



TRIBUNALE ORDINARIO DI TIVOLI

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE n. 38/2026

IMPRESA INDIVIDUALE

Farmacia – Tivoli (RM), località Campolimpido

PERIZIA DI STIMA DEL COMPENDIO AZIENDALE

GIUDICE DELEGATO: Dott.ssa Chiara Pulicati

CURATORE: Avv. Valentina Fabrizi

STIMATORE: Dott.ssa Paola Saioni

Data di riferimento della stima: 27.08.2026

Sommario

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO, OGGETTO E CONFIGURAZIONE DI VALORE.	4
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA, FONTI INFORMATIVE E LIMITI.	5
3. IDENTIFICAZIONE DELL'IMPRESA E TITOLO AUTORIZZATIVO.	6
4. ATTIVITÀ ESERCITATA, BACINO TERRITORIALE E POSIZIONAMENTO.	7
5. LOCALI E RAPPORTI LOCATIVI.	8
6. ORGANIZZAZIONE STORICA E PERSONALE.	9
7. BENI STRUMENTALI E MAGAZZINO.	10
7.1. <i>Arredi e attrezzature.</i>	10
7.2. <i>Inventario delle merci.</i>	11
8. PREMESSA METODOLOGICA ALLA VALUTAZIONE.	12
9. ANALISI ECONOMICA E NORMALIZZAZIONE DEI RISULTATI.	13
9.1. <i>Natura dei dati disponibili e discontinuità dei regimi contabili.</i>	13
9.2. <i>Dati economici desunti dai modelli ISA.</i>	14
9.3. <i>Normalizzazione delle rimanenze.</i>	15
9.4. <i>Neutralizzazione della gestione finanziaria.</i>	16
9.5. <i>Tavola di riconciliazione e reddito operativo medio normalizzato.</i>	16
9.6. <i>Informazioni disponibili per il 2025.</i>	17
10. PRESTAZIONE PROFESSIONALE DEL TITOLARE E ANALISI DI SENSITIVITÀ.	18
10.1. <i>Principio di normalizzazione della prestazione dell'imprenditore.</i>	18
10.2. <i>Applicazione al caso concreto.</i>	18
10.3. <i>Estremo superiore teorico di sostituzione.</i>	19
10.4. <i>Analisi di sensitività.</i>	20
11. DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE.	21
11.1. <i>Impostazione generale.</i>	21
11.2. <i>Componente finanziaria di base.</i>	22
11.3. <i>Individuazione del beta settoriale.</i>	22
11.4. <i>Equity Risk Premium e rischio Paese.</i>	23
12. APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE.	24
13. METODO EMPIRICO DEI MULTIPLI DEL FATTURATO.	26
13.1. <i>Fondamento dottrinale e limiti del metodo.</i>	26
13.2. <i>Determinazione della base di fatturato.</i>	26
13.3. <i>Determinazione del moltiplicatore.</i>	28
13.4. <i>Applicazione del multiplo.</i>	29

14. SINTESI VALUTATIVA.....	29
14.1. Confronto critico delle risultanze.	29
14.2. Area di coerenza tra i metodi.	30
14.3. Determinazione conclusiva del valore del compendio.	31
15. VALORIZZAZIONE DELLE GIACENZE E VALORE COMPLESSIVO TEORICO.	33
16. CONCLUSIONI.....	34
17. ALLEGATI.....	35

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO, OGGETTO E CONFIGURAZIONE DI VALORE.

La sottoscritta Dott.ssa Paola Saioni, Dottore Commercialista e Revisore Legale, ha ricevuto dalla Curatela della Liquidazione Giudiziale in epigrafe l'incarico di procedere alla determinazione del più probabile valore di mercato del compendio aziendale riferibile all'impresa individuale
, esercente attività di farmacia nel Comune di Tivoli, località Campolimpido, ai fini della successiva alienazione nell'ambito della procedura competitiva.

La presente relazione è stata predisposta nella prospettiva di stimare l'azienda quale complesso organizzato di beni, rapporti, autorizzazioni e utilità economicamente trasferibili. L'oggetto della valutazione comprende, in particolare, l'avviamento commerciale e professionale, la posizione autorizzativa, l'organizzazione operativa storica, i beni strumentali funzionali all'esercizio, i rapporti locativi suscettibili di prosecuzione e, con separata valorizzazione, le giacenze di magazzino.

Secondo le informazioni rese alla scrivente, non sono destinati al trasferimento i crediti e i debiti, personali e/o aziendali, dell'imprenditore persona fisica; del pari, non sussistono rapporti di lavoro subordinato destinati a proseguire con l'acquirente.

Secondo quanto comunicato, la sentenza di apertura della liquidazione giudiziale non ha disposto l'esercizio provvisorio dell'impresa. Conseguentemente, la stima è sviluppata in configurazione asset side, mirando a rappresentare la capacità economica del compendio trasferibile indipendentemente dalle modalità con le quali il titolare ha storicamente finanziato l'attività.

La configurazione di valore adottata è quella del valore di mercato, ovvero il valore che, alla data di riferimento, può ragionevolmente essere attribuito al compendio nell'ambito di una transazione tra soggetti informati e non costretti a contrarre, tenendo conto delle caratteristiche specifiche dell'azienda, del settore, della procedura concorsuale in essere e della qualità e quantità delle informazioni e della documentazione rese disponibili a chi scrive.

La data di riferimento è fissata al 27 agosto 2026.

2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA, FONTI INFORMATIVE E LIMITI.

Preso atto dell'incarico ricevuto, la scrivente ha provveduto all'esame della documentazione resa disponibile dalla Curatela e delle ulteriori fonti pubbliche, professionali e dottrinali ritenute utili ai fini della valutazione.

In particolare, sono stati esaminati la visura storica dell'impresa, il provvedimento amministrativo relativo alla titolarità e all'esercizio della farmacia, i contratti di locazione commerciale degli immobili strumentali ove viene esercitata l'attività, le dichiarazioni fiscali Redditi PF ed IRAP nonché i relativi modelli ISA per gli esercizi 2021-2024, la dichiarazione IVA relativa al periodo d'imposta 2025, la documentazione relativa ai rapporti di lavoro subordinato, l'inventario redatto dalla curatela, il registro dei beni ammortizzabili, la stampa inventariale delle merci redatta, tramite software gestionale dell'azienda, al 4 luglio 2026, nonché i dataset del Prof. Aswath Damodaran, utilizzati per la determinazione dei parametri di rischio ai fini della determinazione del valore di mercato dell'azienda oggetto di vendita competitiva.

Sono state inoltre considerate le fonti ISTAT necessarie all'omogeneizzazione monetaria dei fatturati storici, le fonti professionali specificamente riferite alla valutazione delle farmacie e le informazioni integrative fornite dalla Curatela in ordine alla struttura del personale, alla concreta utilizzazione dei locali, alla presenza dei beni strumentali e alle modalità storiche di conduzione dell'attività.

Il quadro documentale presenta, tuttavia, taluni limiti che incidono sulle tecniche valutative utilizzabili. L'impresa è, infatti, esercitata in forma individuale e negli esercizi più recenti ha adottato il regime di contabilità semplificata; non è quindi disponibile una serie omogenea di bilanci civilistici, o omologhe situazioni contabili redatte ai sensi degli art. 2423 e ss. c.c., né un patrimonio netto contabile suscettibile di essere rettificato secondo la logica propria dei metodi patrimoniali. Parimenti, per il 2025

è disponibile la sola dichiarazione IVA; non è stato consegnato a chi scrive alcun documento reddituale omogeneo rispetto agli esercizi precedenti.

La presenza di tali limiti ha comportato la necessità di ricostruire una serie storica sufficientemente ampia dei ricavi, delle rimanenze, dei costi del personale, degli oneri finanziari e dei risultati fiscali attraverso i soli modelli dichiarativi fiscali e ISA, previa effettuazione di appropriate rettifiche di omogeneizzazione economica, illustrate nei paragrafi che seguono.

