

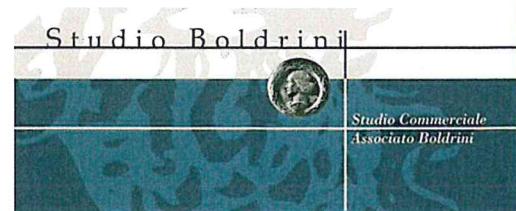
**VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE
SOCIETARIA DI MINORANZA IN AMFA S.P.A.
DETENUTA DAL COMUNE DI RIMINI
ATTRaverso la controllata RIMINI
HOLDING S.P.A.**

Marzo 2016

Elaborato da:

Studio Commerciale Associato Boldrini

Via Gambalunga, 102 (ang. Via Roma)
47923 Rimini
Tel. 0541 / 442811 - Fax 0541 / 709454
e-mail: info@boldriniasociati.com
P.I./C.F.: 02488350402



pe

Sommario

Indice delle figure	3
1. Premessa e oggetto dell'incarico	5
2. Documentazione esaminata	5
3. Inquadramento societario	6
3.1 Governance e struttura organizzativa	6
3.2 Situazione patrimoniale economico finanziaria	10
3.3 Indicatori reddituali economici e finanziari.....	22
3.4 Considerazioni di sintesi.....	27
4. Contesto normativo di riferimento ed evoluzione di mercato	27
4.1 Quadro normativo e regolamentare di riferimento	27
4.2 Individuazione dei modelli organizzativi riscontrati nel tempo per la gestione delle farmacie comunali	30
4.3 L'evoluzione della normativa: le modifiche all'art. 23 bis del DL. 112/2008 approvate nel 2010 ed il regolamento sui servizi pubblici locali	33
4.4 Le modalità di gestione della farmacia oggi	34
4.5 La liberalizzazione del settore	35
4.6 Il contesto di mercato	37
5. Criteri di valutazione	39
5.1 Aspetti introduttivi	39
5.2 Stima del valore della partecipazione di Rimini Holding in AMFA SpA	44
6. Conclusioni generali	50

Indice delle figure

Figura 1 – Compagine societaria, Dicembre 2015	7
Figura 2 – Struttura organizzativa	8
Figura 3 – Localizzazione delle farmacie comunali, Gennaio 2016	9
Figura 4 – Principali caratteristiche degli Assets	10
Figura 5 – Composizione Attivo, 31 Dicembre 2014	10
Figura 6 – Trend 2010-2014, Immobilizzazioni.....	11
Figura 7 – Trend 2010-2014, Attivo circolante	12
Figura 8 – Composizione Passivo, 31 Dicembre 2014.....	12
Figura 9 – Trend 2010-2014, Patrimonio Netto	13
Figura 10 – Trend 2010-2014, Debiti	13
Figura 11 – Attivo Patrimoniale, 31 Dicembre 2014	14
Figura 12 – Passivo Patrimoniale, 31 Dicembre 2014	15
Figura 13 – Composizione Valore della produzione, 31 Dicembre 2014.....	16
Figura 14 – Trend 2010-2014, Valore della produzione	16
Figura 15 – Trend 2010-2014, Dettaglio Ricavi da Farmacie e Ricavi da Magazzino.....	17
Figura 16 – Composizione Costi della produzione, 31 Dicembre 2014.....	17
Figura 17 - Trend 2010-2014, Costi della produzione.....	18
Figura 18 – Confronto Personale 2010 - 2014	18
Figura 19 – Focus Costi per servizi	19
Figura 20 – Focus Costi per godimento beni di terzi	19
Figura 21 – Conto Economico, 31 Dicembre 2014.....	21
Figura 22 – Performance economica e reddituale (Euro/000)	22
Figura 23 – Trend 2010-2014, Fatturato e Valore aggiunto (Euro/000)	22
Figura 24 – Trend 2010-2014, EBITDA, EBIT e NOPAT (Euro/000)	23
Figura 25 – Trend 2010-2014, Valore aggiunto/Fatturato, EBITDA Margin, ROS, Margine di Contribuzione e ROE.....	23
Figura 26 – Tassi di incasso/pagamento e Rotazione del capitale circolante	24
Figura 27 – Tassi medi d'incasso/pagamento (giorni).....	24
Figura 28 – Indicatori Patrimoniali e finanziari.....	24
Figura 29 – Analisi dei flussi per gestioni (Euro/000)	25
Figura 30 – Trend 2011-2014, Disponibilità liquide e Free cash flow	25
Figura 31 – Indicatori di produttività (Euro/000)	26
Figura 32 – Trend 2010-2014, Fatturato/Dipendente e VA/Dipendente.....	26
Figura 33 – Trend 2010-2014, EBITDA/Dipendente e Utile/Dipendente	26
Figura 34 – Spesa farmaceutica ITALIA, mercato convenzionato 2007-2013	38
Figura 35 – Spesa farmaceutica EMILIA ROMAGNA, mercato convenzionato 2007-2013	38



Figura 36 – Valori OMI – 1 semestre 2015.....	45
Figura 37 – Stima valore di mercato	46
Figura 38 – Stima plusvalenza/minusvalenza	46
Figura 39 - Stima plusvalenza latente di gestione.....	47
Figura 40 – Stima conto economico normalizzato	48
Figura 41 - Stima tasso di rendimento	49
Figura 42 - Proiezione del badwill	49
Figura 43 - Stima del valore economico della società	49

1. Premessa e oggetto dell'incarico

Rimini Holding S.p.A., Società unipersonale con Socio unico il Comune di Rimini, avente ad oggetto la gestione delle partecipazioni societarie Comunali, detiene n. 2.896.796 azioni ordinarie, corrispondenti al 25% del capitale sociale di "AMFA S.p.A.", Società con sede legale in Rimini, via Islanda n. 7, con capitale sociale di 11,587 milioni di Euro costituita nel Dicembre 1994. La Società ha ad oggetto, prevalentemente il commercio al dettaglio e all'ingrosso di specialità medicinali, di articoli sanitari, oltre ad altre attività di commercializzazione di beni e servizi correlate all'attività dell'esercizio delle farmacie e/o di prodotti sanitari, così come meglio definiti nell'articolo 4 dello Statuto.

Il Comune di Rimini, nel proprio *"Piano operativo di razionalizzazione delle società e delle partecipazioni"*, approvato dal Sindaco con proprio decreto prot. n 61342 del 31 Marzo 2015¹ ha previsto la vendita al miglior offerente del 20% della partecipazione (pari a n. 2.317.400 azioni) e il mantenimento in capo a Rimini Holding S.p.A. della residua partecipazione del 5% (pari a n. 579.396 azioni).

Pertanto in data 9 Novembre 2015 è stato pubblicato da parte di Rimini Holding S.p.A. il bando di gara finalizzato alla "valutazione della partecipazione societaria di minoranza in AMFA S.p.A., finalizzato alla vendita con gara della stessa".

Obiettivo dell'incarico è l'assistenza, in qualità di consulente a Rimini Holding S.p.A., alla definizione del valore del capitale economico di AMFA S.p.A. e, conseguentemente, della quota detenuta dalla Società stessa da porre a base d'asta nella gara relativa alla vendita.

La consulenza dovrà concretizzarsi nell'elaborazione di una relazione che individui e motivi la determinazione del valore del capitale economico di AMFA S.p.A., nonché l'eventuale sconto di minoranza da applicare alla partecipazione detenuta da Rimini Holding S.p.A. oggetto di cessione, al fine di determinare il valore complessivo delle azioni oggetto di vendita da porre a base d'asta.

2. Documentazione esaminata

Ai fini della valutazione della partecipazione detenuta in AMFA SpA, si è proceduto ad esaminare la documentazione fornita da Rimini Holding SpA, in particolare:

- Contratto di affidamento del servizio di gestione delle farmacie del 28 Dicembre 1994 ed atto integrativo di affidamento della gestione della Farmacia "Ghetto Turco" del 6 Novembre 2009;
- Contratto di affidamento della concessione di gestione della farmacia di Misano Monte;
- Bilanci di esercizio 2010, 2011, 2012, 2013, 2014;
- Budget relativo all'anno 2015;
- Relazione sull'andamento aziendale al 31/12/2015;
- Statuto societario di AMFA S.p.A. datato 20 Maggio 2015;
- Contratto di investimento a breve termine della liquidità con la controllante Alliance Healthcare;
- Libro cespiti.

Inoltre, per poter comprendere l'attuale contesto di mercato e la sua possibile evoluzione nel corso dei prossimi anni, sono stati analizzati i dati relativi alle vendite di farmaci convenzionati disponibili sui report annuali redatti da Federfarma.

¹ Piano confermato, relativamente alle operazioni aventi carattere dismissivo (cessione totale o parziale della partecipazione, liquidazione della Società, ecc.) dalla deliberazione del Consiglio Comunale n. 48 dell'11 Giugno 2015.

3. Inquadramento societario

3.1 Governance e struttura organizzativa

AMFA S.p.A. ha acquisito personalità giuridica nel Gennaio 1995, data in cui ha avuto effetto il conferimento dei beni da parte del Comune di Rimini a seguito dell'entrata in vigore della Legge 142/1990². Al momento della trasformazione il Comune di Rimini ha conferito:

- I beni dell'ex azienda municipalizzata;
- L'affidamento per 99 anni della gestione delle sei farmacie comunali e della connessa attività commerciale di distribuzione all'ingrosso di prodotti medicinali;
- L'istituto Talassoterapico di Miramare di Rimini;
- Il diritto di godimento per 99 anni del complesso immobiliare denominato "ex Convento di San Francesco" (sede della farmacia comunale n. 1)

Nell'Aprile del 1999, l'azienda è stata scissa, con il conferimento a favore della nuova Società Riminterme S.p.A. (a cui è stato trasferito un capitale sociale di circa 12 miliardi di Lire) del ramo "Talassoterapico" ed in particolare:

- Il fabbricato posto in Rimini, frazione Miramare, edificato su area demaniale, in forza dell'atto di concessione del 1971;
- Il diritto di godimento del fabbricato "ex Convento San Francesco", sito in Rimini, in forza della concessione stipulata con il Comune di Rimini nel 1994;
- Altri contratti, diritti ed obblighi connessi al ramo d'azienda ceduto ed al suddetto cespite " ex convento San Francesco", unitamente a liquidità, per un patrimonio netto pari a circa 13 miliardi di Lire (a ciò ha fatto seguito la riduzione del capitale sociale di AMFA S.p.A., da circa 34 a 22 miliardi di Lire).

