

**Farmacia Europa sas con sede in Marano  
di Napoli (NA)**

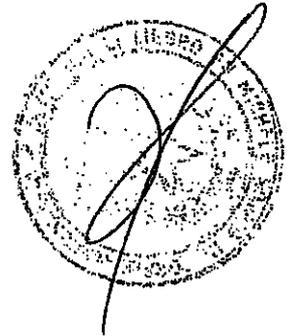
# PERIZIA DI STIMA

---

Determinazione del valore dell'asset  
farmacia nell'ambito della procedura di  
concordato preventivo e con  
particolare riferimento al valore di  
avviamento

02/09/2019

Dott. Antonio Caiazzo  
DOTTORE COMMERCIALISTA  
ODCEC TORRE ANNUNZIATA



A small, handwritten signature or set of initials in the bottom left corner of the page.

## SOMMARIO

Sommario .....	2
1. DESCRIZIONE E FINALITÀ DELL'INCARICO .....	3
2. PREMESSA LEGISLATIVA .....	3
3. DESCRIZIONE E STORIA DELLA FARMACIA .....	6
4. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA .....	7
5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE .....	8
5.1) Il Metodo Patrimoniale Misto Con Stima Autonoma Del Goodwill .....	10
5.2) Il Metodo Dei Multipli Di Mercato .....	13
6. DATI CONTABILI E RICLASSIFICAZIONE DI BILANCIO .....	15
6.1) Il Reddito medio prospettico .....	19
6.2) Il tasso di Capitalizzazione/Attualizzazione .....	22
7. CONCLUSIONI .....	28

---

## 1. DESCRIZIONE E FINALITÀ DELL'INCARICO

---

Il sottoscritto Antonio Caiazzo nato a Napoli (NA) il 09/06/1974, Dottore Commercialista e Revisore legale iscritto all'Ordine dei Commercialisti ed Esperti Contabili di Torre Annunziata (NA) ha ricevuto incarico da Giuseppe Troncone nella Sua qualità di liquidatore volontario della società "Farmacia Europa sas", di determinare il valore dell'asset farmacia nell'ambito della procedura di concordato preventivo e con particolare riferimento al valore di avviamento.

---

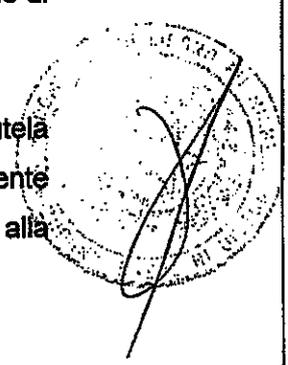
## 2. PREMESSA LEGISLATIVA

---

La gestione delle farmacie, secondo la legislazione italiana, è soggetta ad un regime particolare, essendo esse da un lato manifestazione di imprenditoria privata ma, nello stesso tempo, sottoposte al regime pubblicistico di concessione amministrativa ed ai vincoli della legislazione professionale, a tutela dell'interesse pubblico della corretta somministrazione di sostanze di per sé pericolose ove assunte indiscriminatamente.

Prima delle modifiche apportate dalla legge 124 del 4 Agosto 2017, ai sensi degli articoli 11 e seguenti della legge 2/4/68 n. 475, la farmacia poteva essere posseduta, e gestita personalmente sotto la diretta responsabilità di un farmacista iscritto al relativo albo professionale e che fosse idoneo in base a pubblico concorso o per l'espletamento di un biennio di pratica professionale. La gestione poteva avvenire anche tramite una società di persone, purché tutti i soci possedessero i medesimi requisiti e la direzione fosse affidata ad uno di essi.

Nel contempo l'autorizzazione ad aprire una farmacia, sempre a tutela della pubblica salute e della capillare distribuzione dei farmaci, è rigidamente regolamentata tramite la definizione di una pianta organica in rapporto alla popolazione residente in ogni singolo Comune.



Tali disposizioni vanno integrate con le modifiche apportate dal decreto Liberalizzazioni 1/2012, cosiddetto "Cresci - Italia", convertito in legge e pubblicato sulla Gazzetta ufficiale il 24/03/2012.

L'articolo che ci riguarda è l'articolo 11, quello sulle farmacie. Tale articolo ha interessato "l'abbassamento del quorum" e, precisamente, i commi 2 e 3 dell'articolo 1 della L. 475/1968, modificati in modo che non vi sia più "una farmacia ogni 5.000 abitanti nei comuni con popolazione fino a 12.500 abitanti e una farmacia ogni 4.000 abitanti negli altri comuni" bensì "una farmacia ogni 3.300 abitanti". Inoltre, con riferimento alla popolazione eccedente, mentre il comma 3 dell'art. della Legge 475/1968 prevedeva che non si doveva tener conto del "resto", "se non almeno uguale al 50% nei comuni con popolazione inferiore ai 12.500 abitanti", nella modifica apportata dalla nuova legge viene prevista l'apertura dell'ulteriore farmacia per la popolazione eccedente, in tutti i comuni, almeno uguale al 50% del parametro stesso.

Vengono fatti salvi gli altri commi e quindi la competenza del "medico provinciale" (ora il Sindaco o le Regioni) per il rilascio dell'autorizzazione all'apertura delle farmacie, la distanza minima tra farmacie di 200 metri nonché la modalità di misurazione di detta distanza "per la via pedonale più breve tra soglia e soglia" che tanto contenzioso ha prodotto nel passato e continua a produrre.

Inoltre si fa espresso riferimento all'ultimo provvedimento normativo di cui alla legge 124 del 4 Agosto 2017 che ha modificato la precedente legislazione. Si riassumo brevemente i punti relativi alle modifiche apportate

Proprietà delle farmacie e direzione tecnica : possono essere titolari di farmacia privata i farmacisti iscritti all'albo forniti di idoneità, le società di persone (cui possono partecipare anche soggetti non farmacisti), le società di capitali (nelle quali è consentita la presenza di soci non farmacisti o di società di capitali o di persone) e le società cooperative a responsabilità limitata.

La direzione della farmacia gestita in società deve essere affidata a un farmacista che abbia l'idoneità, ma non è più indispensabile che il direttore sia anche socio. Ogni società potrà essere titolare, direttamente o indirettamente, di un numero di farmacie che, nell'ambito di una regione, non deve superare il 20% del totale degli esercizi esistenti. In virtù di quel «indirettamente», si

deduce che una società proprietaria può figurare qualità di socio in un'altra società titolare di farmacie.

Per esigenze di trasparenza, le società sono tenute a comunicare alla Fofi e all'assessorato alla Salute competente lo statuto e ogni variazione della compagine sociale.

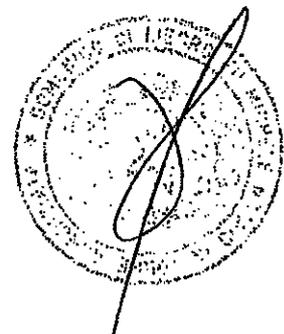
Titolari in forma individuale : soltanto i farmacisti idonei possono essere titolari in forma individuale.