3. IDENTIFICAZIONE DELL'IMPRESA E TITOLO AUTORIZZATIVO.

Dalla visura storica (All.1) risulta che l'impresa individuale , esercita attività di farmacia nel Comune di Tivoli, località Campolimpido, via Campolimpido snc limitrofo al n. 42, attualmente individuata al civico n. 56, ferma la diversa indicazione toponomastica risultante dalla documentazione camerale/autorizzativa storica, con codice ATECO 47.73. L'attività risulta iniziata in data 28 luglio 1995.

Il provvedimento del Comune di Tivoli n. 29611 del 28 luglio 1995 (All.2) riconosce al la titolarità e l'esercizio della farmacia sita in Tivoli, Via Campolimpido s.n.c., dando atto della qualificazione professionale richiesta per l'esercizio dell'attività. La continuità temporale dell'esercizio diretto per oltre trent'anni costituisce un elemento rilevante ai fini dell'avviamento, non quale posta autonomamente quantificata, ma quale indicatore di radicamento commerciale, riconoscibilità e stabilità del rapporto con il bacino locale. Infatti, con il nominato provvedimento, la parte subentrava nella titolarità della sede farmaceutica n. X della pianta organica del Comune di Tivoli, esercitata dal in forza di decreto del Sindaco n. 21387 del 11 agosto 1983.

4. ATTIVITÀ ESERCITATA, BACINO TERRITORIALE E POSIZIONAMENTO.

La farmacia svolge attività di vendita al dettaglio di medicinali e, congiuntamente, di prodotti parafarmaceutici. Il modello economico è quindi quello proprio di un *retailer* specializzato e regolamentato, la cui attività comprende le seguenti fasi del ciclo commerciale: acquisto e gestione delle scorte, vendita al pubblico, rapporti con il Servizio sanitario nazionale, erogazione della prestazione professionale farmaceutica e produzione di margine commerciale.

Sotto il profilo territoriale, Campolimpido costituisce una località del Comune di Tivoli dotata di un proprio e definito bacino residenziale. La revisione della pianta organica delle farmacie della provincia di Roma (All.3) individua espressamente la sede farmaceutica riferita alla località Campolimpido. Nelle fonti pubbliche consultate non risultano altre farmacie insediate nella medesima località, mentre gli esercizi concorrenti risultano collocati nelle località limitrofe. La circostanza non attribuisce alcuna esclusiva economica assoluta, ma qualifica la Farmacia come presidio di prossimità del relativo bacino.

La Curatela ha inoltre riferito la presenza di possibilità di parcheggio in prossimità della sede principale, sita al civico n.56 di Via di Campolimpido, e del secondo locale condotto in locazione, sito al civico n. 77 della medesima via. Tale elemento viene considerato esclusivamente quale fattore qualitativo di accessibilità e fruibilità commerciale, senza autonoma valorizzazione patrimoniale.

5. LOCALI E RAPPORTI LOCATIVI.

Dalle informazioni integrative definitivamente rese dalla Curatela risulta che l'attività è stata storicamente esercitata in un'unica sede, corrispondente a quella risultante dalla visura camerale e dal più risalente rapporto locativo, avente ad oggetto l'immobile sito in Via di Campolimpido n. 56 (All.4), in

forza di contratto di locazione commerciale del 01/06/2024, con decorrenza 01/06/2024-31/05/2030, canone annuo di € 10.800,00, registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Tivoli in data 28/06/2024 al n. 003102 serie 3T. In tale sede venivano commercializzati congiuntamente farmaci e parafarmaci.

Successivamente era stato assunto in locazione un secondo locale, nelle vicinanze della sede storica, nel quale erano stati materialmente trasferiti prodotti parafarmaceutici nell'ambito del progetto di trasferirvi l'intera farmacia. Il locale, ritenuto maggiormente accessibile e visibile dalla strada, non è tuttavia mai stato aperto al pubblico.

Il contratto relativo a tale secondo locale, sito in Strada Campolimpido n. 77 (All.4), decorre dal 1° giugno 2025 al 31 maggio 2031, ha durata di sei anni e prevede un canone annuo pari a € 18.000,00, corrispondente a € 1.500,00 mensili; detto contratto veniva registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Tivoli in data 27/05/2025 al n. 002641 serie 3T.

Alla disponibilità del secondo locale non viene attribuito un autonomo avviamento, né viene capitalizzato il beneficio economico di un trasferimento non perfezionato. Il rapporto viene apprezzato esclusivamente quale potenzialità organizzativa e commerciale, subordinata alla sua effettiva trasferibilità e al ricorrere dei necessari presupposti amministrativi.

La cautela adottata appare coerente con la natura della stima: il valore deve riflettere utilità effettivamente disponibili alla data di riferimento e non benefici futuri soltanto ipotetici. Il miglior posizionamento del secondo locale può quindi contribuire alla lettura qualitativa del compendio, ma non costituisce una componente autonoma di valore.

Entrambi i rapporti contrattuali sono compresi nel compendio aziendale oggetto di stima e vendita competitiva.

6. ORGANIZZAZIONE STORICA E PERSONALE.

Dalla visura storica risulta che l'impresa impiegava, per tutto l'anno 2025, n. 2 dipendenti addetti.

Le informazioni rese dalla Curatela consentono, coerentemente a quanto sopra, di ricostruire l'organizzazione operativa storica come segue: il titolare, farmacista, prestava direttamente attività professionale nell'esercizio; era inoltre presente un farmacista dipendente, assunto a tempo indeterminato con inquadramento Q2B - farmacista collaboratore specializzato, con rapporto di lavoro a tempo parziale nella misura del 50%, cessato nel giugno 2026; completava la struttura un'unità lavorativa con qualifica di magazziniere.

I modelli ISA resi disponibili alla scrivente forniscono un riscontro quantitativo stabile della presenza del personale dipendente. Per tutti gli esercizi 2021-2024 (All.5) il quadro A espone, infatti, n. 341 giornate retribuite; il quadro F evidenzia spese per lavoro dipendente pari rispettivamente a € 39.549, € 49.486, € 45.693 ed € 48.149.

Tabella 1 - Personale risultante dai modelli ISA

Esercizio	Giornate retribuite ISA	Costo lavoro dipendente
2021	341	€ 39.549
2022	341	€ 49.486
2023	341	€ 45.693
2024	341	€ 48.149

Il dato assume rilievo estimativo specifico. I risultati reddituali storici tengono già conto della remunerazione della struttura dipendente dell'impresa, nella quale era compresa una componente professionale farmaceutica diversa dal titolare, oltre all'addetto magazziniere. La circostanza che il farmacista collaboratore fosse occupato con rapporto *part-time* al 50% conferma, da un lato, che i risultati storici incorporano già il costo di una prestazione professionale farmaceutica dipendente; dall'altro, evidenzia come tale componente non corrispondesse a una seconda unità professionale full-time. I valori reddituali storici non devono, dunque, essere ascritti al solo titolare senza alcuna struttura di personale.

Rimane invece priva di autonoma contabilizzazione la prestazione professionale resa personalmente dal titolare, peculiarità tipica dell'impresa individuale. Come si dirà più avanti, proprio tale circostanza costituisce la

principale variabile non direttamente osservabile del metodo reddituale, essendo certa, secondo le informazioni rese a chi scrive, l'esistenza dell'apporto lavorativo del titolare, ma non essendone documentata l'intensità quantitativa.