Dopo la scissione, la Società ha svolto le seguenti attività:

- Gestione diretta delle sei farmacie comunali di Rimini³;
- Gestione per affitto d'azienda della farmacia comunale di Cerasolo⁴;
- Gestione per affitto d'azienda della farmacia comunale di Misano Monte;
- Commercio all'ingrosso di farmaci e gestione del magazzino centralizzato.

Nel mese di Giugno del 1999, il Comune di Rimini, a mezzo di procedura ad evidenza pubblica, trasferiva il 73,8% del pacchetto azionario ad una società di diritto inglese la "E. MOSS LIMITED" conservando una partecipazione residua pari al 25% del capitale sociale.

² All'art. 22 (142/1990) si stabilisce che "*I comuni e le province, nell'ambito delle rispettive competenze, provvedono alla gestione dei servizi pubblici che abbiano per oggetto produzione di beni ed attività rivolte a realizzare fini sociali e a promuovere lo sviluppo economico e civile delle comunità locali [...]. I comuni e le province possono gestire i servizi pubblici nelle seguenti forme:*

- *in economia, quando per le modeste dimensioni o per le caratteristiche del servizio non sia opportuno costituire una istituzione o una azienda;*
- *in concessione a terzi, quando sussistano ragioni tecniche, economiche e di opportunità sociale;*
- *a mezzo di azienda speciale, anche per la gestione di più servizi di rilevanza economica ed imprenditoriale;*
- *a mezzo di istituzione, per l'esercizio di servizi sociali senza rilevanza imprenditoriale;*
- *a mezzo di società per azioni a prevalente capitale pubblico locale, qualora si renda opportuna, in relazione alla natura del servizio da erogare, la partecipazione di altri soggetti pubblici o privati"*

³ I locali in cui hanno sede tali attività sono stati locati da terzi, ad esclusione della farmacia numero quattro che si svolge in locali di proprietà.

⁴ Nell'anno 2002 è avvenuta la cessazione della gestione per affitto d'azienda da parte di AMFA S.p.A., della farmacia comunale di Cerasolo, confluita in capo al Comune.



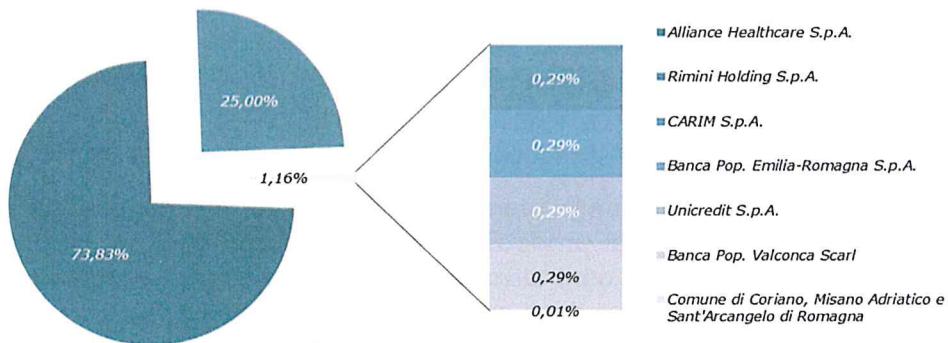
Nel Dicembre 2001 l'Azionista di maggioranza "E. MOSS LIMITED" trasferiva il proprio pacchetto azionario alla Società "Alleanza Salute Italia S.p.A." con sede in Roma, oggi Alliance Healthcare Italia S.p.A..

Nel corso del 2010, in attuazione della delibera del Consiglio Comunale n. 24 del 23 Febbraio 2010, il Comune di Rimini a seguito della perizia giurata del Dott. Stefano Santucci asseverata e depositata in data 19 Novembre 2010, ha conferito il proprio pacchetto partecipativo nella neo-costituita partecipata Rimini Holding.

In data 8 Marzo 2010 è stato aperto un nuovo punto vendita, la farmacia comunale n.7, nel quartiere denominato "Ghetto turco".

Ad oggi, in data Dicembre 2015, gli azionisti principali rimangono Alliance Healthcare S.p.A. ed il Comune di Rimini (attraverso la controllata Rimini Holding S.p.A.) che dispongono del 98,83% circa delle azioni, mentre il restante 1,16% circa è suddiviso tra istituti bancari ed enti locali.

Figura 1 – Compagine societaria, Dicembre 2015



Gli azionisti sopra riportati compongono l'Assemblea e dispongono della facoltà di nominare i componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale (organo di controllo), composto da tre sindaci effettivi e due supplenti, a norma di Legge.

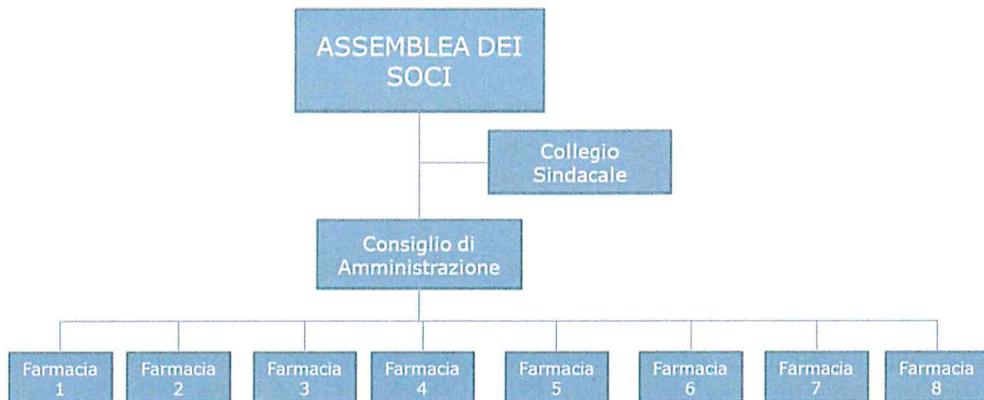
Il Consiglio di Amministrazione è composto da un numero variabile da cinque a sette membri. La facoltà di designare un consigliere è riservata, alternativamente in ogni caso a:

- Comune di Rimini, qualora socio, ovvero
- alla società Holding del Comune di Rimini, a capitale interamente comunale ed incedibile, costituita per l'amministrazione delle partecipazioni societarie ad essa conferite, qualora socia. La facoltà di quest'ultima di operare la designazione prevale su quella del Comune di Rimini, nel caso in cui anche il Comune di Rimini sia socio.

La nomina del consigliere così designato è poi compiuta dall'Assemblea.

✓

Figura 2 – Struttura organizzativa



Gli amministratori sono nominati per un periodo di tre esercizi, e sono rieleggibili; attualmente il Consiglio è così composto:

- **Amministratore Delegato e presidente del Consiglio:** Rivara Antonino (Alliance Healthcare)
- **Consigliere:** Cardinali Luigi (Alliance Health Care)
- **Consigliere:** Maschio Fabrizio (Alliance Health Care)
- **Consigliere:** Maissa Francesco (Alliance Health Care)
- **Consigliere:** Titini Antonio Vincenzo (Rimini Holding)

L'attività prevalente, come riportato nelle premesse introduttive, è il commercio al dettaglio e all'ingrosso di specialità medicinali, di prodotti galenici, di articoli sanitari, di profumeria e di erboristeria, di prodotti dietetici e di ogni altro bene che possa essere utilmente commerciato nell'ambito dell'attività delle farmacie e degli esercizi di prodotti sanitari.

La Società gestisce complessivamente otto farmacie di cui sette situate nel Comune di Rimini ed una nel Comune di Misano Monte. Oltre alla distribuzione di farmaci vengono effettuati ulteriori servizi accessori, di seguito riepilogati:

- Servizio CUP per la prenotazione di visite mediche specialistiche ed analisi cliniche;
- Progetto ipertensione: misurazione gratuita della pressione e noleggio gratuito di un apparecchio per due settimane;
- Progetto prevenzione tumori al colon: distribuzione di test per il sangue occulto;
- Progetto intolleranze alimentari: consulenza gratuita in farmacia e distribuzione di materiale informativo;
- Noleggio apparecchi per la deambulazione;
- Misurazione del peso;
- Servizio di autoanalisi.

Inoltre, la società AMFA svolge un'attività di commercio all'ingrosso di farmaci e relativa gestione centralizzata del magazzino situato a Vimercate in via Trieste n. 11 (a partire dal 2007 in quanto prima quest'attività veniva svolta presso la sede sociale in via Islanda a Rimini).

Nella figura sotto riportata è invece evidenziata la localizzazione delle farmacie all'interno del tessuto urbano.

Figura 3 – Localizzazione delle farmacie comunali, Gennaio 2016



Fonte: <http://www.alliancefarmacie.it/rimini.html>

In merito alla titolarità dei compendi immobiliari all'interno dei quali viene esercitata l'attività, dall'esame della documentazione a disposizione, AMFA risulta essere proprietaria (terreno e relativo edificio):

- della farmacia numero 4 situata in Rimini all'angolo tra via Marrechiese e via Antonelli;
- della farmacia numero 6 situata in Rimini in via Euterpe;

oltre alle suddette farmacie, il contratto di affidamento stipulato con il Comune di Rimini avente una durata residua al 31 Dicembre 2014 di 79 anni, ha ad oggetto la gestione di quattro ulteriori farmacie. Inoltre, in data 6 Novembre 2009 è stato stipulato un ulteriore contratto di affidamento avente ad oggetto la farmacia numero 7 per la quale AMFA ha stipulato un atto aggiuntivo al contratto di affidamento con il Comune di Rimini il 6 Novembre 2009 nel quale è stata stabilita la medesima durata dell'affidamento delle precedenti sei farmacie, ovvero fino al 31 Dicembre 2093.

La farmacia numero 8, Comune di Misano Monte, non presenta un diritto reale sottostante ed inoltre è gestita da AMFA S.p.A. in virtù di un contratto di affitto di azienda avente una durata residua di circa 9 anni e rinnovabile per ulteriori 10 anni.