Incompatibilità : alla luce delle nuove disposizioni, coordinate con la precedente normativa rimasta in vigore, una persona fisica socio di società proprietaria di farmacie non può :

- esplicitare attività nel settore della produzione del farmaco;
- esplicitare attività nel settore dell'informazione scientifica del farmaco;
- esercitare la professione medica;
- essere titolare individuale o gestore provvisorio di farmacia;
- essere direttore o collaboratore di altra farmacia della quale non è socio;
- essere parte di un rapporto di lavoro pubblico o privato.

A sua volta, una società socia di società titolare di farmacie non può contemporaneamente:

- Esplicitare attività nel settore della produzione del farmaco
- Esplicitare attività nel settore dell'informazione scientifica del farmaco



---

### **3. DESCRIZIONE E STORIA DELLA FARMACIA**

---

La Farmacia oggetto della presente stima occupa la sede farmaceutica urbana num. 1 del Comune di Marano di Napoli.

In data 10/07/2014 per atto del Notaio Domenico Di Liegro, la dott.ssa Marisa Fossari ed il dott. Antonio Celentano hanno costituito la società con ragione sociale "Farmacia Europa del dr. Celentano & C. sas" avente ad oggetto la gestione dell'esercizio farmaceutico sito nell'ambito della sede num. 1 del Comune di Marano (NA) e con lo stesso atto la dott.ssa Marisa Fossari conferisce in società l'azienda Farmacia condotta fino ad allora come ditta individuale.

A seguito di tale atto di conferimento la compagine sociale è stata così costituita

1. Antonio Celentano : quota del 90%
2. Marisa Fossari : quota del 10%

La titolarità della sede farmaceutica è stata riconosciuta in capo alla società giusto Decreto Regionale num. 176 del 06/08/2014.

In data 09/01/2018 con sentenza del Tribunale di Nola (NA) è stato dichiarato il fallimento del socio accomandatario Celentano Antonio con conseguente sua esclusione di diritto dalla società.

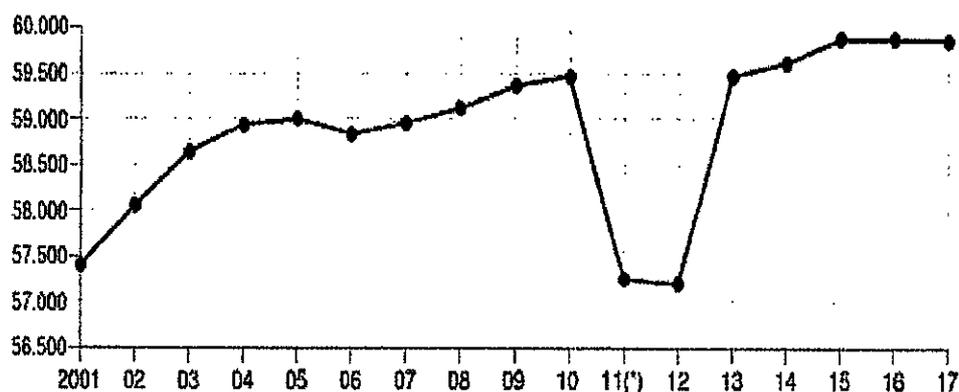
In data 28/01/2018 Mollica Rita viene nominata amministratore provvisorio della società.

In data 28/12/2018 viene nominato liquidatore volontario il dott. Giuseppe Troncone

In data 15/04/2019 la società presenta ricorso ai sensi dell'art. 161 comma 6 L.F. presso il Tribunale di Napoli Nord

La Farmacia svolge la propria al Corso Europa 146 e risulta essere iscritta al Registro delle imprese di Napoli al num. NA-912332, P. IVA 07823091215.

Tale Farmacia opera in un Comune di 60.163 abitanti residenti alla data del 31/12/2018<sup>1</sup>



Andamento della popolazione residente

COMUNE DI MARANO DI NAPOLI (NA) - Dati ISTAT al 31 dicembre - Elaborazione TUTTITALIA.IT

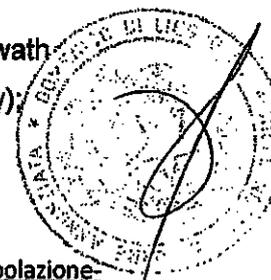
(\*) post-censimento

#### 4. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Per poter espletare l'incarico ricevuto sono stati consultati i seguenti documenti e siti internet:

1. Bilancio 2017-2018;
2. Bilancio al 15/04/2019;
3. Fascicolo storico CCIAA società;
4. Verbale di inventario merci del 16/05/2019;
5. Registro cespiti;
6. Contratto di locazione del 29/03/2018;
7. Decreto di autorizzazione num. 176 del 06/08/2014;
8. Testo "Nuovo Trattato sulla valutazione delle Aziende" Edizione Egea - L. Guatri - M. Bini;
9. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> Sito web prof. Aswath Damodaran (Stern School of Business at New York University);
10. <http://www.bancaditalia.it/> ;
11. <http://www.ssm.com/en/>;

<sup>1</sup> <https://www.tuttitalia.it/campania/59-marano-di-napoli/statistiche/popolazione-andamento-demografico/>



---

## 5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

---

### PREMESSA

La dottrina economico-aziendalistica propone diversi metodi per la valutazione di un'azienda, ognuno dei quali presenta punti di forza e debolezza, per cui essi vanno prudentemente utilizzati in modo tale da tenere conto sia del tipo di attività che della finalità della valutazione per meglio identificare volta per volta il metodo più adatto all'azienda oggetto della valutazione stessa.

Si riporta una sintetica descrizione dei metodi maggiormente accreditati dalla dottrina economico aziendale.

**Metodo patrimoniale:** si basa sul principio che il valore dell'azienda nel suo complesso è pari alla somma del valore delle singole componenti attive e passive che formano il patrimonio aziendale espresse a valori correnti. Tale metodo ha due varianti :

1. patrimoniale semplice, che quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto;

2. patrimoniale complesso, il quale considera anche i beni immateriali spesso non contabilizzati a bilancio (marchi, immagine aziendale). Questo metodo, applicato a imprese con bassa redditività o a società immobiliari è caratterizzato da un'elevata obiettività e dimostrabilità.

**Metodo reddituale:** se il complesso aziendale viene valutato secondo il metodo reddituale, l'elemento rilevante risiede unicamente nella capacità prospettica dell'impresa di produrre reddito. È, infatti, partendo dal reddito opportunamente capitalizzato, che si giunge alla formulazione di un valore complessivo. Tale applicazione trova ragione d'essere nella convinzione secondo cui l'azienda vale se e in quanto produce reddito. Al riguardo è necessaria la stima di tre elementi:

1. il reddito medio normale;

2. il tasso di attualizzazione;

### 3. l'orizzonte temporale di riferimento.

Il pregio del metodo reddituale consiste nel significativo rilievo attribuito al reddito quale componente primaria dell'attività aziendale: è il reddito pertanto che influenza in maniera determinante il valore dell'impresa. D'altro canto, tale criterio presenta forti contenuti di soggettività, nel senso che, i tre elementi rilevanti sopracitati, sono di difficile determinazione, in quanto richiedono previsioni talvolta anche su orizzonti temporali piuttosto ampi.