7. BENI STRUMENTALI E MAGAZZINO.

7.1. Arredi e attrezzature.

Sono presenti arredi e attrezzature (pc, registratore di cassa ecc.) funzionali allo svolgimento dell'attività, come da inventario del curatore e da registro dei beni ammortizzabili (All.ti 6-7). La Curatela ne ha segnalato la vetustà e la sostanziale assenza di un apprezzabile valore autonomo di realizzo. Ai fini della presente stima non viene pertanto attribuito agli stessi un autonomo valore significativo; essi sono considerati quali elementi funzionali dell'organizzazione aziendale incorporati nel valore complessivo del compendio.

La scelta evita una duplicazione, posto che il valore dell'organizzazione operativa e dell'avviamento, determinato attraverso i procedimenti reddituale ed empirico, presuppone già l'esistenza dei normali beni strumentali necessari allo svolgimento dell'attività. Soltanto cespiti dotati di significativa autonomia economica avrebbero richiesto una distinta valorizzazione.

Quanto sopra risulta anche dalla copia del registro dei beni ammortizzabili consegnata dalla curatela, ove non risultano valori residui patrimoniali di consistenza apprezzabile (All.7).

7.2. Inventario delle merci.

L'inventario estratto dal gestionale della farmacia (All.8), riferito al 4 luglio 2026, riporta, per singola referenza, quantità, prezzo unitario, costo unitario e valore di costo. La pagina riepilogativa finale espone n. 4.291 referenze, n. 14.613 pezzi e un valore complessivo a costo pari a € 92.788,88.

Tabella 2 - Riepilogo inventario gestionale al 04.07.2026

Aliquota IVA	Referenze	Pezzi	Valore lordo	Valore a costo
4%	132	165	€ 2.813,27	€ 1.893,34
5%	41	199	€ 1.262,72	€ 841,61
10%	1.682	4.065	€ 53.966,50	€ 34.343,75
22%	2.436	10.184	€ 97.095,78	€ 55.710,18
TOTALE	4.291	14.613	€ 155.138,27	€ 92.788,88

Secondo quanto riferito dalla Curatela, successivamente all'apertura della liquidazione giudiziale non è stato disposto esercizio provvisorio e le giacenze non hanno formato oggetto di movimentazione fisica.

Vale specificare che non è stata prodotta alcuna relazione tecnico-estimativa redatta da esperti di prodotti appartenenti al settore farmaceutico.

Inoltre, il file disponibile non consente una verifica sistematica delle date di scadenza delle singole referenze, nonché della loro esistenza fisica. Considerata la presenza di medicinali e di prodotti soggetti a scadenza o a deperibilità commerciale, e non essendo possibile segregare con sufficiente attendibilità le referenze scadute, prossime a scadenza o caratterizzate da ridotta commerciabilità, nonché determinare l'effettività delle giacenze stesse, appare opportuno e doveroso applicare prudenzialmente al valore di costo una svalutazione forfetaria del 20%.

$$€ 92.788,88 \times 80\% = € 74.231,10$$

L'abbattimento del 20% non pretende di sostituire un inventario fisico analitico, allo stato non disponibile; rappresenta, piuttosto, una rettifica prudenziale resa necessaria dall'assenza di informazioni sulle scadenze.

8. PREMESSA METODOLOGICA ALLA VALUTAZIONE.

Prima di procedere all'illustrazione dei risultati ottenuti, vale svolgere alcune considerazioni in ordine ai metodi di valutazione aziendale previsti dalla dottrina. Non esiste un metodo estimativo che possa essere definito, in termini assoluti, ottimale per ogni azienda; il valutatore deve selezionare, tra i criteri

teoricamente utilizzabili, quello maggiormente coerente con la struttura economica dell'impresa, la qualità dei dati disponibili e la finalità della stima.

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione delle attività e passività, opportunamente rettificata. Esso risulta maggiormente significativo per imprese caratterizzate da rilevante dotazione patrimoniale e da un rapporto relativamente stabile tra capitale investito e reddito. Nel caso che qui occupa gli immobili non sono di proprietà, arredi e attrezzature non presentano un significativo valore autonomo e, trattandosi di impresa individuale con esercizi recenti in contabilità semplificata, non è disponibile un capitale netto rettificato attendibilmente ricostruibile.

Il metodo reddituale esprime il valore dell'azienda in funzione della capacità di generare redditi futuri normali. Sotto il profilo teorico esso appare particolarmente coerente con l'azienda intesa quale bene produttivo e con il valore dell'avviamento, che deriva dalla capacità del complesso organizzato di produrre risultati superiori rispetto alla mera somma atomistica dei beni che lo compongono. Il metodo richiede, tuttavia, che il reddito storico sia preventivamente normalizzato e che siano adeguatamente separati i risultati operativi dalla remunerazione delle prestazioni personali dell'imprenditore.

I metodi finanziari esprimono il valore attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici. Essi richiedono la disponibilità di piani economico-finanziari attendibili e di una base informativa prospettica che nel caso concreto non risulta disponibile. L'applicazione di un DCF avrebbe pertanto imposto ipotesi previsionali non documentate e, per tale motivo, non viene adottata.

I metodi empirici o diretti, e in particolare i multipli, esprimono invece il valore in funzione di indicatori di mercato. Per le farmacie la letteratura specialistica riconosce una diffusione particolarmente ampia al multiplo del fatturato¹, pur sottolineandone i limiti quando utilizzato isolatamente, poiché le vendite non distinguono imprese con diversa marginalità, struttura dei costi, patrimonializzazione o capacità di generare cassa.

¹La Valutazione Delle Farmacie: *Business Model*, Avviamento E Redditività Di Roberto Moro Visconti, Giuseppe Zacco E Demetrio Serra.

In buona sostanza, avuto riguardo al caso concreto, non appare opportuno affidare la valutazione ad un solo procedimento estimativo. Viene pertanto adottato un impianto integrato così configurato:

- metodo reddituale, quale criterio razionale di riferimento, sottoposto ad analisi di sensitività per la variabile non osservabile costituita dalla prestazione personale del titolare;
- metodo empirico dei multipli del fatturato, quale criterio autonomo di confronto, particolarmente utile proprio perché meno esposto a tale specifica incertezza;
- valorizzazione separata delle merci.

9. ANALISI ECONOMICA E NORMALIZZAZIONE DEI RISULTATI.

9.1. Natura dei dati disponibili e discontinuità dei regimi contabili.

La serie storica utilizzabile per la ricostruzione del reddito è costituita dagli esercizi 2021-2024. Per il 2021 e il 2022 l'impresa determinava il reddito in contabilità ordinaria; per il 2023 e il 2024 risulta invece adottato il regime di contabilità semplificata. La diversa modalità di determinazione del reddito fiscale rende necessario un intervento di omogeneizzazione, poiché l'obiettivo della presente stima non è riprodurre il reddito imponibile dichiarato, bensì ricostruire un risultato economico comparabile nel tempo e coerente con la capacità reddituale del compendio.

In termini estimativi, la "normalità" del reddito richiede che i risultati osservati siano depurati dalle componenti che dipendono dalla diversa tecnica di determinazione fiscale e da fattori non pertinenti alla gestione operativa trasferibile. Nel caso concreto le due rettifiche principali riguardano, da un lato, il trattamento delle rimanenze nei periodi in contabilità semplificata e, dall'altro, la neutralizzazione degli oneri finanziari.

9.2. Dati economici desunti dai modelli ISA.

I principali dati utili alla normalizzazione, desunti dai quadri F dei modelli ISA (All.5), sono riportati nella tabella che segue. L'esposizione analitica consente di rendere il procedimento integralmente verificabile partendo dai documenti fiscali disponibili.