Figura 4 – Principali caratteristiche degli Assets

Assets	Localizzazione	Diritto sottostante	Forma contrattuale e modalità gestionale	Durata residua servizio al 31/12/2014 (anni)	Data stipula	Durata (anni)
Farmacia 1	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 2	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 3	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 4	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 5	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 6	Comune di Rimini			79	28/12/1994	99
Farmacia 7	Comune di Rimini			79	06/11/2009	84
Farmacia 8	Comune Misano Monte			9	13/02/2014	10

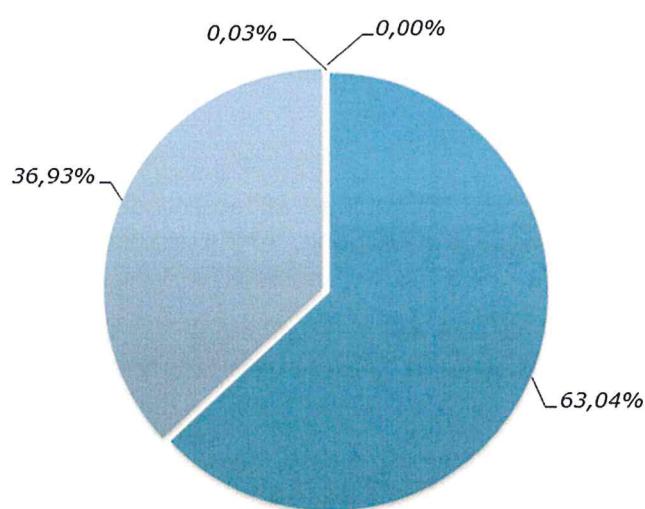
Legend:

- Assenza di diritto reale
- Piena proprietà
- Concessione servizio/affitto d'azienda
- Contratto di affidamento

3.2 Situazione patrimoniale economico finanziaria

Lo Stato Patrimoniale di AMFA, aggiornato al 31 Dicembre 2014, è costituito da un Attivo pari a 17,210 milioni di Euro, composto per il 63% da Immobilizzazioni e per il 37% da Circolante. Non vi sono Crediti verso soci per capitale sociale sottoscritto e non versato, mentre i Ratei attivi costituiscono una quota residuale pari a circa 5 mila Euro.

Figura 5 – Composizione Attivo, 31 Dicembre 2014



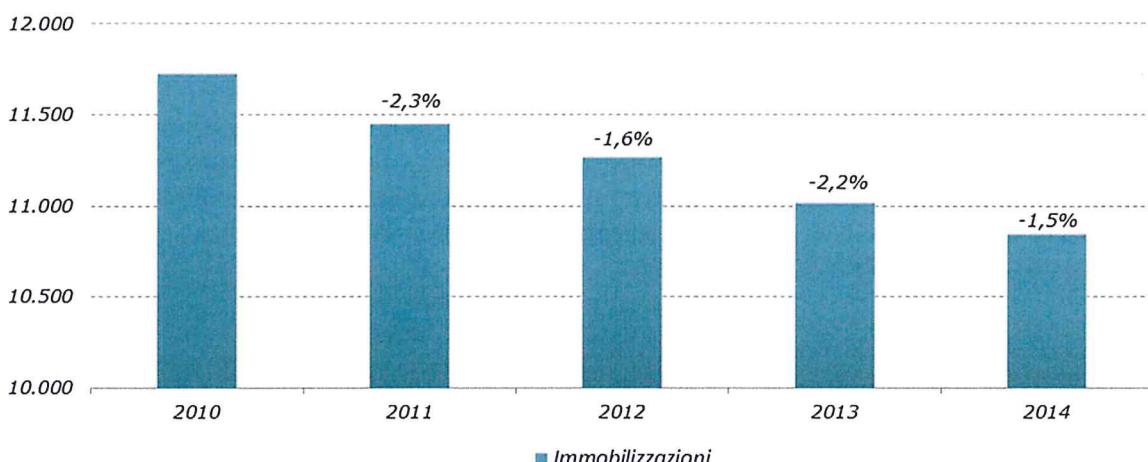
■ Crediti verso soci ■ Immobilizzazioni ■ Attivo circolante ■ Ratei e Risconti

La quota maggiore della voce Immobilizzazioni è rappresentata da Immobilizzazioni immateriali per 9,3 milioni di Euro (86%), costituite prevalentemente da "Concessioni e licenze", mentre la

quota rimanente di 1,5 milioni di Euro (14%), è composta da Immobilizzazioni Materiali, in particolare "Terreni e fabbricati" relativi agli immobili di proprietà destinati a farmacie e ambulatori. Quote residuali e trascurabili appartengono alle Immobilizzazioni Finanziarie, quali "Crediti verso altri".

Rispetto agli anni precedenti, in particolare dal 2010, è stata riscontrata una riduzione costante delle Immobilizzazioni, pari a circa il 2% ogni anno, che ha portato a un decremento complessivo di circa il 7% per il periodo 2010/2014. Il decremento del valore delle Immobilizzazioni è dovuto alla rettifica del valore causato prevalentemente dagli ammortamenti relativi a "Concessioni, licenze, marchi e diritti simili" (ca. 42%) e "Terreni e fabbricati" (23%) per un totale pari a circa il 65% della quota d'ammortamento annua complessiva e per una parte residuale relativa alle immobilizzazioni immateriali e materiali. È possibile notare che le variazioni del valore delle immobilizzazioni non sono costanti nel tempo a causa di acquisizioni/alienazioni/dismissioni di software applicativi e miglioramenti su beni in affitto.

Figura 6 – Trend 2010-2014, Immobilizzazioni



L'Attivo circolante, pari a 6,356 milioni di Euro, è composto prevalentemente da "Crediti" per il 64%, di cui:

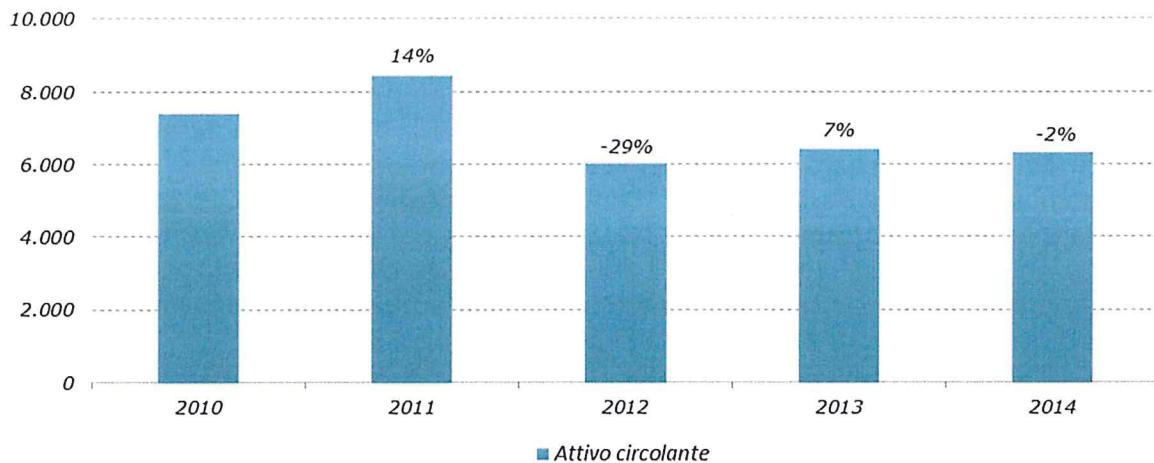
- 59% di Crediti verso Clienti;
- 37% verso imprese controllanti;
- 4% di Crediti Tributari ed altri crediti minori (imposte anticipate e verso altri).

Si registrano inoltre "Rimanenze di prodotti finiti e merci" per il 17% e "Disponibilità liquide" per il 19%.

Complessivamente dal 2010 al 2014, si è verificata una contrazione dell'Attivo circolante del 15%. La contrazione più significativa è relativa alla componente Crediti verso Clienti per ca. il 40%. Tale contrazione è strettamente legata al calo di fatturato registrato nello stesso periodo (-34%). Si registra inoltre in parte una sostanziale stazionarietà della dilazione dei giorni medi di incasso (Crediti Commerciali/Fatturato nel 2010 era pari al 15% contro un 14% nel 2014). È cresciuta invece la componente di crediti verso controllanti (Alliance Healthcare) per strumenti finanziari a breve termine rinnovabili da 800 mila Euro a 1,5 milioni di Euro a partire dal 2011 (+88%).

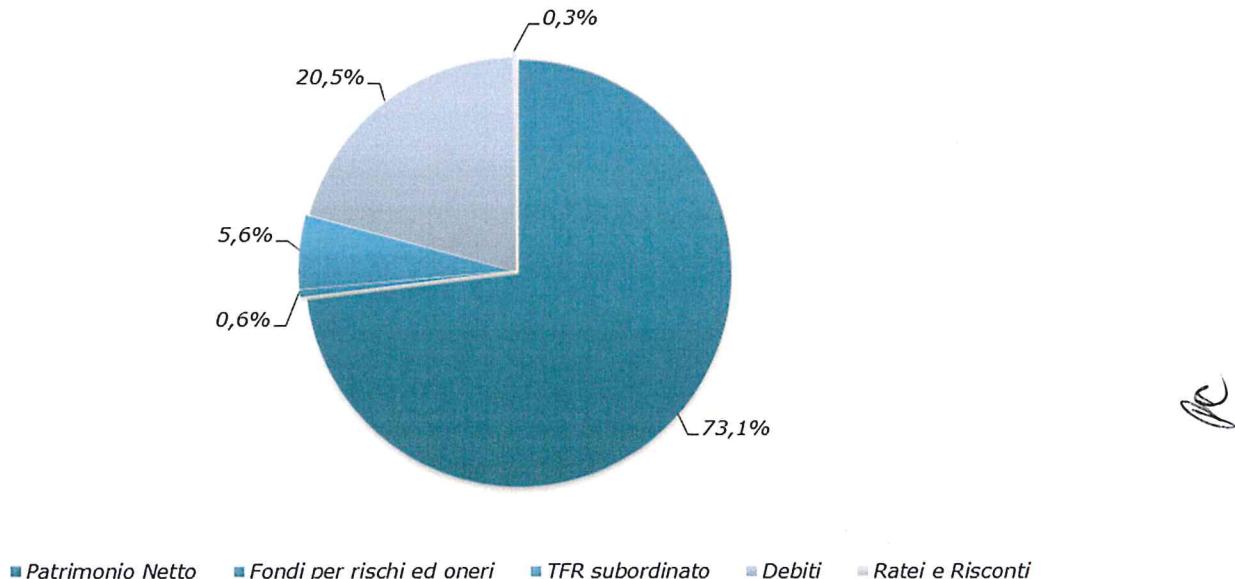
Dalla chiusura dell'esercizio 2013 si registra una sostanziale stazionarietà dell'Attivo Circolante (-2%), al netto di dinamiche gestionali relative ai crediti verso Clienti e Disponibilità Liquide.