**Metodo misto patrimoniale-reddituale:** considera contemporaneamente l'aspetto patrimoniale e reddituale. In tal modo il risultato della valutazione potrà riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali, concettualmente la componente più significativa del valore economico di un'azienda.

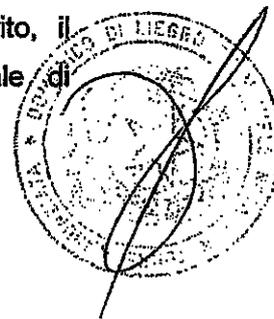
**Metodi finanziari:** si basano sul concetto che il valore dell'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che la stessa genererà in futuro.

**Metodo dei multipli di imprese comparabili o delle transazioni comparabili:** si utilizzano particolarmente per le valutazioni relative a specifici settori merceologici (ad esempio : edicole, licenze commerciali, alberghi) per i quali il valore è determinato in base a percentuali, o moltiplicatori, di parametri quali il fatturato, il reddito, l'EBITDA.

Nei paragrafi che seguono è presente la descrizione dei metodi scelti per la valutazione dell'azienda in oggetto.

I metodi maggiormente utilizzati nel settore delle Farmacie, aziende caratterizzate da un importante valore di avviamento dovuto al valore della licenza, sono il metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento e il metodo dei multipli, quest'ultimo utilizzato spesso nel settore.

Pertanto, in considerazione anche della finalità dell'incarico conferito, il metodo patrimoniale misto verrà utilizzato come metodo principale di valutazione mentre il metodo dei multipli come metodo di controllo.



## 5.1) IL METODO PATRIMONIALE MISTO CON STIMA AUTONOMA DEL GOODWILL

Tale metodo è stato considerato per decenni un tipico prodotto della cultura europea in tema di valutazione di aziende e nasce in risposta alle critiche alla visione parziale dell'azienda rivolte all'utilizzo separato dei metodi patrimoniali e dei metodi reddituali.

La prassi professionale ha quindi sviluppato metodi di valutazione misti con l'obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse caratteristiche aziendali.

Anzitutto, partiamo dalla formula classica del metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento che prevede l'attualizzazione limitata del sovrareddito medio e si esprime nel modo seguente:

$$W = PNr + (R - Ke * PNr) * a n \cdot i$$

dove:

W = valore di stima dell'azienda

PNr = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normale atteso per il futuro

i = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. sovrareddito.

Ke = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato

n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

L'avviamento è sempre stato di difficile definizione ma in termini molto sintetici è possibile comunque ricondurlo ad una serie di fattori e condizioni immateriali interne ed esterne (quali know – how, tecnologia, organizzazione, ubicazione, clientela) che condizionano la capacità dell'azienda di produrre in modo economico e di generare di conseguenza profitti.

In generale i fattori di avviamento si distinguono in:

- fattori oggettivi, pertinenti all'azienda e quindi trasferibili con essa;
- fattori soggettivi, legati al soggetto economico e quindi non trasferibili.

L'avviamento non ha autonomia economica non potendosi immaginarlo separato dall'azienda e conseguentemente non è oggetto di separato scambio, essendo un "bene" intrinseco all'azienda può essere ceduto unicamente con essa.

L'avviamento è il risultato della differenza tra: il reddito normalmente atteso dall'azienda e il reddito del settore in cui essa opera. La differenza può assumere sia segno positivo che segno negativo, nel primo caso si ha un sovrareddito rispetto al reddito normale del settore, nel secondo caso si è in presenza di una carenza di reddito. Nel caso di sovrareddito si avrà un avviamento positivo (goodwill) mentre nel secondo caso si avrà un avviamento negativo (badwill).

L'espressione :

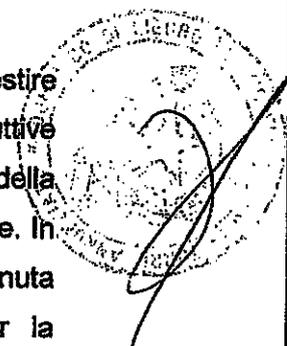
$$(R - K_e \cdot PNr) \cdot a \cdot n \cdot i$$

indica quindi la capacità dell'azienda di generare un reddito maggiore (goodwill) o minore (badwill) rispetto al reddito normale che si ottiene investendo un capitale (PNr) uguale a quello impiegato nell'azienda, utilizzando un tasso di rendimento normale ( $K_e$ ) relativo al sub-settore in cui l'azienda opera.

Ora, ai fini di una maggior chiarezza, le singole variabili del metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento vengono di seguito commentati.

**PNr**

Il valore di PNr viene inteso come l'ammontare delle risorse da investire per poter disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, nello stato e nel luogo in cui si trovano al momento della valutazione, esso quindi è espresso tramite i valori correnti di ricostruzione. In altre parole rappresenta il risultato della stima patrimoniale ottenuta considerando solo le componenti materiali e quindi utilizzando per la



valutazione il metodo patrimoniale semplice; nel caso in cui vengano compresi nella stima i beni immateriali non contabilizzati la base valutativa troverà fondamento nel metodo patrimoniale complesso.

## **R.**

Per la determinazione del valore di R si fa riferimento al concetto di reddito medio atteso per il futuro come meglio descritto in seguito.

## **n.**

La definizione della durata del profitto viene di per sé già individuata nelle premesse della metodologia stessa la quale fa riferimento al sovrareddito, cioè ad una redditività superiore alla norma che per forza di cose non potrà avere una durata illimitata ma al contrario si esaurirà in un "breve" arco temporale. Tale atteggiamento conservativo è da ricondurre alla diffidenza mostrata in passato per le previsioni reddituali che tendevano a sottostimare il goodwill attribuendo a n un valore variabile da 3 a 5 anni. Con il passare del tempo la componente patrimoniale del metodo qui esaminato ha perso il suo carattere preminente per lasciare maggior spazio a valutazioni tendenti ad attribuire rilevanza alla componente reddituale soprattutto nel caso di realtà caratterizzate da stabile ed elevata redditività e pertanto di considerare valori di n maggiori.

## **Ke e i**

Il tasso di interesse normale  $K_e$  viene applicato al capitale netto rettificato PNr ed esprime il rendimento giudicato soddisfacente in considerazione del grado di rischio fronteggiato dall'azienda.