Tabella 3 - Dati economici ISA 2021-2024

Esercizio	Ricavi F01	Rim. iniziali	Rim. finali	Oneri fin.	Costo personale
2021	€ 506.554	€ 214.632	€ 231.820	€ 14.254	€ 39.549
2022	€ 596.015	€ 231.820	€ 251.630	€ 19.956	€ 49.486
2023	€ 547.039	€ 251.630	€ 270.250	€ 11.052	€ 45.693
2024	€ 480.016	€ 270.250	€ 232.840	€ 7.597	€ 48.149

La lettura congiunta dei dati evidenzia un andamento non lineare dei ricavi: crescita nel 2022, livelli ancora elevati nel 2023 e significativa contrazione nel 2024. Il 2025, come si dirà, accentua ulteriormente tale flessione, come evidenziato nella relativa dichiarazione Iva. La media reddituale non viene pertanto costruita mediante ponderazioni che privilegino selettivamente gli esercizi migliori, ma attraverso una media aritmetica semplice, previa omogeneizzazione economica dei dati.

9.3. Normalizzazione delle rimanenze.

Negli esercizi 2021 e 2022, determinati in contabilità ordinaria, la variazione delle rimanenze concorre già alla formazione del reddito secondo il criterio di competenza. Le variazioni positive, pari a € 17.188 nel 2021 e a € 19.810 nel 2022 (All.5), sono quindi già riflesse nei rispettivi redditi fiscali e non vengono nuovamente aggiunte.

$$2021: € 231.820 - € 214.632 = + € 17.188$$

$$2022: € 251.630 - € 231.820 = + € 19.810$$

Negli esercizi 2023 e 2024, in regime di contabilità semplificata, i valori delle rimanenze continuano a essere indicati nei modelli ISA (All.5) a fini

informativi ma non concorrono al reddito fiscale secondo il medesimo meccanismo proprio della contabilità ordinaria. Per rendere confrontabile la serie storica, ai fini aziendalistici la variazione delle rimanenze deve quindi essere reintrodotta nel risultato economico.

2023: € 270.250 - € 251.630 = + € 18.620

2024: € 232.840 - € 270.250 = - € 37.410

La rettifica non costituisce revisione dei redditi fiscalmente dichiarati e non esprime alcuna contestazione della relativa determinazione tributaria. Essa risponde esclusivamente alla diversa finalità della valutazione aziendale di ricondurre i risultati storici a una base economica omogenea e comparabile, neutralizzando la discontinuità determinata dal mutamento del regime contabile.

In assenza di tale correzione, il confronto fra gli esercizi sarebbe distorto; il risultato dei periodi in contabilità semplificata risulterebbe, infatti, influenzato dalla diversa rappresentazione fiscale del magazzino e non sarebbe direttamente comparabile con i risultati 2021-2022. La normalizzazione ricostruisce, invece, una logica di competenza economica comune all'intero quadriennio.

9.4. Neutralizzazione della gestione finanziaria.

La presente valutazione riguarda il compendio operativo e viene sviluppata in una prospettiva *asset side*, indipendentemente dalle modalità con le quali l'imprenditore ha finanziato storicamente l'attività. Gli interessi e gli altri oneri finanziari non rappresentano un costo operativo necessario all'esercizio della farmacia e riferibile al compendio trasferibile; essi vengono pertanto neutralizzati mediante variazione in aumento dei risultati di periodo.

La scelta è metodologicamente coerente con la distinzione fra gestione caratteristica e gestione finanziaria. Il valore ricercato deve riflettere la redditività del complesso aziendale prima delle scelte soggettive di indebitamento del titolare, posto che un diverso acquirente potrebbe finanziare l'acquisizione mediante capitale proprio, debito bancario o una

combinazione dei due, senza che vada a modificare la capacità operativa intrinseca della farmacia.

Nel caso di specie gli oneri finanziari neutralizzati ammontano a € 14.254 nel 2021, € 19.956 nel 2022, € 11.052 nel 2023 e € 7.597 nel 2024 (All.5). La neutralizzazione non implica che tali oneri siano irrilevanti per la posizione personale dell'imprenditore, ma soltanto che essi non devono incidere sulla stima asset side del compendio trasferibile.

9.5. Tavola di riconciliazione e reddito operativo medio normalizzato.

I passaggi sopra descritti conducono alla seguente riconciliazione analitica dei risultati. Il prospetto consente di ricostruire il procedimento partendo dal reddito fiscale dichiarato e giungendo al reddito operativo rettificato utilizzato a fini estimativi.

Tabella 4 - Riconciliazione dei redditi 2021-2024

Esercizio	Reddito fiscale	Rettifica rimanenze	Neutralizz. oneri fin.	Reddito operativo rettificato
2021	€ 54.099	-	+ € 14.254	€ 68.353
2022	€ 71.370	-	+ € 19.956	€ 91.326
2023	€ 89.736	+ € 18.620	+ € 11.052	€ 119.408
2024	€ 67.839	- € 37.410	+ € 7.597	€ 38.026

Per evitare eventuali ponderazioni discrezionali, il reddito operativo storico normalizzato viene determinato mediante media aritmetica semplice dei quattro esercizi. La scelta attribuisce pari rilevanza ai risultati positivi e a quelli meno favorevoli e non incorpora alcuna selezione ex post degli esercizi più remunerativi.

$$R_m = (\text{€ } 68.353 + \text{€ } 91.326 + \text{€ } 119.408 + \text{€ } 38.026) / 4 = \text{€ } 79.278,25$$

Il valore di € 79.278,25 costituisce il reddito operativo medio storico normalizzato, desumibile dalla documentazione messa a disposizione della scrivente, prima della considerazione della prestazione personale svolta dal titolare nei medesimi esercizi. Detto valore non viene quindi qualificato come previsione puntuale del futuro, bensì come base economica storica depurata dalle principali disomogeneità identificabili e utilizzabile quale riferimento



per la valutazione, sulla scorta della documentazione contabile resa disponibile alla scrivente.



9.6. Informazioni disponibili per il 2025.

Per il 2025 non è disponibile un modello reddituale che consenta una ricostruzione del risultato economico con le medesime modalità utilizzate per il quadriennio precedente. La dichiarazione IVA documenta tuttavia un volume d'affari pari a € 309.342 (All.5), evidenziando una significativa contrazione rispetto agli esercizi anteriori.



Non si ritiene metodologicamente corretto ricostruire un reddito 2025 applicando margini medi storici o percentuali di redditività desunte dagli anni precedenti, in quanto ciò introdurrebbe un dato non documentato proprio nell'esercizio che presenta la maggiore discontinuità. Il 2025 viene quindi considerato nella lettura prudenziale della capacità commerciale e, in modo espresso, nella base del metodo dei multipli del fatturato.

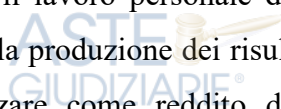


10. PRESTAZIONE PROFESSIONALE DEL TITOLARE E ANALISI DI SENSITIVITÀ.



10.1. Principio di normalizzazione della prestazione dell'imprenditore.

La normalizzazione del reddito di un'impresa individuale richiede di distinguere la remunerazione dell'azienda e del rischio imprenditoriale dalla remunerazione delle prestazioni lavorative personali rese dall'imprenditore. Il reddito fiscalmente dichiarato dal titolare di una ditta individuale non contiene, infatti, un costo esplicito per il lavoro personale del medesimo; qualora tale prestazione sia necessaria alla produzione dei risultati osservati, il valutatore deve evitare di capitalizzare come reddito d'impresa una componente che rappresenta, in realtà, remunerazione del lavoro.



Al tempo stesso, la funzione imprenditoriale e proprietaria non deve essere confusa con una prestazione lavorativa sostitutiva. La remunerazione del capitale e del rischio d'impresa è proprio ciò che il reddito da capitalizzare deve esprimere; sottrarre anche tale componente significherebbe deprimere artificialmente il valore dell'avviamento. La rettifica deve dunque riguardare soltanto la quota di attività professionale e operativa personale non già remunerata nei costi storici.