Figura 7 – Trend 2010-2014, Attivo circolante



AMFA risulta notevolmente patrimonializzata, in quanto i mezzi propri, pari a 12,576 milioni di Euro, rappresentano una quota pari al 73% dello stato passivo. I Debiti, per un totale di 3,522 milioni di Euro (20% del totale passivo), sono prevalentemente di tipo commerciale e di breve periodo, con scadenza entro l'esercizio. Da notare l'assenza di indebitamento finanziario, mentre quote residuali appartengono alle voci TFR subordinato, Fondi per rischi e oneri e Ratei e Risconti, rispettivamente pari a 5,6%, 0,6%, e 0,3%.

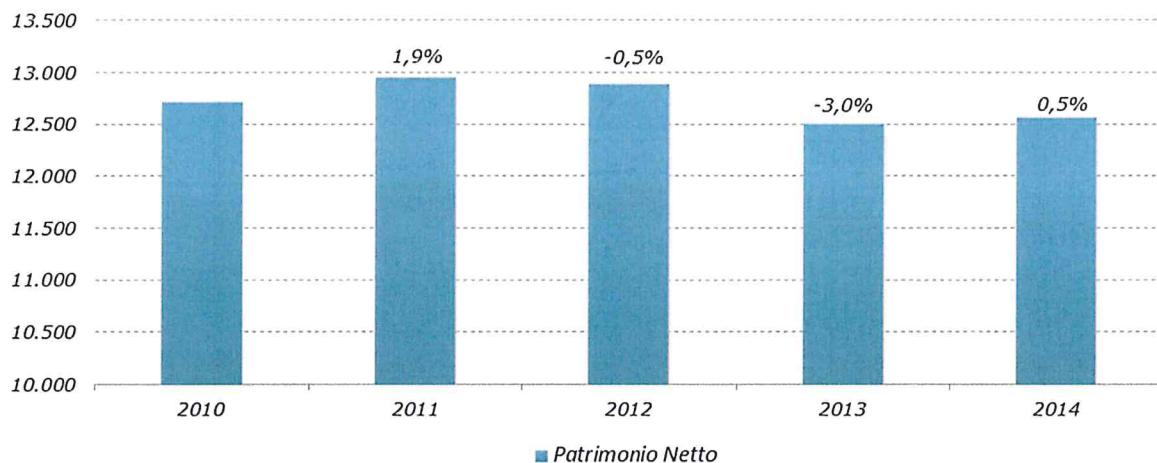
Figura 8 – Composizione Passivo, 31 Dicembre 2014



Nel periodo 2010-2014 il valore del Patrimonio netto ha subito una variazione pari a ca. -1% per effetto delle distribuzioni degli utili effettuate fino al 2013. Dal 2013 la Società, considerato anche l'utile ridotto, ha destinato l'Utile di esercizio maturato a nuovo. Non vi sono state modifiche

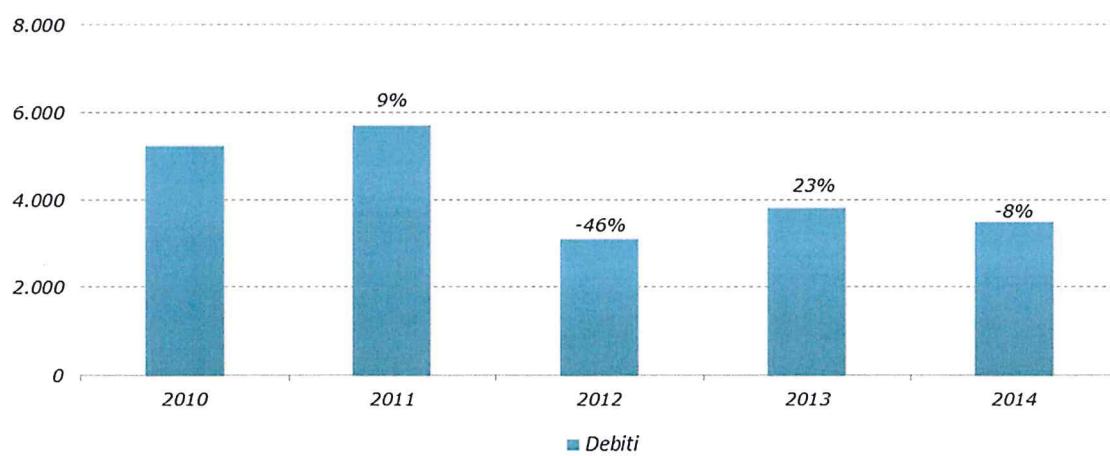
nell'ammontare del capitale sociale (costante), mentre la Riserva legale si è incrementata annualmente del 5% dell'utile di esercizio maturato, coerentemente con le normative vigenti, per complessivi 111 mila Euro nell'intero periodo (+32%).

Figura 9 – Trend 2010-2014, Patrimonio Netto



I Debiti Commerciali si sono ridotti del 30% specularmente al calo dei costi variabili (Acquisti) del 35% causando una riduzione complessiva della voce totale Debiti, dal 2010 al 2014, di circa il 33%. L'incidenza Debiti Commerciali/Acquisti presenta una stabilità rispetto ai dati 2010.

Figura 10 – Trend 2010-2014, Debiti



Le terza posta più rilevante del passivo è costituita dal Fondo TFR che è cresciuta del 12%, coerentemente con gli accantonamenti previsti dalla normativa sul lavoro dipendente.

Infine sono state ritenute essere trascurabili le variazioni assolute delle voci residuali del Fondo Rischi e Oneri (diminuito da 278 a 100 mila Euro) e dei Ratei e Risconti, sostanzialmente stazionari nell'intorno di ca. 53 mila Euro.

PL

Figura 11 – Attivo Patrimoniale, 31 Dicembre 2014

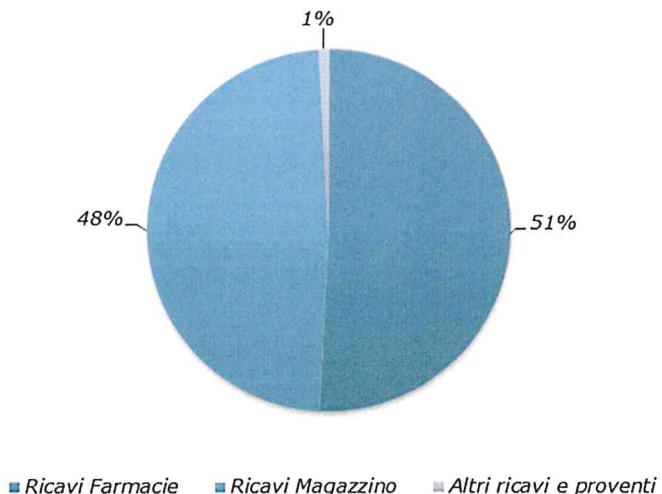
Stato Patrimoniale																	
	Valori economici in €/000	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013	Var %	2013/2012	Var %	2012/2011	Var %	2011/2010	Var %	2014/2010	Media	Media
		0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2010/2014	2013/2014	
A) Crediti verso soci		11.728	11.452	11.268	11.018	10.849	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	11.263	10.934	
B) Immobilizzazioni																	
Immateriali	9.765	9.611	9.522	9.365	9.296	-1%	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	-1%	9.512	9.331	
Brevetti, opere d'ingegno	3	4	1	0	0	-100%	-95%	-70%	-8%	-100%	-95%	-70%	-8%	-100%	2	0	
Concessioni, licenze, ...	9.607	9.491	9.375	9.259	9.143	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	9.375	9.201	
Altre immobilizzazioni	155	116	145	105	153	45%	-28%	25%	-25%	45%	-28%	25%	-25%	-1%	1.35	129	
Materiali	1.959	1.837	1.741	1.649	1.549	-6%	-5%	-5%	-6%	-6%	-5%	-5%	-6%	-21%	1.747	1.599	
Terreni e fabbricati	1.698	1.633	1.568	1.503	1.438	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-15%	1.568	1.470	
Impianti e macchinari	20	13	13	15	16	7%	16%	-2%	-2%	7%	-31%	-12%	-12%	-34%	15	15	
Altre attrezzature industriali e commerciali	193	152	132	116	81	-31%	-12%	-13%	-13%	-31%	-46%	-28%	-28%	-21%	135	98	
Altre immobilizzazioni	49	40	28	15	15	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	n.s.	n.s.	n.s.	-28%	29	15	
Immobilizzazioni in corso e acconti	0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	0	
Finanziarie	4	4	5	5	3	-24%	0%	8%	8%	0%	8%	0%	8%	-14%	4	4	
Partecipazioni	0	0	0	0	0	-100%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%	0%	-100%	0	0	
Crediti verso altri	4	4	4	4	3	-23%	0%	8%	8%	-23%	0%	8%	8%	-6%	4	4	
C) Attivo circolante	7.446	8.480	6.044	6.455	6.356	-2%	7%	-29%	14%	-29%	14%	-29%	14%	-15%	6.956	6.406	
Rimanenze	1.048	1.329	1.034	1.007	1.081	7%	-3%	-22%	-22%	7%	-3%	-22%	-22%	3%	1.100	1.044	
Prodotti finiti e merci	1.048	1.329	1.034	1.007	1.081	11%	16%	-33%	-33%	11%	28%	28%	28%	-16%	4.689	4.354	
Crediti	4.848	5.917	3.972	4.619	4.089	-14%	28%	-50%	-50%	-14%	293%	293%	293%	-40%	3.141	2.597	
Verso clienti	4.014	4.320	2.176	2.791	2.402	-38%	10%	72%	72%	-38%	1758%	1758%	1758%	-1%	158	223	
Altri crediti tributari	8	68	267	293	153	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	11	11	
Imposte anticipate	11	11	11	11	11	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	1.360	1.500	
Imprese collegate/controllate/controllanti	800	1.500	1.500	1.500	1.500	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	88%	20	24	
Verso altri	15	19	19	24	23	-4%	26%	3%	3%	-4%	21%	51%	51%	0%	0	0	
Attività Finanziarie	0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1.167	1.008	
Disponibilità liquide	1.550	1.234	1.038	829	1.187	43%	-20%	-16%	-16%	43%	-20%	-20%	-20%	-23%	1.167	1.008	
D) Ratei e Risconti	16	16	15	19	5	-73%	32%	-7%	-1%	-73%	32%	-7%	-1%	-68%	14	12	
Ratei	16	16	15	19	5	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-68%	14	12	
Risconti														n.s.	n.s.	n.s.	
TOTALE ATTIVO	19.189	19.948	17.326	17.492	17.210	-2%	1%	-13%	4%	-2%	n.s.	n.s.	n.s.	-10%	18.233	17.351	
<i>Conti d'ordine</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>									<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	