Il tasso di attualizzazione del profitto  $i$  (sovrareddito) misura il rischio che il sovrareddito possa non ripetersi nel tempo viene determinato, nella prassi, con differenti impostazioni che vengono di seguito enunciate:

Il tasso è pari al tasso di attualizzazione individuato per la singola impresa; impostazione in uso negli Stati Uniti;

Il tasso è elevato perché deve scontare il rischio di cessazione del sovrareddito; questa impostazione è tipica dell'UEC (Unione Europea degli Esperti Contabili);

Il tasso  $r$  va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, come tale non è correlato ai rischi specifici dell'impresa e di conseguenza si collega a parametri finanziari senza rischio; è quindi particolarmente contenuto;

Il tasso è inteso come compenso finanziario per il trascorrere del tempo aumentato di una componente dovuta alla maggiorazione per l'investimento azionario<sup>2</sup>

La soluzione migliore è rappresentata dall'intersezione delle ultime due possibilità citate: la determinazione del tasso di attualizzazione del profitto dovrebbe essere data dalla somma del tasso di interesse per attività prive di rischio con durata pari ad  $n$  e il tasso espressivo del rischio correlato all'investimento, dedotto il tasso di inflazione.

## 5.2) IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

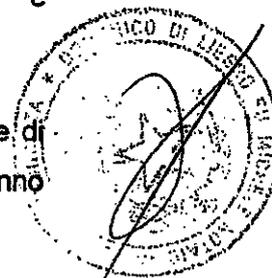
Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una grande diffusione dei metodi di valutazione basati sui multipli di mercato. Nella pratica si stanno diffondendo tali metodologie, in quanto criteri di facile applicazione. Essi sono basati sull'individuazione di un indice reddituale dell'azienda oggetto di valutazione quali fatturato, margine operativo lordo, utile netto i quali vengono poi moltiplicati per un multiplo che viene estrapolato dall'osservazione del mercato e dei prezzi correlati ad aziende omogenee per tipo di attività e di mercato. Al valore così ottenuto viene poi sottratto l'indebitamento finanziario netto o sommata la posizione finanziaria netta attiva<sup>3</sup>

I metodi dei multipli stanno assumendo grande rilievo, grazie al sempre maggiore utilizzo dei metodi di comparazione di mercato (*comparables*) definiti anche come metodi dei prezzi probabili. Consistono in valutazioni sintetiche, non analitiche, che non traggono spunto da indicatori di performance aziendale ma semplicemente da prezzi di negoziazione dedotti dalle osservazioni di mercato, per contrattazioni qualitativamente e quantitativamente omogenee, cioè paragonabili.

Si tratta di applicazioni la cui funzione in questo caso vuole essere di controllo della valutazioni desunta con il metodo "tradizionale", ma che stanno

<sup>2</sup> L. Guatri Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea

<sup>3</sup> <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html>



Handwritten initials or mark.

tuttavia assumendo sempre più frequente utilizzo da parte di *Merchant banking* e banche di investimento, al punto da venire sovente impiegati come metodi di riferimento anche per realtà aziendali non necessariamente di grandi dimensioni.

## 6. DATI CONTABILI E RICLASSIFICAZIONE DI BILANCIO

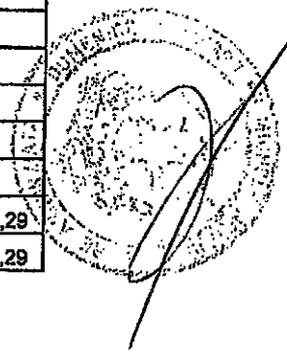
La situazione patrimoniale ed economica della farmacia alla data del 31.12.2018 è la seguente:

**TABELLA 1 : STATO PATRIMONIALE AL 31/12/2018**

STATO PATRIMONIALE al 31/12/2018			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni immateriali	€ 2.139.663,13	F.do ammort immob immateriali	€ 342.519,65
Immobilizzazioni Materiali	€ 148.836,43	F.do ammort immob materiali	€ 101.530,12
Immobilizzazioni finanziarie	€ 800,00	Banche c/c	€ 102.715,69
Rimanenze finali	€ 151.357,70	Banche c/anticipi	€ -
Crediti vs clienti	€ -	Mutui	€ 902.600,34
Crediti vs ASL	€ 221.543,32	Fondo TFR	€ 35.474,51
Crediti vs altri	€ 4.872,75	Celentano c/utliti	€ 269.050,66
Cassa	€ 199.516,50	Fornitori	€ 1.751.851,55
Banche c/c	€ 1.860,36	Debiti vs terzi	€ -
Ratei e risconti attivi	€ 76,28	Debiti Tributarî	€ 92.198,83
Fossari c/utliti	€ 2.381,68	IVA c/Erario	€ -
Erario c/IVA	€ 106.748,27	Debiti vs dipendenti	€ 4.332,85
<b>Totale Attività</b>	<b>€ 2.977.656,42</b>	Debiti Previdenziali	€ 15.609,51
		Ratei e risconti passivi	€ -
		<b>Totale passività</b>	<b>€ 3.617.883,71</b>
		Capitale sociale	€ 100.000,00
		Riserva straordinaria	€ -
		Utile/Perdita	-€ 740.227,29
<b>Totale a pareggio</b>	<b>€ 2.977.656,42</b>	<b>Totale a pareggio</b>	<b>€ 2.977.656,42</b>

**TABELLA 2 : CONTO ECONOMICO AL 31/12/2018**

CONTO ECONOMICO 2018			
COSTI E SPESE		RICAVI	
Acquisti merci	€ 2.232.224,21	Ricavi vendite	€ 2.069.770,77
Costi per servizi	€ 161.108,60	Altri ricavi e proventi	€ 67.708,77
Costi per godimento beni terzi	€ 52.718,00	Rimanenze finali	€ 151.357,70
Costo del personale	€ 211.242,59	Proventi straordinari	€ 0,76
Ammortamenti e svalutazioni	€ 122.227,21		
Rimanenze iniziali	€ 181.250,00		
Oneri diversi di gestione	€ 53.557,88		
Interessi finanziari	€ 14.736,80		
Imposte	€ -		
<b>Totale costi</b>	<b>€ 3.029.065,29</b>		
Risultato d'esercizio	€ -	Perdita di esercizio	€ 740.227,29
<b>Totale a pareggio</b>	<b>€ 3.029.065,29</b>	<b>Totale a pareggio</b>	<b>€ 3.029.065,29</b>



La situazione patrimoniale ed economica della Farmacia riportata nella relazione informativa sulla gestione avente come data di riferimento il 15/04/2019 è la seguente:

TABELLA 3 : STATO PATRIMONIALE AL 15/04/2019

STATO PATRIMONIALE al 15/04/2019			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni immateriali	€ 2.139.663,13	F.do ammort. Immob. immateriali	€ 341.450,24
Immobilizzazioni Materiali	€ 148.836,43	F.do ammort immob materiali	€ 101.530,12
Immobilizzazioni finanziarie	€ 4.355,00	Banche c/c	€ 102.715,69
Rimanenze finali	€ 151.357,70	Banche c/anticipi	€ -
Crediti vs clienti	€ 46.072,99	Mutui	€ -
Crediti vs ASL	€ 175.470,33	Fondo TFR	€ -
Altri crediti	€ 1.317,75	Fondo imposte	€ 69.145,50
Banche c/c	€ 1.860,36	Soci c/finanziamento	€ 269.050,66
Cassa	€ 197.016,50	Fornitori	€ 2.654.451,89
Ratel e risconti attivi	€ 76,28	IVA vendite sospese	€ 12.574,22
Soci c/prelievi	€ 2.381,68	Debiti Tributarî	€ 37.933,79
Erario c/IVA	€ 93.283,29	IVA c/Erario	€ -
		Debiti vs dipendenti	€ 59.081,41
		Debiti Previdenziali	€ 37.925,51
Totale Attività	€ 2.961.691,44	Ratel e risconti passivi	€ -
		Totale passività	€ 3.685.839,03
		Capitale sociale	€ 100.000,00
		Riserva straordinaria	
		Utile/Perdita	-€ 56.010,05
		Utile/Perdita di esercizio	-€ 768.137,54
Totale a pareggio	€ 2.961.691,44	Totale a pareggio	€ 2.961.691,44