10.2. Applicazione al caso concreto.

Nel caso che qui occupa, è fattualmente acquisito, sulla scorta delle informazioni ricevute, che il titolare, farmacista, prestasse attività professionale nell'esercizio insieme ad altro farmacista dipendente. Dalle informazioni rese dalla curatela risulta, inoltre, che quest'ultimo era formalmente inquadrato quale farmacista collaboratore specializzato, livello Q2B, a tempo indeterminato e con rapporto part-time al 50%, poi cessato nel giugno 2026.

Il costo della predetta posizione lavorativa dipendente, unitamente a quello dell'addetto al magazzino, è già incorporato nei risultati storici, come dimostrano i quadri A e F dei modelli ISA (All.5). Deve tuttavia rilevarsi che la prestazione farmaceutica dipendente era contrattualmente limitata al 50% del tempo pieno, mentre l'attività professionale personalmente svolta dal titolare non trova autonoma contabilizzazione.

Ed invero, non risulta contabilizzato alcun costo per la prestazione professionale del titolare, in conformità alle vigenti disposizioni. Tale componente non può tuttavia essere ignorata, poiché una parte del reddito storico remunera necessariamente il lavoro personale del titolare; allo stesso tempo, non può essere automaticamente assimilata al costo integrale di un ulteriore farmacista *full-time*, non essendo disponibili evidenze sulle ore lavorate, sulla continuità della presenza o sulla quota di attività strettamente operativa rispetto alle funzioni proprie della proprietà e dell'indirizzo imprenditoriale.

Le informazioni rese disponibili a chi scrive, e la documentazione contabile rimessa dalla Curatela, non hanno consentito di quantificare esattamente ed in maniera oggettiva e documentata l'apporto in termini orari o di equivalenza *full-time*. In tale situazione, l'attribuzione di una qualsivoglia percentuale convenzionale avrebbe carattere meramente soggettivo. Pertanto, al fine di evitare valutazioni soggettive e non supportate documentalmente, lo stimatore ritiene metodologicamente preferibile rappresentare esplicitamente la sensibilità del risultato alla variabile, anziché assumere un valore intermedio non documentato.

10.3. Estremo superiore teorico di sostituzione.

È stato ricostruito, quale mero estremo superiore teorico di sostituzione, il costo aziendale annuo di un farmacista collaboratore di primo livello, pari a circa € 37.926,52, sulla base del vigente CCNL. Tale importo comprende il trattamento retributivo e gli oneri datoriali necessari a rappresentare il costo complessivo per l'impresa. Non viene assunto come rettifica puntuale ma può rappresentare esclusivamente lo scenario nel quale la prestazione del titolare fosse equivalente a quella di un farmacista dipendente *full-time*.

Il dato è utile perché delimita l'estremo massimo economicamente ragionevole della rettifica, ma non consente di affermare che tale fosse l'effettivo apporto del titolare. La documentata presenza storica di una posizione di farmacista *part-time* al 50% rafforza la necessità di non assimilare automaticamente la prestazione personale del titolare a una seconda unità professionale *full-time*: la struttura effettivamente osservata era infatti composta da un farmacista dipendente a tempo parziale, oltre al titolare farmacista, senza che sia disponibile una rilevazione attendibile della ripartizione quantitativa dell'attività professionale tra i due soggetti.

10.4. Analisi di sensitività.

In assenza di dati sufficienti a determinare un valore puntuale intermedio, la variabile viene quindi trattata mediante analisi di sensitività, rendendo

trasparente l'effetto che differenti livelli di costo figurativo producono sul valore reddituale. Il procedimento mira ad esporre la misura del grado di dipendenza del metodo reddituale dalla variabile non osservabile.

Tabella 5 - Sensitività del valore reddituale rispetto al costo figurativo del titolare

Costo figurativo CT	Reddito capitalizzabile	Valore con metodo reddituale al tasso $i = 8,0416\%$
€ 0	€ 79.278	€ 985.852
€ 10.000	€ 69.278	€ 861.498
€ 15.000	€ 64.278	€ 799.322
€ 20.000	€ 59.278	€ 737.145
€ 25.000	€ 54.278	€ 674.968
€ 30.000	€ 49.278	€ 612.792
€ 37.926,52	€ 41.352	€ 514.223

Per quanto al tasso i prescelto, si rinvia alla successiva trattazione. Vale, invece, precisare in questa sede che i due estremi della tabella che precede non sono considerati come alternativi scenari equiprobabili. Il primo, con costo figurativo nullo, presupporrebbe che la prestazione professionale del titolare non richieda alcuna sostituzione economica, pur essendo accertato che egli svolgesse attività di farmacista; l'ultimo, con costo figurativo pari a € 37.926,52, presupporrebbe invece una prestazione equivalente a quella di un farmacista dipendente full-time, circostanza non dimostrata.

La fascia intermedia ha funzione esclusivamente di sensitività e non costituisce quantificazione indiretta dell'apporto effettivo, sebbene astrattamente compatibile con l'apporto lavorativo della ridetta posizione dipendente di farmacista part-time al 50%.

11. DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE.

11.1. Impostazione generale.

Il tasso di capitalizzazione deve rappresentare il rendimento richiesto per un investimento nel compendio aziendale, incorporando una componente di rendimento-base e una componente di premio per il rischio operativo.

Nel caso di specie viene adottato un procedimento *build-up* coerente con il modello CAPM semplificato, evitando l'introduzione di premi soggettivi ulteriori, non supportati da dati di mercato.

$$i = i_1 + i_2$$

La scelta di non introdurre *small size premium*, *company specific premium* o correttivi discrezionali risponde ad un criterio di neutralità; infatti, il rischio specifico del compendio oggetto di valutazione viene rappresentato mediante il *beta* settoriale e il premio per il rischio azionario, mentre le caratteristiche concrete dell'azienda vengono considerate, ai fini del metodo reddituale, nella normalizzazione dei flussi e, per il metodo empirico, nella graduazione del multiplo.

11.2. Componente finanziaria di base.

La componente i_1 viene individuata nel rendimento effettivo lordo di un titolo di Stato italiano a tasso fisso con durata residua medio-lunga, assunto quale rendimento-base di un investimento alternativo di capitale sul mercato italiano. Alla data immediatamente precedente quella della stima, il BTP 3,85% con scadenza 1° luglio 2034, ISIN IT0005584856, presenta, tenuto conto del prezzo di € 100,47, della cedola annua del 3,85%, della periodicità semestrale dei flussi e della relativa scadenza, un rendimento effettivo lordo a scadenza pari al 3,81%, con data di riferimento 26 agosto 2026 (All. 9).

$$i_1 = 3,81\%$$

Il rendimento del BTP non viene qualificato come *risk-free* in senso teorico assoluto, poiché incorpora il rischio sovrano italiano; viene utilizzato, più pragmaticamente, quale rendimento-base di un investimento finanziario alternativo sul mercato domestico. Tale impostazione comporta, quale necessaria conseguenza nella successiva scelta dell'*Equity Risk Premium*, il

fatto che il rischio Paese non debba essere nuovamente aggiunto integralmente, al fine di evitare duplicazioni.

11.3. Individuazione del beta settoriale.

La scelta del *beta* deve riflettere il rischio economico del business concretamente esercitato e non la mera natura merceologica dei prodotti venduti. La farmacia non sviluppa né produce medicinali, non sostiene rischi di ricerca e sviluppo, brevetto, autorizzazione di nuovi farmaci o pipeline tipici delle imprese farmaceutiche industriali; svolge, invece, attività di vendita al dettaglio specializzata e regolamentata.