Figura 12 - Passivo Patrimoniale, 31 Dicembre 2014

Stato Patrimoniale										Var %				Media			
										2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2013/2014	2014/2010	2010/2014	
										Var %	Var %	Var %	Var %	Var %	Var %	Var %	Media
										2010	2011	2012	2013	2014	2011/2010	2012/2011	2013/2014
A) Patrimonio Netto		12.724	12.964	12.901	12.516	12.576				2%	0%	-3%	0%	12.546	-1%	12.736	
Capitale		11.587	11.587	11.587	11.587	11.587				0%	0%	0%	0%	11.587	0%	11.587	
Riserva legale		343	378	419	444	454				10%	11%	6%	2%	449	32%	408	
Altre riserve		98	180	379	290	475				84%	111%	-23%	64%	382	386%	284	
Utile a nuovo		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	0	
Utile di periodo		696	820	516	194	60				18%	-37%	-62%	-69%	127	-91%	457	
B) Fondi per rischi ed oneri		278	272	271	100	100				-2%	0%	-63%	0%	100	-64%	204	
C) TFR subordinato		858	923	978	988	961				8%	6%	1%	-3%	974	12%	941	
D) Debiti		5.274	5.733	3.122	3.833	3.522				9%	-46%	23%	-8%	3.678	-33%	4.297	
Verso Banche		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Entro l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Oltre l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Acconti		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Verso fornitori		4.797	5.435	2.844	3.596	3.342				13%	-48%	26%	-7%	3.469	-30%	4.003	
Entro l'esercizio		4.797	5.435	2.844	3.596	3.342				13%	-48%	26%	-7%	3.469	-30%	4.003	
Oltre l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Tributari		298	147	127	85	19				-51%	-14%	-33%	-77%	52	-94%	135	
Entro l'esercizio		298	147	127	85	19				-51%	-14%	-33%	-77%	52	-94%	135	
Oltre l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	
Istituti previdenziali		86	77	81	77	71				-11%	5%	-5%	-8%	74	-18%	78	
Entro l'esercizio		86	77	81	77	71				-11%	5%	-5%	-8%	74	-18%	78	
Oltre l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	0	0	n.s.	0	
Verso altri		93	74	71	75	90				-20%	-5%	7%	20%	83	-3%	81	
Entro l'esercizio		93	74	71	75	90				-20%	-5%	7%	20%	83	-3%	81	
Oltre l'esercizio		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	0	
Altri debiti		0	0	0	0	0				n.s.	n.s.	n.s.	0	n.s.	0	0	
E) Ratei e Risconti		55	57	54	55	52				3%	-4%	2%	-7%	54	-6%	55	
Ratei		55	57	54	55	52				3%	-4%	2%	-7%	54	-6%	55	
Risconti										n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	
TOTALE PASSIVO		19.189	19.948	17.326	17.492	17.210				4%	-13%	1%	-2%	17.351	-10%	18.233	

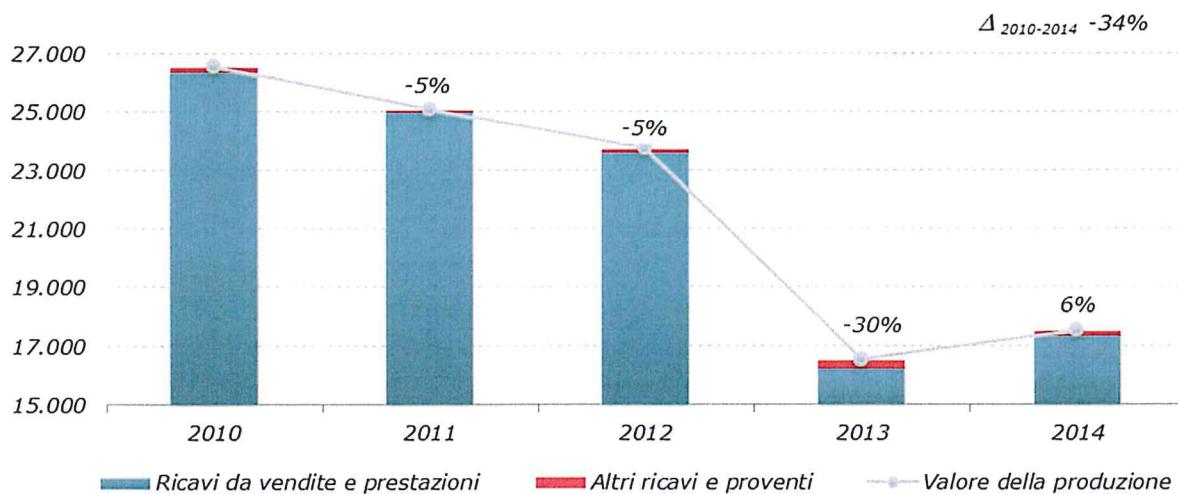
Nel 2014, il Valore della produzione si attesta pari a 17,549 milioni di Euro ed è composto quasi esclusivamente da "Ricavi da vendite e prestazioni" (99,1%) relative a vendite dirette delle farmacie e del magazzino, in quanto la componente "Altri ricavi e proventi" è estremamente contenuta (0,9%).

Figura 13 – Composizione Valore della produzione, 31 Dicembre 2014



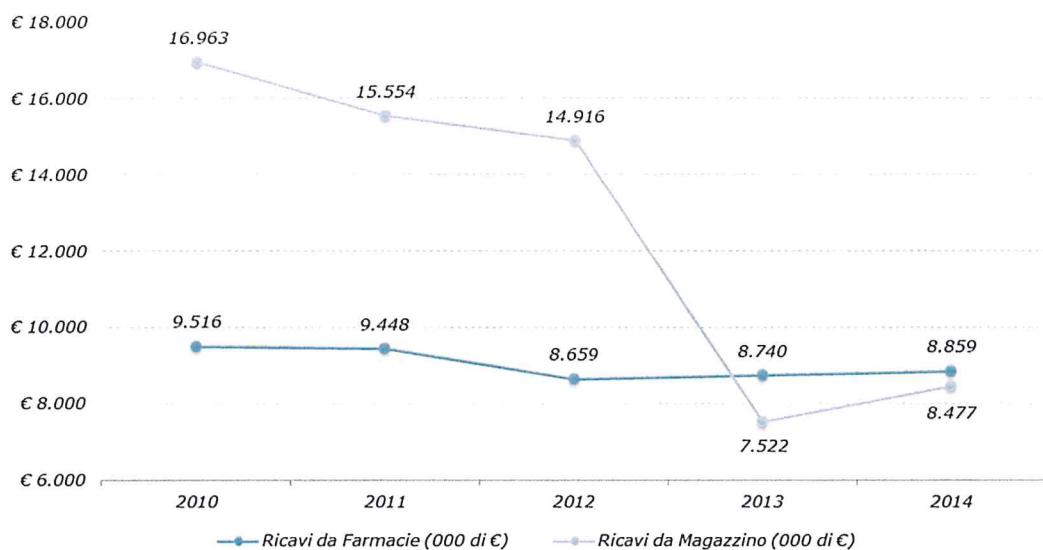
Dal confronto dei bilanci degli anni passati, si evince una riduzione del Valore della produzione dal 2010 al 2014 pari al 34%, corrispondente ad un tasso medio composto annuo (CAGR) pari al -10%. Nello specifico si è registrato una riduzione del Valore della produzione costante pari al 5% medio annuo dal 2010 al 2012, una riduzione più significativa pari al 30% tra il 2012 e il 2013, per poi evidenziare un lieve recupero nell'ultimo esercizio 2013-2014 pari al 6%.

Figura 14 – Trend 2010-2014, Valore della produzione



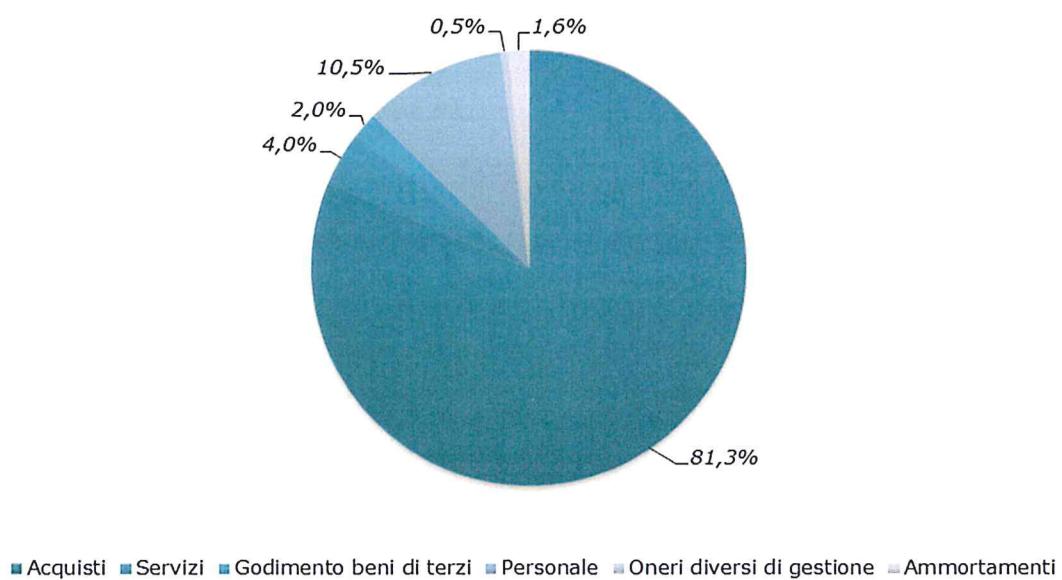
In particolare, a pesare sulla riduzione complessiva del fatturato, è stata la contrazione dei ricavi della vendita all'ingrosso calati, rispetto al 2010, del 50%. La componente di fatturato derivante dalla vendita dei prodotti al dettaglio, dopo la contrazione dell'8% circa, manifestatasi nel periodo 2011-2012, è invece rimasta stabile, attestandosi mediamente a 8,8 milioni di Euro.