TABELLA 4 : CONTO ECONOMICO AL 15/04/2019

CONTO ECONOMICO del 15/04/2019			
COSTI E SPESE		RICAVI	
Acquisti merci		Ricavi vendite	€ -
Costi per servizi		Altri ricavi e proventi	€ 0,18
Costi per godimento beni terzi		Rimanenze finali	
Costo del personale	€ 57.079,64	Ammortamenti costi impianto	€ 1.069,41
Ammortamenti e svalutazioni			
Rimanenze iniziali			
Oneri diversi di gestione			
Interessi finanziari			
Imposte			
Totale costi	€ 57.079,64		
Risultato d'esercizio	€ -	Perdita di esercizio	€ 56.010,05
Totale a pareggio	€ 57.079,64	Totale a pareggio	€ 57.079,64

Le situazioni patrimoniali sono state riclassificate secondo il criterio finanziario e sono riportate nelle tabelle 5-6

TABELLA 5 : STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO AL 31/12/2018

STATO PATRIMONIALE 2018 RICLASSIFICATO CRITERIO FINANZIARIO			
IMPIEGHI		FONTI	
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>	€ 1.845.249,79	<b>MEZZI PROPRI EPASS CONSOL.</b>	€ 297.847,56
Immobilizzazioni Materiali	€ 47.308,31	Mezzi propri	-€ 640.227,29
Immobilizzazioni Immateriali	€ 1.787.143,48	Capitale sociale	€ 100.000,00
Immobilizzazioni Finanziarie	€ 800,00	Utile/Perdita	-€ 740.227,29
		<b>Passività consolidate</b>	€ 938.074,85
		Debiti vs. terzi	€ -
		Mutui	€ 902.600,34
		Fondo TFR	€ 35.474,51
			€ -
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	€ 688.358,66	<b>PASSIVO CORRENTE</b>	€ 2.235.759,09
Rimanenze finali	€ 151.357,70	Banche c/c	€ 102.715,69
<b>Liquidità differite :</b>	€ 335.622,30	Banche c/anticipi	€ -
Crediti vs ASL	€ 221.543,32	Fornitori	€ 1.781.851,55
Erario c/VA	€ 108.748,27	Debiti vs dipendenti	€ 4.332,85
Altri crediti	€ 4.872,75	VA c/Erario	€ -
Fossari c/Utili	€ 2.381,68	Debiti Previdenziali	€ 15.609,51
Fatei e risconti attivi	€ 78,28	Debiti Tributarî	€ 92.198,83
<b>Liquidità Immediate</b>	€ 201.376,85	Calentano c/Utili	€ 289.050,66
Banche c/c	€ 1.860,36	Fatei e risconti passivi	€ -
Cassa	€ 199.516,50		
<b>Totale Attivo</b>	€ 2.533.608,65	<b>Totale Passivo</b>	€ 2.533.608,65

TABELLA 6 : STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO AL 15/04/2018

STATO PATRIMONIALE 15/04/2018 RICLASSIFICATO CRITERIO FINANZIARIO			
IMPIEGHI		FONTI	
<b>CREDITI PER VERS. ANCORA DOVUTI</b>	€ -	<b>MEZZI PROPRI EPASS CONSOL.</b>	€ 388.333,11
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>	€ 1.849.874,20	Mezzi propri	-€ 728.629,27
Immobilizzazioni Immateriali	€ 1.798.212,69	Capitale sociale	€ 100.000,00
Immobilizzazioni Materiali	€ 47.308,31	Utile/Perdita	-€ 824.147,59
Immobilizzazioni Finanziarie	€ 4.353,00	Riserva straordinaria	€ -
		Soci c/prefevi	-€ 2.381,68
		<b>Passività consolidate</b>	€ 338.186,16
		Fondo Imposte	€ 68.145,50
		Mutui	€ -
		Soci c/finanziamento	€ 289.050,66
		Fondo TFR e oneri differiti	€ -
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	€ 666.455,20	<b>PASSIVO CORRENTE</b>	€ 2.904.662,81
Rimanenze finali	€ 151.357,70	Banche c/c	€ 102.715,69
<b>Liquidità differite :</b>	€ 318.220,64	Banche c/anticipi	€ -
Crediti vs ASL	€ 175.470,33	Fornitori	€ 2.654.451,69
Crediti vs clienti	€ 46.072,99	Debiti vs dipendenti	€ 58.061,41
Altri crediti	€ 1.317,75	VA c/Erario	€ -
Erario c/VA	€ 93.283,29	Debiti Previdenziali	€ 37.925,51
Fatei e risconti attivi	€ 78,28	Debiti Tributarî	€ 37.939,79
<b>Liquidità Immediate</b>	€ 193.876,85	VA vendite scospese	€ 12.574,22
Banche c/c	€ 1.860,36	Fatei e risconti passivi	€ -
Cassa	€ 197.016,50		
<b>Totale Attivo</b>	€ 2.516.329,40	<b>Totale Passivo</b>	€ 2.516.329,40



Handwritten initials or mark in the bottom left corner.

La situazione patrimoniale al 15/04/2019 è stata rettificata sulla base dei seguenti criteri:

- Sono state accettate le quantificazioni esposte nelle scritture contabili relativamente alle rimanenze di merci poiché confermate dal valore dell'inventario del 16/05/2019.
- I valori esposti, invece, per i mobili e le attrezzature corrispondono al costo storico che non si è ritenuto opportuno rivalutare, stante lo stato d'uso degli stessi e la loro difficile commerciabilità ;
- Si fa presente che, ai fini della valutazione del patrimonio netto della società, alla sopra esposta situazione patrimoniale sono state apportate le modifiche in considerazione della procedura concordataria e dell'ipotesi di vendita forzata individuando quindi soltanto le poste attive realizzabili. Lo stato patrimoniale preso a base della valutazione occorre esclusivamente per individuare e quantificare le poste attive realizzabili. Infatti, in ipotesi fallimentare la liquidità ed i crediti verrebbero acquisiti nella massa attiva comportando quindi una riduzione del patrimonio netto alla base della valutazione d'azienda posta in vendita. Per tali motivi sono state depurate le voci relative ai crediti verso clienti e crediti vs altri e tutte le poste patrimoniali attive relative alla liquidità immediata.
- Inoltre, ai fini della presente valutazione si è ritenuto opportuno depurare, tale situazione patrimoniale come rappresentata in Tabella 6, dei debiti commerciali e finanziari gravanti sull'azienda, atteso che la finalità della procedura concordataria, nell'ambito della risoluzione della crisi di impresa, è proprio diretta al soddisfacimento degli stessi.

