2054. Fonte MEF.

⁷ *Current risk premium for a mature equity market* – fonte Damodaran gennaio 2024

⁸ *Western Europe drugs pharmaceutical* - fonte Damodaran gennaio 2024

8 Conclusione

A conclusione dell'incarico ricevuto e delle conseguenti analisi e valutazioni, si ritiene, quindi, che il valore di stima della farmacia , sita in Palestrina Via della Vittoria 23, unitamente al diritto di esercizio della farmacia e della azienda commerciale che vi è connessa, ditta e insegne comprese, debba fissarsi in **euro 1.101.272,81**.

Al suddetto importo dovrà essere aggiunto il valore delle rimanenze di magazzino valorizzato alla data dell'eventuale passaggio di proprietà.

Guidonia Montecelio, 5 maggio 2025

Dott.ssa Gemma STAMPATORE