Figura 15 – Trend 2010-2014, Dettaglio Ricavi da Farmacie e Ricavi da Magazzino



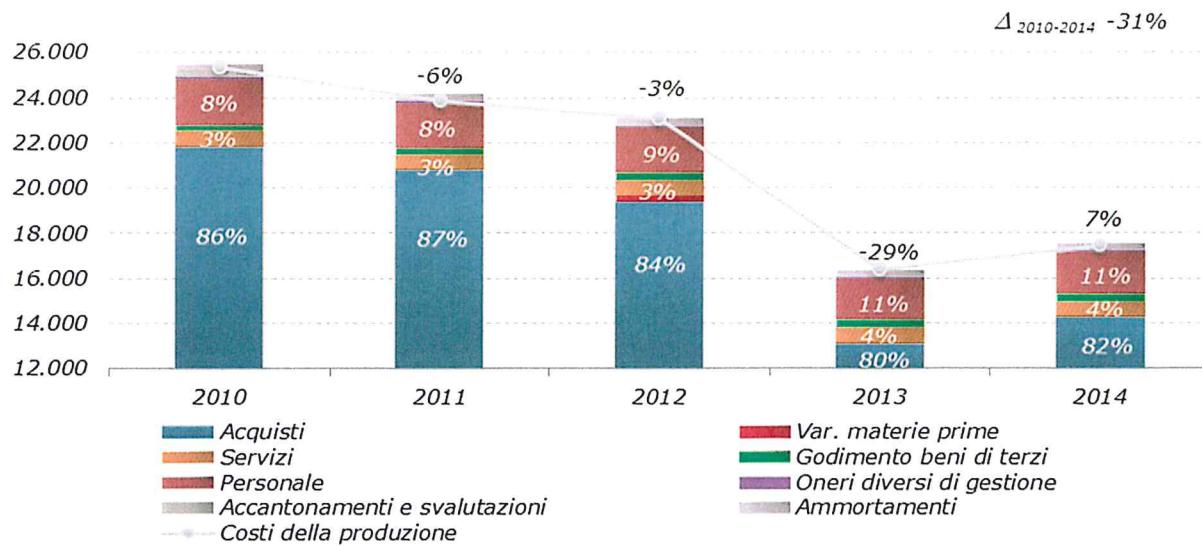
I Costi della produzione, pari al 99,6% del Valore della produzione, sono costituiti per circa l'81% dall'aggregato dei costi variabili legati agli "Acquisti" e "Variazione materie prime" (farmaci) per un totale di 14,199 milioni di Euro. La seconda voce più rilevante è costituita dal Personale (11%), seguita dai costi per servizi (4%).

Figura 16 – Composizione Costi della produzione, 31 Dicembre 2014



Dal 2010 i Costi della produzione hanno subito una contrazione complessiva del 31%, con un CAGR di -9%, prevalentemente motivata dal significativo calo dei costi variabili legati agli acquisti (-35%). Un marginale recupero si è registrato nel 2014 (+9%) motivato da un ripresa del 6% del fatturato sul 2013.

Figura 17 - Trend 2010-2014, Costi della produzione



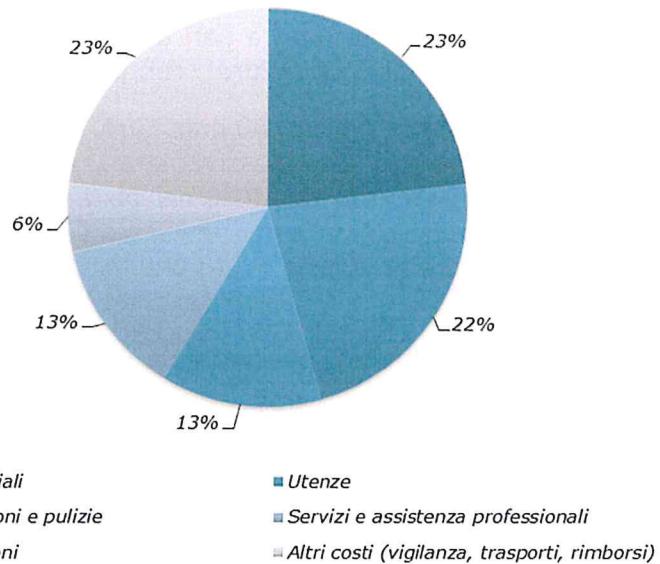
Il costo del personale, relativo a 38 dipendenti ridotti di ca. l'8% rispetto al 2010 per effetto del parziale ridimensionamento di ca. 1 unità nel periodo considerato, e rappresentato da un costo medio per risorsa, si è lievemente contenuto. Il costo del personale si è stabilizzato nell'ultimo anno, al netto degli adeguamenti salariali previsti dalla normativa vigente (ca. +1%).

Figura 18 – Confronto Personale 2010 - 2014

Personale 2010	N. FTE	Personale 2014	N. FTE
Quadri	0	Quadri	10
Impiegati	31	Impiegati	27
Operai	4	Operai	1
Tempo determinato	5	Tempo determinato	n.d.
Totale	40	Totale	38
<i>Costo medio FTE (k€)</i>	49,9	<i>Costo medio FTE (k€)</i>	48,6

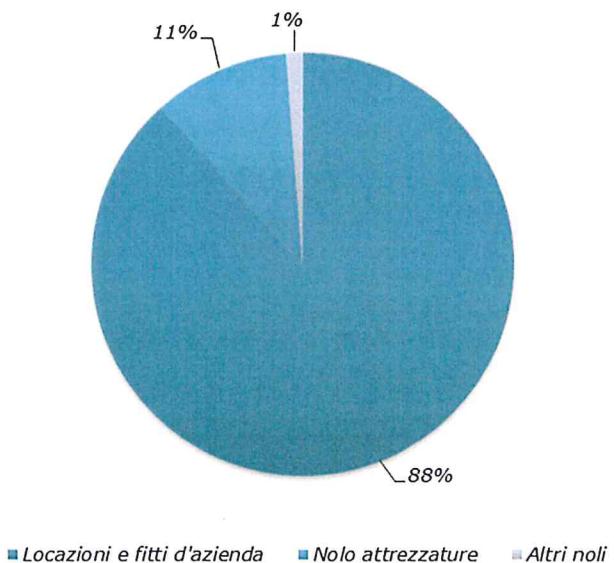
I Costi per servizi, rappresentanti una quota pari al 4% del totale dei Costi della produzione, sono costituiti prevalentemente da spese imputabili agli "Organi sociali" e ad "Altri costi" (entrambi al 23%), quest'ultimi relativi ai servizi di vigilanza, trasporto, rimborsi, ecc. Una quota rilevante appartiene anche alle "Utenze" (22%), mentre pesi inferiori appartengono ai costi per "Manutenzione e pulizie", "Servizi e assistenza professionali" (13%) e "Assicurazioni" (6%).

Figura 19 – Focus Costi per servizi



I Costi per il godimento dei beni di terzi, pari al 2% del totale dei Costi della produzione, sono relativi a "Locazioni e fitti d'azienda" (88%), "Nolo attrezzature" (11%) e "Altri noli" (1%).

Figura 20 – Focus Costi per godimento beni di terzi



A causa della riduzione del Valore della produzione maggiore di quella relativa ai Costi della produzione, nel corso degli anni, l'EBIT, che nel 2014 rappresenta lo 0,4% del "Valore della produzione", si è ridotto del 94%, con una importante contrazione nell'ultimo anno pari al 61%, con un CAGR del -50%.

Un parziale bilanciamento del risultato operativo nel 2014 si è registrato con i proventi finanziari (pari a ca. 64 mila Euro nel 2014) relativi, prevalentemente, agli strumenti finanziari di investimento a breve termine (sei mesi rinnovabili a scadenza) sottoscritti con la Controllante Alliance Healthcare per un capitale complessivo di 1,5 milioni di Euro ad un tasso del 4%. I

proventi finanziari relativi al prestito con la Controllante nel 2010 erano di ca. 41 mila Euro sono relativi ad un capitale investito di 800 mila Euro, cresciuti poi agli attuali livelli per effetto dell'incremento di 700 mila Euro delle risorse investite nel 2011.

Il Risultato ante imposte si attesta a valori pari a pari a ca. 138 mila Euro, complessivamente ridotto dell'89% rispetto al 2010 (1,229 milioni Euro), con un CAGR di -42%.

La gestione fiscale vede un totale imposte di ca. 80 mila Euro, anch'esse ridotte di ca. l'85% per effetto del crollo del reddito imponibile. Complessivamente, la gestione fiscale presenta una incidenza media sul Risultato ante imposte del 40% nel periodo considerato. Il 2014 ha visto una maggiore incidenza (57%), probabilmente per un meccanismo di saldi relativo alle imposte per l'esercizio precedente (2013) che invece ha avuto una incidenza fiscale del 27%.