Per tale ragione viene assunto, quale settore comparabile, quello definito “Retail (Special Lines)” nel dataset Damodaran dedicato alla zona Western Europe (All.10). Nel file denominato “betaEurope”, foglio “Industry Averages”, aggiornato al 5 gennaio 2026 (ultimo dataset disponibile al momento della redazione della presente relazione), la riga Retail (Special Lines) espone n. 105 imprese e un unlevered beta, non corretto per la cassa, pari a 1,0075214739 (All.10).

$$\beta_u = 1,0075214739$$

Si utilizzerà, nella presente relazione, il *beta unlevered* in quanto l’obiettivo è misurare il rischio operativo del settore indipendentemente dalla struttura finanziaria media dei comparabili. Non viene utilizzato il beta corretto per la cassa, poiché il parametro deve rappresentare il rischio del business operativo e non essere influenzato dalla diversa dotazione di liquidità delle società del campione.

A fini di controllo, il medesimo dataset (All.10) espone per il settore “Drugs (Pharmaceutical)” un unlevered beta pari a circa 1,0488 e per “Healthcare Products” un valore pari a circa 1,0991.

L’effetto sul tasso e sul risultato reddituale è contenuto e, per l’effetto, la proxy prescelta del settore Retail (Special Lines) è dunque selezionata per coerenza con il modello economico della farmacia.

Tabella 6 - Controllo di sensitività del beta settoriale

Settore Damodaran	Beta unlevered	Tasso i risultante
Retail (Special Lines)	1,007521	8,0416%
Drugs (Pharmaceutical)	1,048808	8,2150%
Healthcare Products	1,099107	8,4262%

11.4. Equity Risk Premium e rischio Paese.

Il dataset Damodaran denominato “ctrypremJuly26”, aggiornato a luglio 2026 (All.11), indica un Mature Market Equity Risk Premium pari al 4,20%. Il medesimo file espone per l'Italia un Total Equity Risk Premium pari a circa 6,5565% e un Country Risk Premium pari a circa 2,3565%.

Non verrà utilizzato il Total Equity Risk Premium italiano, né sarà sommato separatamente il Country Risk Premium, poiché la componente finanziaria di base adottata nel presente procedimento è già rappresentata dal rendimento del debito sovrano italiano. L'aggiunta integrale del rischio Paese nella seconda componente avrebbe determinato una duplicazione, almeno parziale, della medesima fonte di rischio.

La costruzione adottata mantiene dunque separati i due componenti: da un lato, il rendimento-base domestico espresso dal BTP; dall'altro, il premio per il rischio azionario dei mercati maturi, modulato attraverso il beta operativo del settore. In tal modo il tasso rimane interamente fondato su parametri osservabili e replicabili.

$$i_2 = \beta_u \times ERP_{\text{mature}} = 1,0075214739 \times 4,20\% = 4,2316\%$$

$$i = 3,81\% + 4,2316\% = 8,0416\%$$

Il tasso resta espresso in termini nominali. Non viene depurato dell'inflazione, poiché il reddito utilizzato nella capitalizzazione è anch'esso nominale.

Diversamente, ragionando in termini reali, dovrebbe essere assunta una crescita reale perpetua, prospettiva rispetto alla quale non si dispone di elementi documentali a sostegno. La coerenza fra natura nominale del reddito e natura nominale del tasso evita, dunque, di introdurre una rettifica inflazionistica asimmetrica.

12. APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE.

Nell'ipotesi di durata indefinita di un reddito normale costante, e di crescita nominale nulla, il metodo reddituale puro è espresso dalla formula della rendita perpetua:

$$W_R = R_N / i$$

La scelta della durata indefinita non implica che i singoli elementi materiali dell'azienda abbiano vita illimitata; esprime, piuttosto, l'ipotesi economica di continuità dell'azienda di farmacia e della relativa capacità reddituale, con sostituzione nel tempo dei fattori produttivi necessari. La dottrina specialistica sulle farmacie riconosce la concreta applicabilità del metodo reddituale anche in via complementare rispetto a quello fondato sui multipli del fatturato.

Nel caso di specie, il reddito operativo medio storico normalizzato prima della prestazione del titolare è risultato pari a € 79.278,25, come illustrato nella trattazione che precede. Poiché non è possibile determinare in modo attendibile un costo figurativo puntuale, il metodo reddituale non restituisce un singolo valore centrale, ma un intervallo sensibile alla variabile della prestazione apportata dal titolare, come da seguente tabella.

Costo figurativo CT	Reddito capitalizzabile	Valore con metodo reddituale al tasso i = 8,0416%
€ 0	€ 79.278	€ 985.852
€ 10.000	€ 69.278	€ 861.498
€ 15.000	€ 64.278	€ 799.322
€ 20.000	€ 59.278	€ 737.145
€ 25.000	€ 54.278	€ 674.968
€ 30.000	€ 49.278	€ 612.792
€ 37.926,52	€ 41.352	€ 514.223

In corrispondenza di configurazioni intermedie del costo figurativo comprese fra € 15.000 e € 25.000, il valore reddituale si colloca indicativamente tra circa € 799.000 e circa € 675.000. Tale fascia non costituisce assunzione

sull'effettivo costo figurativo dell'apporto lavorativo ascrivibile al titolare della farmacia. Essa rappresenta soltanto l'area di sensibilità del metodo in presenza di una prestazione personale certamente esistente ma non quantificabile documentalmente.

È significativo osservare che il metodo reddituale, pur teoricamente più razionale, è, nel caso concreto, meno robusto proprio perché il suo risultato dipende fortemente da una variabile non direttamente osservabile. Tale circostanza non giustifica l'abbandono del metodo, ma impone che esso venga letto congiuntamente ad un criterio meno dipendente dalla prestazione del titolare.

13. METODO EMPIRICO DEI MULTIPLI DEL FATTURATO.

13.1. *Fondamento dottrinale e limiti del metodo.*

La letteratura specialistica in materia di farmacie individua nel multiplo del fatturato il metodo empirico più diffuso, assumendo il fatturato dell'ultimo esercizio ovvero la media dell'ultimo triennio o quinquennio e applicando un coefficiente; il multiplo EV/Sales è in genere ricavato dall'osservazione di transazioni comparabili, ossia trasferimenti di farmacie.

La dottrina aziendalistica sottolinea, tuttavia, che il multiplo delle vendite non distingue, di per sé, imprese con diversa redditività, patrimonializzazione e capacità di generare liquidità. Tale limite è decisivo nel presente incarico e costituisce la ragione per cui il criterio empirico non viene utilizzato isolatamente, ma quale metodo autonomo di confronto rispetto al reddituale.

La medesima dottrina suggerisce che, per il settore delle farmacie, il multiplo può assumere valori orientativamente compresi fra 1 e 2² e che la sua graduazione dipende, in particolare, da ubicazione della farmacia, storicità del nome, densità abitativa del circondario, volume d'affari annuo, mix dei ricavi,

²La Valutazione Delle Farmacie: *Business Model*, Avviamento E Redditività Di Roberto Moro Visconti, Giuseppe Zacco E Demetrio Serra.

numerosità dei servizi accessori, numero di dipendenti, ampiezza dei locali e presenza di magazzino robotizzato. Viene inoltre precisato che il multiplo del fatturato non ricomprende intrinsecamente il magazzino, che deve essere considerato separatamente nella transazione complessiva.

13.2. Determinazione della base di fatturato.

Per evitare che il solo esercizio 2025, caratterizzato da una contrazione particolarmente marcata, assuma un peso esclusivo e, al tempo stesso, per non espungerlo dalla valutazione, viene utilizzata una media quinquennale 2021-2025. I ricavi 2021-2024 sono espressi in moneta omogenea di luglio 2026 mediante coefficienti ISTAT estratti da sito web rivaluta.istat.it; il valore relativo all'esercizio 2025 viene mantenuto al valore nominale, essendo già temporalmente prossimo alla data di stima.