Pertanto, la situazione patrimoniale dell'azienda risulta essere la seguente:

TABELLA 7 : STATO PATRIMONIALE IN IPOTESI DI LIQUIDAZIONE FORZATA

STATO PATRIMONIALE IN IPOTESI DI LIQUIDAZIONE FORZATA			
IMPIEGHI		FONTI	
CREDITI PERVERS. ANCORA DOVUTI	€ -	MEZZI PROPRI E PASS. CONSOL.	€ -
IMMOBILIZZAZIONI	€ 47.306,31	Mezzi propri	€ -
Immobilitazioni Materiali	€ 47.306,31	Capitale sociale	€ -
Immobilitazioni Immateriali	€ -	Utile/Perdita	€ -
Immobilitazioni Finanziarie	€ -	Riserva straordinaria	€ -
		Soci c/prelevi	€ -
		Passività consolidate	€ -
		Debito vs associati per finanziam	€ -
		Mutui	€ -
		Debiti vs terzi	€ -
		Fondo TFR e oneri differiti	€ -
ATTIVO CIRCOLANTE	€ 151.357,70	PASSIVO CORRENTE	€ -
Rimanzanze finali	€ 151.357,70	Banche c/c	€ -
Liquidità differite :	€ -	Banche c/anticipi	€ -
Crediti vs ASL	€ -	Fornitori	€ -
Crediti vs clienti	€ -	Debiti vs dipendenti	€ -
Altri crediti	€ -	IVA c/Erario	€ -
Erario c/IVA	€ -	Debiti Previdenziali	€ -
Fatei e riscotti attivi	€ -	Debiti Tributarî	€ -
Liquidità Immediate	€ -	IVA vendite sospese	€ -
Banche c/c	€ -	Fatei e riscotti passivi	€ -
Cassa	€ -		
Totale Attivo	€ 198.664,01	Totale Passivo	€ 0,00

Alla luce di quanto sopra riportato il patrimonio netto rettificato della Farmacia Europa sas ha un valore pari ad € 198.664,01

### 6.1) IL REDDITO MEDIO PROSPETTICO

Come indicato dalla prassi professionale al fine di valutare il reddito medio prospettico, che assume un ruolo fondamentale in tale metodo di valutazione, occorre in un primo momento normalizzare le voci del conto economico legate a fenomeni di sistema, settoriali o aziendali, ed in un secondo momento elaborare un piano di risanamento aziendale sia esso di natura prettamente gestionale che finanziario al fine di giungere ad una corretta valutazione del reddito medio prospettico in condizioni di normale svolgimento dell'attività.



Per tale motivo si è provveduto in una prima fase a riclassificare i dati esposti nel Conto Economico del periodo considerato come mostrato in Tabella 8.

**TABELLA 8 : CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO**

<b>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</b>		
	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ricavi	€ 2.175.249,38	€ 2.069.770,77
Variazione rimanenze	-€ 153.926,56	-€ 29.892,30
Acquisti Merce	€ 1.529.409,17	€ 2.232.224,21
Costo per servizi	€ 91.715,07	€ 161.108,60
Costi per godimento beni terzi	€ 34.008,23	€ 52.718,00
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>€ 366.190,35</b>	<b>-€ 406.172,34</b>
Costo del personale	€ 155.595,64	€ 211.242,59
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO - EBITDA</b>	<b>€ 210.594,71</b>	<b>-€ 617.414,93</b>
Ammortamenti e svalutazioni	€ 118.990,71	€ 122.227,21
<b>REDDITO OPERATIVO LORDO - EBIT</b>	<b>€ 91.604,00</b>	<b>-€ 739.642,14</b>
<b>SALDO AREA FINANZIARIA</b>	<b>-€ 11.405,63</b>	<b>-€ 14.736,04</b>
Proventi finanziari		€ 0,76
Oneri finanziari	€ 11.405,63	€ 14.736,80
<b>SALDO AREA ATIPICA</b>	<b>-€ 2.900,02</b>	<b>€ 14.150,89</b>
Proventi accessori	€ 20.110,17	€ 67.708,77
Costi accessori	€ 23.010,19	€ 53.557,88
Imposte	€ -	€ -
<b>Utile / Perdita</b>	<b>€ 77.298,35</b>	<b>-€ 740.227,29</b>

Dall'analisi dei dati del Conto Economico relativo al periodo 2017/2018 risultano alcuni elementi da tenere in considerazione al fine di poter valutare correttamente il valore del reddito medio prospettico normalizzato :

**Fatturato :** a seguito del bando di concorso per sedi farmaceutiche della Regione Campania, decreto dirigenziale num. 13/2009, con il quale si istituiscono tre nuove sedi, è prudentiale attestare un fatturato con una riduzione del 25% rispetto a quanto realizzato fino all'anno 2018.

Per tale motivo verrà considerato un fatturato di 1.500.000€ al fine di una corretta valutazione della Farmacia oggetto della presente stima, del reddito medio prospettico e degli indicatori reddituali.

**Variazione di rimanenze:** considerato che in ipotesi di normale svolgimento di attività il fatturato della Farmacia è piuttosto stabile, può

considerarsi una variazione di rimanenze pari a zero col fine anche di neutralizzare politiche fiscali e di bilancio;

**Margine sulle vendite:** il dato medio del settore si attesta al 30% che verrà utilizzato per il calcolo del reddito medio prospettico;

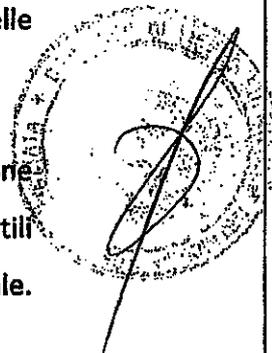
**Costi per servizi :** l'importo dei costi per servizi differisce sensibilmente nei due anni considerati, in particolare risulta pari ad € 91.715,07 (2017) ed € 161.108,60 (2018), importi non commisurati al fatturato realizzato. Pertanto, al fine della normalizzazione del reddito prodotto, vengono forfettizzati tali costi in € 40.000 per ciascun anno analizzato.