Di conseguenza, dal 2010 il Risultato netto di esercizio, pari a 60 mila Euro nel 2014, ha subito una contrazione pari al 91% (CAGR -46%), passando da 696 mila Euro a 60 mila Euro (0,3% del Valore della produzione).

me

Figura 21 – Conto Economico, 31 Dicembre 2014

Conto Economico consumutivo		2010				2011				2012				2013				2014				Var %				CAGR																	
A) Valore della produzione, di cui:		26.550	25.102	23.764	16.552	17.549																																					
Ricavi da vendite e prestazioni		26.392	24.988	23.609	16.262	17.389																																					
Altri ricavi e proventi	158	114	156	291	160	-45%																																					
Variazione Rimanenze	0	0	0	0	0	n.s.																																					
Incremento immobilizzazioni	0	0	0	0	0	n.s.																																					
Altri ricavi e proventi	158	114	156	291	160	-45%																																					
Proventi diversi	0	0	0	0	0	n.s.																																					
B) Costi della produzione, di cui:		25.361	23.861	23.054	16.359	17.473																																					
Acquisti	21.825	20.802	19.393	13.104	14.272	9%																																					
Var. materie prime	-118	-281	295	26	-73	-380%																																					
Servizi	726	669	692	686	702	2%																																					
Godimento beni di terzi	269	277	314	343	356	4%																																					
Personale	1.996	2.005	1.972	1.835	1.847	1%																																					
Oneri diversi di gestione	123	94	96	73	91	24%																																					
Accantonamenti e svalutazioni	225	0	0	0	0	n.s.																																					
Ammortamenti	313	296	293	292	279	-6%																																					
EBIT A) - B)	1.190	1.241	710	194	76	-61%	-73%	-43%	4%	-94%	568	135	-50%																														
C) Proventi e oneri finanziari	36	52	86	67	63	-5%	-23%	66%	42%	75%	51	65	-15%																														
Proventi da partecipazioni	0	0	0	0	0	n.s.																																					
Altri proventi finanziari	41	53	87	68	64	-6%	-22%	65%	28%	55%	52	66	-12%																														
Utili/perdite su cambi	-4	0	0	0	0	-94%	-59%	-174%	-101%	-100%	-1	0	-87%																														
Interessi e oneri finanziari	1	1	1	2	1	-56%	117%	-27%	2%	-30%	1	1	-8%																														
D) Rettifiche di valore di attività fin.	0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.																														
Rivalutazioni	0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.																														
Svalutazioni	0	0	0	0	0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.																														
E) Proventi e oneri straordinari	3	0	0	3	-1	-140%	-1116%	47%	-108%	-146%	1	1	n.a.																														
Proventi	8	0	0	4	4	17%	121%	-21%	-98%	-42%	3	4	-13%																														
Oneri	5	0	0	1	6	736%	-67%	-38%	5%	-42%	2	3	3%																														
RISULTATO ANTE IMPOSTE	1.229	1.292	796	138		-47%	-67%	-38%	5%	-89%	620	201	-42%																														
Imposte sul reddito	533	473	280	69	79	14%	-75%	-41%	-11%	-85%	287	74	-38%																														
Imposte correnti	533	473	280	69	79	14%	-75%	-41%	-11%	-85%	239	74	-38%																														
Imposte anticipate/differite											n.s.	n.s.	n.s.																														
RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	696	820	516	194	60	-69%	-62%	-37%	18%	-91%	381	127	-46%																														

3.3 Indicatori reddituali economici e finanziari

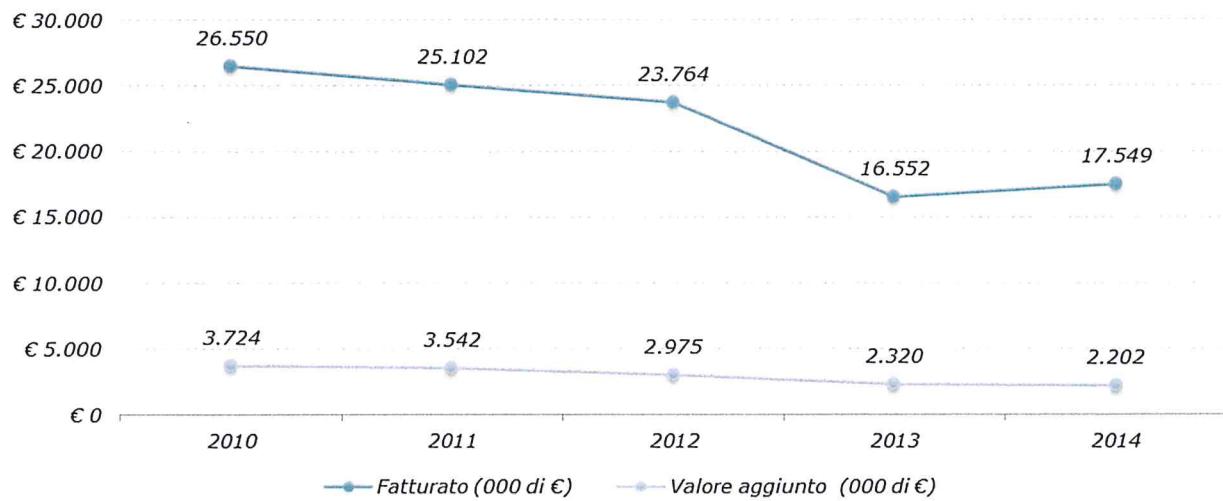
PERFORMANCE ECONOMICA E REDDITUALE

Figura 22 – Performance economica e reddituale (Euro/000)

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	Var % 2011/2010	Var % 2012/2011	Var % 2013/2012	Var % 2014/2013	Var % 2014/2010
Performance economica e reddituale										
Fatturato (000 di €)	26.550	25.102	23.764	16.552	17.549	-5%	-5%	-30%	6%	-34%
Ricavi da Farmacie (000 di €)	9.516	9.448	8.659	8.740	8.859	-1%	-8%	1%	1%	-7%
Ricavi da Magazzino (000 di €)	16.963	15.554	14.916	7.522	8.477	-8%	-4%	-50%	13%	-50%
Sconti e resi (000 di €)	-267	-271	-229	-225	-223	2%	-16%	-2%	-1%	-16%
Altri ricavi e proventi (000 di €)	338	371	419	515	437	10%	13%	23%	-15%	29%
Valore aggiunto (000 di €)	3.724	3.542	2.975	2.320	2.202	-5%	-16%	-22%	-5%	-41%
EBITDA (000 di €)	1.609	1.255	1.298	512	282	-22%	3%	-61%	-45%	-82%
EBIT (000 di €)	1.190	1.241	710	194	76	4%	-43%	-73%	-61%	-94%
NOPAT (000 di €)	657	768	431	125	-2	17%	-44%	-71%	-102%	-100%
Utile (000 di €)	696	820	516	194	60	18%	-37%	-62%	-69%	-91%
Valore aggiunto/Fatturato	14,0%	14,1%	12,5%	14,0%	12,5%	1%	-11%	12%	-11%	-11%
EBITDA Margin	6,1%	5,0%	5,5%	3,1%	1,6%	-17%	9%	-43%	-48%	-74%
ROS	4,5%	4,9%	3,0%	1,2%	0,4%	10%	-40%	-61%	-63%	-90%
Margine di Contribuzione %	17,8%	17,9%	16,6%	19,3%	18,3%	1%	-7%	16%	-5%	3%
ROE	5,5%	6,3%	4,0%	1,6%	0,5%	16%	-37%	-61%	-69%	-91%
Imposte/Risultato Ante Imposte	43%	37%	35%	26%	57%	-16%	-4%	-25%	117%	31%

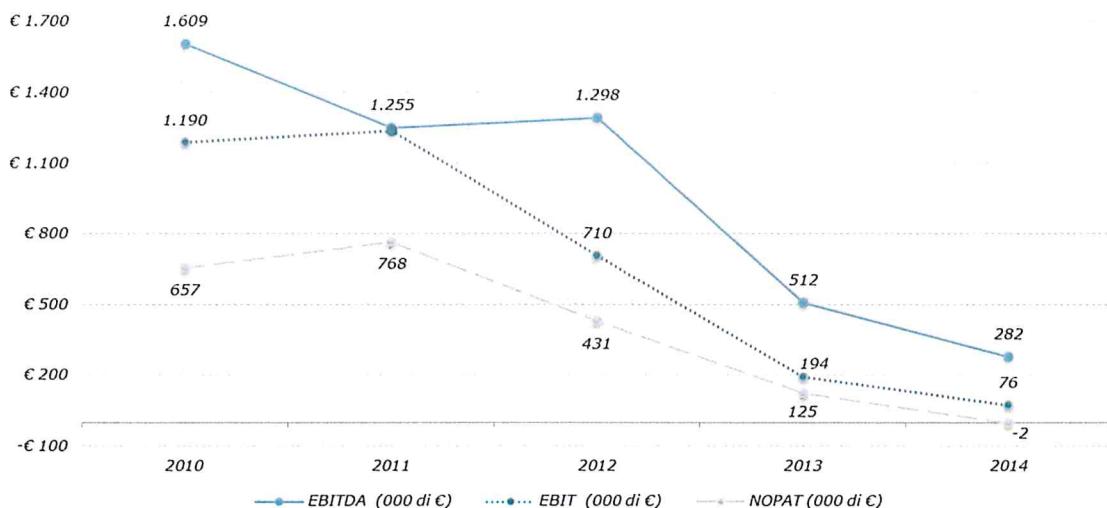
Il fatturato, che nel 2014 si attesta a 17,549 milioni di Euro, ha subito una contrazione complessiva dal 2010 al 2014 pari al 34% con una conseguente riduzione del Valore aggiunto del 41%. Da evidenziare che il crollo più significativo del fatturato e del Valore aggiunto si registra tra il 2012 e il 2013 rispettivamente pari al 30% e al 22%, in coincidenza con le nuove normative di settore. Per un approfondimento alle cause del picco negativo, si invita a fare riferimento al Capitolo 4 relativo a "Contesto normativo di riferimento ed evoluzione di mercato".