La rivalutazione ha esclusiva finalità di omogeneizzazione monetaria; essa non rappresenta una previsione di crescita dei ricavi, né modifica il dato storico reale. In presenza di inflazione non trascurabile, confrontare fatturati nominali di anni diversi senza alcuna rettifica significherebbe, infatti, attribuire ai valori più remoti un peso reale inferiore rispetto a quelli recenti.

Tabella 7 - Ricavi storici e valori omogeneizzati ai fini del multiplo

Esercizio	Ricavi storici	Coefficiente ISTAT a luglio 2026	Ricavi assunti
2021	€ 506.554	1,178563	€597.005,85
2022	€ 596.015	1,058912	€631.127,44
2023	€ 547.039	1,052678	€575.855,86
2024	€ 480.016	1,041293	€499.837,23
2025	€ 309.342		€309.342,00

$$F \text{ medio} = (597.005,85 + 631.127,44 + 575.855,86 + 499.837,23 + 309.342) / 5$$

$$= € 522.633,68$$

I coefficienti sopra esposti corrispondono alla variazione dell'indice FOI al netto dei tabacchi intercorsa tra il mese di dicembre di ciascun esercizio e il mese di luglio 2026, determinata mediante il servizio Rivaluta ISTAT, disponibile sul sito web già sopra indicato.

La soluzione adottata presenta un ulteriore profilo di prudenza, dal momento che il valore relativo all'anno 2025 viene incluso integralmente nella media, nonostante il relativo fatturato, di € 309.342, sia inferiore di oltre il 40% rispetto alla media dei precedenti esercizi omogeneizzati. Del pari, per il 2025 viene mantenuto il valore nominale, essendo già molto prossimo alla data della stima. Il metodo non “normalizza” quindi il valore dell'anno 2025 sostituendolo con valori storici più favorevoli, ma ne assorbe per intero l'effetto depressivo nella base quinquennale.

13.3. Determinazione del moltiplicatore.

Il coefficiente non viene assunto meccanicamente, ma graduato sulla base dei driver individuati dalla dottrina e delle caratteristiche concretamente riscontrate. Tale passaggio deve essere tenuto distinto dal risultato reddituale; il multiplo viene infatti determinato autonomamente.

Tabella 8 - Driver qualitativi per la graduazione del multiplo

Fattore	Evidenza nel caso concreto	Effetto estimativo
Ubicazione / bacino	Farmacia di prossimità in Campolimpido; assenza di altra farmacia rinvenuta nella medesima località; concorrenti nelle aree limitrofe	Positivo
Storicità	Attività iniziata nel 1995; oltre trent'anni di radicamento, più periodo ante subentro, dal 1983	Positivo
Dimensione del fatturato	Dimensione medio-piccola, con flessione recente; la dottrina indica multipli più elevati al decrescere dei ricavi	Misto / positivo
Mix vendite	Vendita congiunta di farmaci e parafarmaci; assenza di dettaglio analitico completo	Neutro / positivo
Personale	Farmacista collaboratore specializzato Q2B, a tempo indeterminato part-time 50% (rapporto cessato nel giugno 2026); magazziniera; titolare farmacista direttamente operativo	Positivo
Accessibilità	Possibilità di parcheggio; secondo locale più visibile e accessibile, pur non aperto e con trasferimento non perfezionato	Moderatamente positivo
Trend recente	Riduzione dei ricavi culminata nel 2025	Negativo

Fattore	Evidenza nel caso concreto	Effetto estimativo
Servizi accessori / robot	Non documentati elementi tali da giustificare premi specifici	Neutro

In esito alla ponderazione qualitativa sopra esposta, il multiplo viene determinato in 1,50. Tale valore si colloca nella parte mediana del range dottrinale 1-2. La scelta del coefficiente pari a 1,50 valorizza il radicamento territoriale, la posizione di presidio locale e la dimensione non elevata del fatturato, ma non incorpora ulteriori maggiorazioni che non trovano adeguato supporto documentale, tenuto conto del trend recente dei ricavi e dell'assenza di evidenze sufficienti su servizi ad alto valore aggiunto o altre caratteristiche eccezionali.

$$m = 1,50$$

13.4. Applicazione del multiplo.

$$W_M = € 522.633,68 \times 1,50 = € 783.950,52$$

Il valore empirico del compendio, escluso il magazzino, risulta pertanto pari a circa € 784.000. Le merci restano estranee al multiplo e vengono valorizzate separatamente, coerentemente con la stessa letteratura di settore.

14. SINTESI VALUTATIVA.

14.1. Confronto critico delle risultanze.

I risultati dei procedimenti applicati non vengono mediati aritmeticamente. La determinazione conclusiva costituisce un giudizio professionale di sintesi, fondato sulla diversa capacità informativa dei metodi nel caso concreto e sui relativi limiti. Una media matematica attribuirebbe, infatti, implicitamente, pari affidabilità a risultati che, invece, sono condizionati da fonti di incertezza differenti.

Il metodo reddituale possiede maggiore razionalità teorica in quanto collega il valore alla capacità economica dell'azienda. Nel caso che qui occupa, tuttavia, esso è fortemente sensibile a una variabile non direttamente osservabile, costituita dall'intensità della prestazione professionale del titolare.

Le informazioni acquisite indicano che il titolare lavorava personalmente come farmacista e che la struttura comprendeva altresì un farmacista collaboratore dipendente a tempo indeterminato, part-time al 50%, sino alla cessazione del rapporto nel giugno 2026. Quanto prima conferma l'esistenza di una struttura professionale organizzata, ma non consente comunque di ricostruire in termini di tempo equivalente l'apporto personale del titolare. L'analisi di sensitività sopra descritta rende trasparente tale limite senza introdurre una falsa precisione.

Il metodo empirico dei multipli, pur meno raffinato sotto il profilo teorico, presenta nel caso specifico un vantaggio informativo costituito dall'utilizzo di una grandezza - il fatturato - direttamente documentata e dal fatto di non richiedere la quantificazione della prestazione non contabilizzata del titolare. Esso incorpora, inoltre, integralmente il valore del fatturato realizzato nell'anno 2025, depresso nella media quinquennale, e applica un moltiplicatore autonomamente motivato sulla base della dottrina e dei driver concreti.

Ne consegue che, nel giudizio di sintesi, il risultato del multiplo assume un peso informativo maggiore rispetto a quello che normalmente gli sarebbe attribuito come mero criterio di controllo. Ciò non significa elevare il multiplo a metodo teoricamente superiore al reddituale; significa riconoscere che, nella specifica configurazione informativa disponibile, esso è meno vulnerabile alla principale variabile non osservabile.

14.2. Area di coerenza tra i metodi.

La *sensitivity* reddituale più sopra illustrata mostrava che, per livelli intermedi di costo figurativo del titolare compresi fra € 15.000 e € 25.000, il valore si colloca fra circa € 799.000 e € 675.000. Il valore empirico di € 783.951 cade quindi all'interno della parte intermedia dell'area restituita dal metodo reddituale. Tale osservazione non viene utilizzata per inferire quale fosse l'effettivo costo figurativo del titolare; essa costituisce soltanto un controllo di compatibilità fra due procedimenti costruiti autonomamente.

Nel giudizio conclusivo devono essere altresì tenuti presenti la marcata flessione dei ricavi recenti, già integralmente riflessa nella base quinquennale del metodo empirico, l'assenza di un reddito relativo all'esercizio 2025 ricostruibile con affidabilità omogenea e l'incertezza residua sulla componente di reddito riferibile al lavoro personale del titolare.

La risultanza del metodo empirico, pari a circa € 784.000, trova pertanto sostanziale conforto nell'area di valori restituita dall'analisi reddituale e costituisce il principale riferimento quantitativo del successivo giudizio professionale di sintesi.