**Costo del personale:** l'importo di tale voce di costo differisce tra i due anni analizzati, rilevando un aumento nonostante la riduzione del fatturato registrata nel corso dell'anno 2018. Secondo l'esperienza professionale maturata nel corso dei vari anni di attività di consulenza eseguita per le farmacie ogni dipendente è in grado di sviluppare circa 360.000- 400.000€ di fatturato. Pertanto, per tale farmacia vengono considerati 3 dipendenti full-time ed un dipendente magazziniere full-time applicando, per i farmacisti, il costo derivante dal CCNL del settore e pari ad € 42.000 per l'impiego relativo a 40 ore settimanali mentre per il magazziniere il costo derivante da CCNL pari ad € 29.000 annui

**Costi godimento di beni di terzi :** per quanto riguarda il canone si fa riferimento al contratto di locazione registrato il 29/03/2018, protocollo telematico num. 18032919125260366

**Ammortamenti:** il valore di tale voce è stato ridotto per la parte relativa alle immobilizzazioni immateriali e considerato il valore residuo delle immobilizzazioni si attribuisce il valore di € 10.0000;

**Oneri finanziari:** l'importo degli oneri finanziari riflettono la situazione di squilibrio finanziario della Farmacia ed erodono gran parte dei possibili utili realizzabili in condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.



A small, handwritten mark or signature in the bottom left corner of the page.

Viene appostato un importo di € 5.000 che riflette il costo da sostenere per la sintomatica anticipazione della notula.

**Oneri diversi di gestione:** tali oneri sono dovuti per il periodo 2017-2018 "costi indeducibili" e sopravvenienze passive e per l'anno 2017 anche allo sconto al SSN.

Tale importo viene normalizzato ad € 10.000€che rappresenta la media dei due anni al netto delle voci straordinarie.

Infine, si è provveduto ad elaborare un conto economico riclassificato, tenendo presente quanto appena detto al fine di ottenere un reddito medio prospettico futuro attendibile ed in linea con quello di settore e di aziende similari.

**TABELLA 9: CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO NORMALIZZATO**

<b>CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO</b>	
Ricavi	€ 1.550.000,00
Variazione rimanenze	€ -
Acquisti Merce	€ 1.085.000,00
Costo per servizi	€ 40.000,00
Costi per godimento beni terzi	€ 32.400,00
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>€ 392.800,00</b>
Costo del personale	€ 155.000,00
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO - EBITDA</b>	<b>€ 237.800,00</b>
Ammortamenti e svalutazioni	€ 10.000,00
<b>REDDITO OPERATIVO LORDO - EBIT</b>	<b>€ 227.800,00</b>
<b>SALDO AREA FINANZIARIA</b>	<b>-€ 5.000,00</b>
Proventi finanziari	€ -
Oneri finanziari	€ 5.000,00
<b>SALDO AREA ATIPICA</b>	<b>-€ 10.000,00</b>
Proventi accessori	€ -
Costi accessori	€ 10.000,00
Imposte	
<b>Utile / Perdita</b>	<b>€ 212.600,00</b>

Il reddito prospettico basato sull'analisi dei dati riclassificati e normalizzati risulta essere pari € 212.600.

## **6.2) IL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE/ATTUALIZZAZIONE**

La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce elemento centrale nel procedimento di valutazione e costituisce il rendimento atteso del capitale in aziende aventi il medesimo profilo di rischio rispetto a quella oggetto di valutazione. Esso può essere idealmente suddiviso in due componenti : il tasso di remunerazione dei capitali in assenza di rischio (risk free-rate) e il tasso di remunerazione del rischio di impresa (risk premium).

Così se indichiamo con  $i$  il saggio unitario di capitalizzazione, con  $r_f$  una costante rappresentata dal saggio di remunerazione degli investimenti senza rischio, con  $r_p$  un indice quantitativo dell'intensità del rischio dell'impresa, si può scrivere la relazione generica :

$$i = r_f + r_p$$

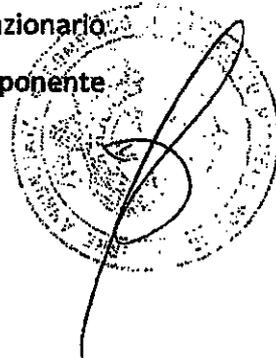
Per quanto riguarda la quantificazione di  $r_f$  individuamo quale investimento senza rischio quello in titoli di stato con scadenza compresa tra i 12 anni e 7 mesi e 20 anni e 6 mesi. Dai dati presenti sul sito web della Banca d'Italia relativa al Rendistato4 risulta che il tasso di interesse delle collocazioni del 2018 è pari:

$$r_f = 2.99\%$$

Maggiore difficoltà si incontrano per stimare il tasso  $r_p$ , essendo in larga misura soggettiva la valutazione e l'equiparazione del rischio rispetto a differenti tipologie di investimenti.

In questa sede si utilizza il metodo del Capital Asset Pricing Model (CAPM) : attraverso questo metodo si calcola la componente  $r_p$  di un titolo azionario, cioè la remunerazione del rischio di un investimento in un titolo quotato su un mercato regolamentato. Se si considera il rischio azionario come equivalente al rischio di impresa, il valore ottenuto sarà la componente  $r_p$  del tasso di capitalizzazione.

<sup>4</sup> <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/rendistato-2018.pdf>



La formula per il calcolo di  $r_p$  è :

$$r_p = \beta \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

$\beta$  = coefficiente beta

$R_m$  = rendimento generale del mercato azionario

$R_f$  = risk free rate

Il coefficiente  $\beta$  può assumere i seguenti valori:

$\beta = 1$  il rischio è assunto uguale a quello di mercato

$\beta > 1$  il rischio è maggiore a quello di mercato

$\beta < 1$  il rischio è inferiore a quello di mercato

Tale coefficiente è determinato da tre variabili :

**Settore di attività :** quanto più l'attività di impresa è sensibile alle condizioni di mercato tanto più elevato sarà il coefficiente

**Grado di leva operativa :** maggiore è la variabilità del risultato operativo più elevato sarà il coefficiente

**Grado di leva finanziaria :** anche in questo caso quanto più sarà elevato il livello della leva finanziaria tanto più lo sarà anche il coefficiente

Pertanto nel caso delle aziende farmacie si può osservare quanto segue :

Il settore delle farmacie è storicamente un settore anticiclico, e negli ultimi anni ha registrato una riduzione della redditività inferiore rispetto ad altri settori. Tale riduzione è dovuta principalmente sia alla riduzione del valore della ricetta che alla crescente concorrenza delle parafarmacie ma

soprattutto dai corner della Grande Distribuzione con i recenti interventi legislativi volti alla liberalizzazione del mercato ed all'apertura del mercato alle grandi multinazionali.

Quindi, fatte queste premesse, è stato ricercato il valore del  $\beta$  Leverage stimato dall'analista Damodaran, ritenuto uno dei maggiori esperti internazionali nel campo della valutazione d'azienda, dal quale si evince un valore di  $\beta$  pari ad 1,015 che verrà utilizzato nel metodo patrimoniale misto.

Per quanto riguarda invece il rendimento di mercato ( $R_m - R_f$ ) esso è associato al Risk Premium del sistema-Paese.

Per determinare l'Equity Risk Premium associato all'Italia relativo all'anno 2018 si fa riferimento a quanto risultante da un raccolta dei dati sull'utilizzo dell'ERP in ambito internazionale, in tema di valutazione d'azienda, dal quale risulta un ERP pari al 6.4<sup>6</sup>%.