Tabella 9 - Tavola di sintesi dei procedimenti estimativi

Procedimento	Risultanza	Osservazione
Metodo reddituale	€ 675.000 - € 799.000 circa per C_T € 25.000 - € 15.000	Intervallo di sensitività; C_T non osservabile puntualmente
Multiplo del fatturato 1,50	€ 783.951	Base quinquennale omogeneizzata, 2025 incluso integralmente
Giudizio professionale di sintesi	€ 780.000	Valore di sintesi per arrotondamento estimativo, escluso magazzino

14.3. Determinazione conclusiva del valore del compendio.

I due procedimenti illustrati (metodo reddituale e metodo dei multipli) non vengono sottoposti a media aritmetica, non essendo tale operazione giustificata né dalla natura dei metodi utilizzati né dalla diversa qualità informativa dei dati disponibili.

Il metodo reddituale costituisce, sotto il profilo teorico, un criterio particolarmente significativo per la valutazione dell'avviamento, in quanto direttamente correlato alla capacità dell'azienda di produrre risultati economici prospettici.

Nel caso in esame, tuttavia, la sua applicazione puntuale incontra uno specifico limite informativo. È stato infatti comunicato che il titolare prestava personalmente attività professionale di farmacista nell'esercizio, unitamente ad altro farmacista dipendente, formalmente inquadrato quale farmacista collaboratore specializzato Q2B con rapporto part-time al 50%, cessato nel giugno 2026. Non sono invece disponibili elementi idonei a determinare

l'effettiva intensità, continuità ed equivalenza della prestazione del titolare rispetto a una prestazione lavorativa a tempo pieno.

Poiché il reddito storico dell'impresa individuale non contempla alcun costo per la prestazione lavorativa del titolare, l'assunzione di un costo figurativo puntuale richiederebbe l'introduzione di una variabile non adeguatamente documentata.

Per tale ragione il metodo reddituale è stato sviluppato mediante analisi di sensitività, dalla quale emerge una significativa variabilità del risultato al mutare della remunerazione figurativa attribuibile alla componente professionale dell'attività personalmente resa dall'imprenditore.

Il metodo empirico dei multipli del fatturato presenta, nel caso concreto, il vantaggio di risultare sostanzialmente indipendente dalla predetta variabile. La sua applicazione è stata effettuata non sul fatturato di un singolo esercizio, ma sulla media dei ricavi del quinquennio 2021-2025, così da attenuare l'incidenza di oscillazioni contingenti e comprendere integralmente anche la sensibile contrazione manifestatasi nell'esercizio 2025.

Ai fini della comparabilità monetaria, i ricavi degli esercizi 2021-2024 sono stati previamente espressi a valori di luglio 2026 mediante i coefficienti derivanti dall'indice FOI al netto dei tabacchi utilizzato dal servizio ufficiale Rivaluta ISTAT, assumendo quale periodo iniziale il mese di dicembre di ciascun esercizio. Il fatturato 2025 è stato mantenuto al valore nominale.

Il procedimento determinava un fatturato medio quinquennale omogeneizzato pari a € 522.633,68.

Applicando il coefficiente 1,50, individuato sulla base della letteratura specialistica e graduato in considerazione delle caratteristiche specifiche dell'esercizio illustrate nei paragrafi precedenti, si otteneva un valore di € 783.950,52.

Tale risultanza viene sottoposta a verifica di coerenza mediante il procedimento reddituale. L'analisi di sensitività sviluppata evidenzia come il valore ottenuto mediante il metodo empirico si collochi all'interno dell'intervallo restituito dal metodo reddituale per configurazioni intermedie della remunerazione figurativa della prestazione professionale del titolare,

senza che ciò comporti l'assunzione di alcun valore puntuale di tale componente.

Tale intervallo di configurazioni intermedie appare, peraltro, coerente con la concreta struttura operativa dell'azienda, caratterizzata dall'apporto lavorativo di un farmacista dipendente a tempo parziale al 50%, oltre a quello dello stesso titolare, ferma l'impossibilità di ricostruire puntualmente l'intensità della prestazione resa da quest'ultimo.

I due procedimenti forniscono pertanto indicazioni tra loro compatibili, pur partendo da presupposti metodologici differenti e pur conservando ciascuno i limiti precedentemente illustrati.

Alla luce delle risultanze complessivamente acquisite, avuto riguardo alla natura dell'attività, alla sua storicità, alle caratteristiche territoriali e competitive, all'andamento economico osservato, ai limiti informativi esistenti e alla fisiologica approssimazione propria di ogni procedimento di valutazione aziendale, alla struttura organizzativa e lavorativa storicamente documentata dalle dichiarazioni fiscali e dalle informazioni assunte dalla curatela, la scrivente ritiene congruo determinare, per arrotondamento estimativo, il più probabile valore del compendio aziendale, al netto delle giacenze di magazzino, in € 780.000,00.

**VALORE DEL COMPENDIO AZIENDALE, ESCLUSO
MAGAZZINO: € 780.000,00**

15. VALORIZZAZIONE DELLE GIACENZE E VALORE COMPLESSIVO TEORICO.

Al valore del compendio aziendale deve essere aggiunto separatamente il valore delle merci. Nella lista inventariale del 4 luglio 2026 (All.8), il valore a costo è pari a € 92.788,88; applicando la svalutazione prudenziale del 20% per il rischio di scadenza e ridotta commerciabilità non verificabile analiticamente, si ottiene:

$$M = € 92.788,88 \times 80\% = € 74.231,10$$

Ne deriva, in base alla lista inventariale del 4 luglio 2026, un valore complessivo teorico del compendio posto in vendita pari a € 854.231,10:

$$€ 780.000,00 + € 74.231,10 = € 854.231,10$$

16. CONCLUSIONI.

Alla luce della documentazione esaminata e qui allegata, delle informazioni rese dalla Curatela, delle caratteristiche economiche, organizzative e territoriali dell'attività e dei procedimenti estimativi sopra illustrati, la sottoscritta ritiene di poter determinare il **più probabile valore di mercato del compendio aziendale della Farmacia**, al netto delle giacenze di magazzino, in:

$$€ 780.000,00.$$

A detto valore deve essere aggiunto il valore delle merci di cui alla lista inventariale del 4 luglio 2026, e in assenza di verifica analitica delle scadenze, **il magazzino viene prudenzialmente assunto in € 74.231,10**, corrispondente al valore a costo ridotto del 20%.

Il valore complessivo teorico è pertanto pari a € 854.231,10.

La presente stima esprime un giudizio professionale di valore alla data di riferimento e non costituisce garanzia del prezzo effettivamente conseguibile nell'ambito della procedura competitiva, il quale dipenderà dalle concrete condizioni della gara e dalle condizioni contrattuali della cessione.

Palestrina, 2 settembre 2026

Lo Stimatore

Dott.ssa Paola Saioni



17. ALLEGATI.

- All. 1 - Visura storica Registro Imprese dell'impresa
- All. 2 - Provvedimento Comune di Tivoli n. 29611 del 28.07.1995.
- All. 3 - Regione Lazio, revisione della pianta organica delle farmacie - Comune di Tivoli.
- All. 4 - Contratti di locazione relativi alla sede storica e al secondo locale.
- All. 5 - Redditi PF e modelli ISA relativi ai periodi d'imposta 2021-2024, e dichiarazione iva periodo di imposta 2025.
- All. 6 - Verbale di inventario del curatore.
- All. 7 - Copia registro beni ammortizzabili.
- All. 8 - Stampa inventariale estratta dal gestionale delle merci al 04.07.2026.
- All. 9 - Borsa Italiana, BTP 3,85% 01.07.2034, ISIN IT0005584856 - quotazione storica al 26.08.2026 (prezzo 100,47).
- All. 10 - A. Damodaran, betaEurope - Western Europe, aggiornamento 05.01.2026.
- All. 11 - A. Damodaran, ctrypremJuly26.xlsx, aggiornamento luglio 2026.