Pertanto, il calcolo del tasso di capitalizzazione/attualizzazione da utilizzare per il metodo patrimoniale misto è rappresentato in Tabella 10.

TABELLA 10: CALCOLO TASSO ATTUALIZZAZIONE

TASSO DI CAPITALIZ/ATTUALIZ.	Variabili
$i$	$R_f + R_p$
Tasso risk-free (RF)	2,99%
Risk premium	$\beta * (R_M - R_{F_n})$
$\beta$	1,016
Rendimento Mercato (RM)	6,40%
Tasso $i$	9,49%

Arco temporale di riferimento. Si è scelto di applicare un orizzonte temporale di 20 anni considerando le ultime evoluzioni legislative che hanno interessato il settore (vedi infra paragrafo 2).

<sup>5</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>6</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3155709](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709)



②

Pertanto, applicando le variabili come sopra determinate, si ottiene il valore dell'avviamento, arrotondato, e pari ad € 1.874.000 ed un valore dell'azienda pari ad € 2.073.170 rappresentato in tabella 11.

TABELLA 11: METODO PATRIMONIALE MISTO

<b>METODO PATRIMONIALE MISTO</b>	
<b><math>W = (R - K_e * P_{Nr}) * a n \_ i</math></b>	<b>Variabili</b>
<b>P<sub>Nr</sub></b>	€ 198.664,01
<b>R</b>	€ 212.600,00
<b>i</b>	9,49%
<b>n</b>	20
<b>Avviamento = (R-K<sub>i</sub>)ani</b>	€ 1.874.505,86
<b>W = Valore azienda</b>	€ 2.073.169,87

#### 6.2) METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

Tale metodo è stato molto utilizzato per la valutazione delle Farmacie italiane soprattutto nella versione dei multipli del fatturato. Nel recente passato non ha saputo però adeguarsi alla variazione delle condizioni di mercato e pertanto è stato oggetto di critiche relativamente al valore del multiplo utilizzato per il calcolo del valore dell'azienda molto spesso sopravvalutato e pari a 2-3 volte il fatturato.

Detto questo, è stato ritenuto comunque opportuno utilizzare il metodo dei multipli, poiché il suo utilizzo nell'ambito del settore Farmacie continua ad essere frequente, sia come multipli del fatturato ma anche come multipli dell'EBITDA, soprattutto dalle grandi multinazionali.

Pertanto, al fine di controllare il valore stimato con il metodo scelto, si utilizza il parametro preso come riferimento, l'EBITDA, che riflette in maniera più fedele la capacità reddituale dell'azienda ed in particolare del suo core-business, al quale viene applicato un multiplo di mercato.

Per procedere alla determinazione del valore di tale multiplo, è stato consultato il sito del professore Aswath Damodaran<sup>7</sup>.

In particolare, è stato ricercato il valore del multiplo utilizzato per aziende europee operanti nello stesso settore o in settori affini per struttura di mercato e risultati ottenuti.

I risultati che si evincono sono i seguenti :

<b>Industry Name</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Healthcare Support Services	7,73

Successivamente, per calcolare il valore dell'azienda, si dovrebbe procedere al calcolo dell'indebitamento finanziario netto<sup>8</sup> che però nel caso di specie, per le considerazioni esposte nella precedente metodologia di valutazione, è pari a zero. (Vedi infra paragrafo 6)

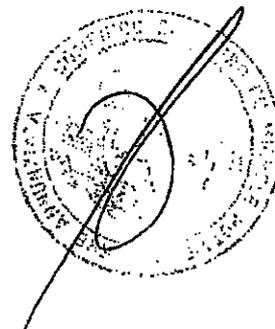
Pertanto, applicando il multiplo riscontrato al valore dell'EBITDA normalizzato il valore dell'azienda oggetto della presente stima sarà il seguente :

EBIT	Moltiplicatore	Avviamento	Pos. Fin Netta	Valore azienda
€ 237.600	7,73	€ 1.836.648	€ -	€ 1.836.648

Pertanto, il valore dell'avviamento calcolato con il metodo di controllo dei multipli di mercato è pari a 1.836.648.

<sup>7</sup> <http://www.damodaran.com>

<sup>8</sup> <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/855>



## 7. CONCLUSIONI

Visto il risultato ottenuto dall'applicazione del metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento ed il metodo di controllo utilizzato, si può affermare, vista la omogeneità dei valori ottenuti, in piena buona fede e sulla base dei documenti esaminati, che la valutazione dell'azienda è pari ad € 2.073.000 di cui per avviamento € 1.874.000

Con tali conclusioni il sottoscritto ritiene pertanto di aver fedelmente adempiuto l'incarico affidatogli.

*M. Saverio*



In fede

*[Signature]*

Numero del Repertorio

7911

**VERBALE DI GIURAMENTO**

( art 1 del R.D.L. 14 luglio 1937 n 1666)

**REPUBBLICA ITALIANA**

L'anno duemiladiciannove il giorno sette del mese di ottobre in *Tau*

*Annunziata, Via Gino Alfani 2*

Innanzi a me **Dottor Domenico Di Liegro**, Notaio in Torre Annunziata, con lo studio alla Via Gino Alfani civico 2, iscritto nel Ruolo dei Distretti Notarili Riuniti di Napoli, Torre Annunziata e Nola ,

è personalmente comparso

il signor:

**-CAIAZZO ANTONIO**, nato a Napoli il nove giugno millenovecentosettantaquattro e residente a Torre Annunziata alla Via Mauro Morrone n.15, Codice Fiscale CZZ NTN 74H09 F839S, iscritto nell'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Torre Annunziata al n.648 della cui identità personale io Notaio sono certo.

All'uopo il costituito signor **CAIAZZO ANTONIO** mi ha presentato la perizia di stima per la determinazione del valore dell'asset farmacia nell'ambito della procedura di concordato preventivo e con particolare riferimento al valore dell'avviamento dell'azienda farmaceutica della società in accomandita semplice "**FARMACIA EUROPA DEL DR CELENTANO ANTONIO & C S.A.S.**", con sede in Marano di Napoli (NA) al Corso Europa n 146, del capitale sociale di euro 100.000,00 (centomila virgola Zero), iscritta nel registro delle Imprese di Napoli al n. 07823091215 e nel REA al n. 912332, codice

fiscale n. 07823091215, previo incarico ricevuto dal liquidatore di detta società, signor TRONCONE GIUSEPPE, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Ammonito, pertanto, a norma di legge, stando in piedi ed a capo scoperto, presta giuramento ripetendo la formula di rito.

**"Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico conferitomi al solo scopo di far conoscere la verità".**

Spese come per legge

Richiesto, io Notaio

ho ricevuto il presente verbale e l'ho letto al costituito, il quale, su mia interpellanza lo riconosce conforme alla sua volontà e lo approva.

Consta di un foglio scritto in parte con sistema elettronico da persona di mia fiducia e in parte a mano da me Notaio su una pagina e sulla seconda sin qui.

Chiuso e sottoscritto alle ore

*venti e ventisette*

*Giuseppe Troncone*

*NT. Sausa Luigi*