Figura 23 – Trend 2010-2014, Fatturato e Valore aggiunto (Euro/000)



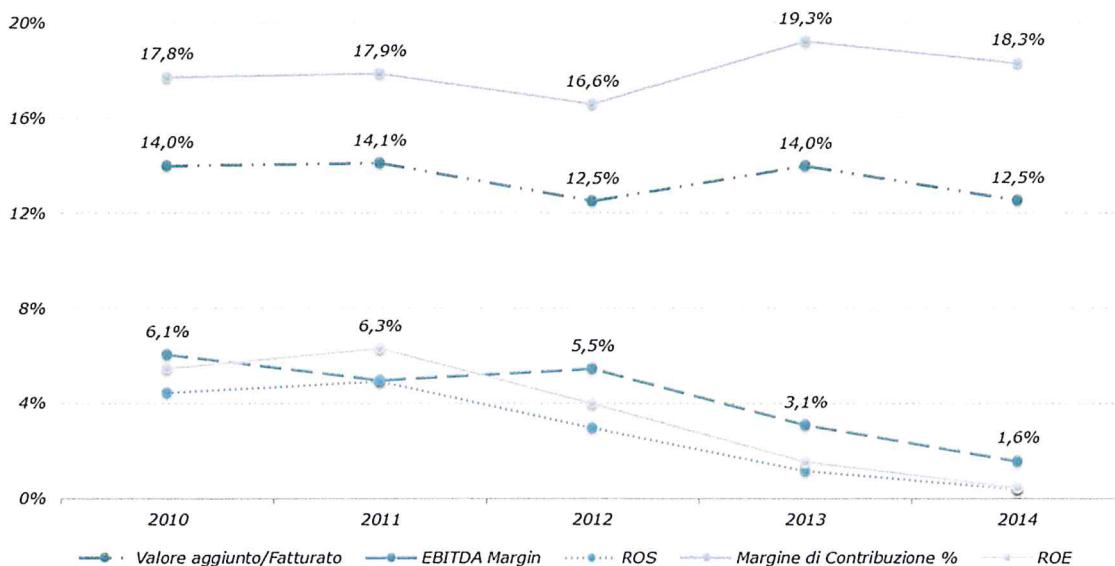
Di conseguenza, anche l'EBITDA e l'EBIT presentano un trend negativo, passando rispettivamente da 1.609 a 0,282 milioni di Euro e da 1.190 a 0,76 milioni di Euro. Tale andamento discendente ha generato nel 2014 un NOPAT negativo, pari a - 2 mila Euro.

Figura 24 – Trend 2010-2014, EBITDA, EBIT e NOPAT (Euro/000)



Nonostante durante il periodo considerato si sia verificata una riduzione del fatturato, sia il rapporto Valore aggiunto/Fatturato sia il Margine di Contribuzione % hanno evidenziato un andamento parallelo e pressoché costante grazie alla contestuale riduzione dei costi variabili, rappresentati prevalentemente dal costo d'acquisto di farmaci, che possiede una quota pari a circa l'84% del totale dei Costi della produzione. Tuttavia, il ROS (Return On Sales), rappresentante la redditività delle vendite, si è ridotto del 94% nel periodo considerato a causa della presenza di costi fissi, quali il costo del Personale che, nel corso degli ultimi quattro anni in esame, ha subito un incremento del 3%. Parimenti, l'Ebitda Margin ha subito una contrazione complessiva del 74%. Anche la capacità di generazione di Utile, nonostante il contributo positivo dato dai Proventi finanziari, si è ridotta sensibilmente con un crollo del 91% e con un conseguente andamento decrescente del ROE (Return On Equity) che si attesta allo 0,5% nel 2014 a fronte del 5,5% nel 2010 (-91%).

Figura 25 – Trend 2010-2014, Valore aggiunto/Fatturato, EBITDA Margin, ROS, Margine di Contribuzione e ROE



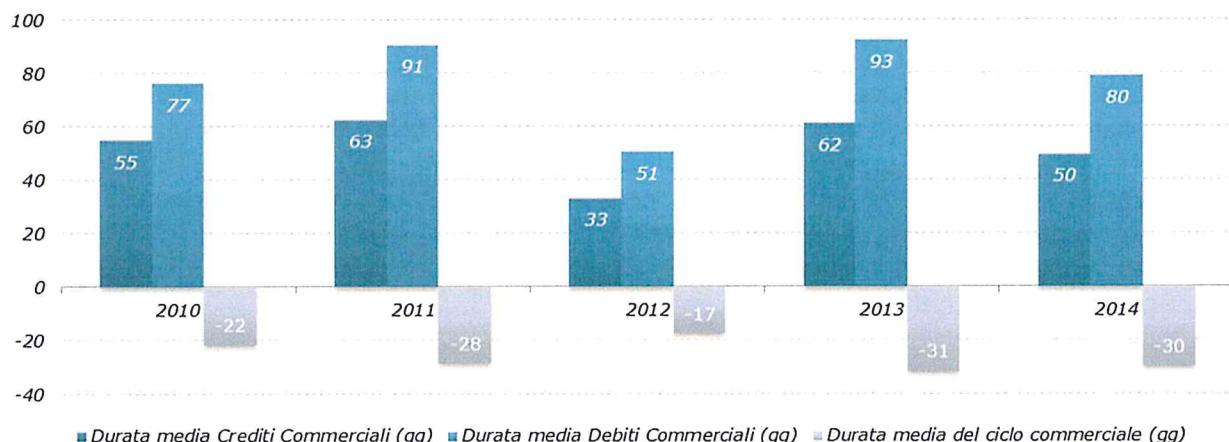
TASSI MEDI DI INCASSO/PAGAMENTO E ROTAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE

Figura 26 – Tassi di incasso/pagamento e Rotazione del capitale circolante

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	Var %				
						2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2014/2010
Tassi medi di incasso/pagamento e Rotazione del capitale circolante										
Crediti Verso Clienti/Fatturato	15%	17%	9%	17%	14%	14%	-47%	86%	-20%	-9%
Debiti Commerciali/Acquisti+Servizi+Godimento I	21%	25%	14%	25%	22%	19%	-44%	82%	-14%	4%
Durata media Crediti Commerciali (gg)	55	63	33	62	50	14%	-47%	84%	-19%	-9%
Durata media Debiti Commerciali (gg)	77	91	51	93	80	19%	-44%	82%	-14%	4%
Durata media del ciclo commerciale (gg)	-22	-28	-17	-31	-30	32%	-38%	79%	-5%	37%

L'attività di AMFA è caratterizzata da tempi di incasso dai clienti inferiori ai tempi di pagamento dei fornitori. Infatti è possibile constatare che dal 2010 al 2014, i Crediti verso i clienti rappresentano il 15% del Fatturato a fronte di un totale Debiti Commerciali su Costi (Acquisti, Servizi e Godimento Beni di Terzi) pari al 21% con una durata media del ciclo commerciale di -25 giorni, in miglioramento negli ultimi due anni.

Figura 27 – Tassi medi d'incasso/pagamento (giorni)



■ Durata media Crediti Commerciali (gg) ■ Durata media Debiti Commerciali (gg) ■ Durata media del ciclo commerciale (gg)

Figura 28 – Indicatori Patrimoniali e finanziari

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	Var %	Var %	Var %	Var %
						2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
Indicatori patrimoniali e finanziari									
Indice di liquidità	1,21	1,25	1,60	1,42	1,50	3%	29%	-11%	5%
Indice di copertura delle imm.zioni	0,92	0,88	0,87	0,88	0,86	-4%	-1%	1%	-2%
PFN (000 di €)	-2.350	-2.734	-2.538	-2.329	-2.687	16%	-7%	-8%	15%
Rapporto di indebitamento	0,66	0,65	0,74	0,72	0,73	-2%	15%	-4%	2%
Rapporto di indebitamento bancario	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
PFN/Patrimonio netto	-18%	-21%	-20%	-19%	-21%	14%	-7%	-5%	15%
Debiti Bancari/Fatturato	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
PFN/Ebitda	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBITDA/PFN	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

pe

La Società presenta buoni indicatori sia patrimoniali che finanziari con:

- Indice di liquidità mediamente superiore all'unità e pari a 1,50 nel 2014;
- Indice di copertura delle immobilizzazioni appena sotto l'unità;
- PFN negativa (anche per assenza dell'indebitamento bancario) e, al lordo dello strumento di investimento a breve termine di 1,5 milioni di Euro con la Controllante pari a -2,687 milioni di Euro nel 2014 (valori pressoché analoghi negli anni precedenti);

Figura 29 – Analisi dei flussi per gestioni (Euro/000)

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	Var %					
						2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2014/2011	
Rendiconto Finanziario											
Disponibilità inizio periodo	n.s.	1.550	1.234	1.038	829		n.s.	-20%	-16%	-20%	-47%
Flussi gestione reddituale ante variazione CCN	n.s.	1.174	863	325	311		n.s.	-27%	-62%	-4%	-73%
Flussi gestione caratteristica	n.s.	984	491	413	468		n.s.	-50%	-16%	13%	-52%
Flussi gestione investimenti	n.s.	-720	-107	-42	-111		n.s.	-85%	-61%	162%	-85%
Investimenti a breve termine	n.s.	-700	0	0	0		n.s.	-100%	n.s.	n.s.	-100%
Flussi da gestione finanziaria	n.s.	-580	-580	-579	1		n.s.	0%	0%	-100%	-100%
Flussi sul capitale (dividendi)	n.s.	-579	-579	-579	0		n.s.	0%	0%	-100%	-100%
Flusso monetario di periodo	n.s.	-317	-196	-209	358		n.s.	-38%	7%	-271%	-213%
Disponibilità di fine periodo	n.s.	1.234	1.038	829	1.187		n.s.	-16%	-20%	43%	-4%
Free cash flow medio annuo	n.s.	963	384	370	357		n.s.	-60%	-4%	-4%	-63%

* Il Free cash flow medio annuo è calcolato al lordo dell'incremento di 700 mila Euro investiti nello strumento a breve termine di ottimizzazione di liquidità stipulato con la controllante Alliance Healthcare.

Il Free cash flow medio annuo si è notevolmente ridotto (-63%) dal 2011 al 2014 attestandosi a ca. 357 mila Euro nell'ultimo anno. La Società comunque, pur a fronte di una generazione di flussi positivi, ma decrescenti, ha garantito l'erogazione dei dividendi agli azionisti fino al 2013. Lo stock di cassa, complessivamente si è mantenuto costante ed a livelli mediamente superiori a 1 milione di Euro nel periodo considerato.

Figura 30 – Trend 2011-2014, Disponibilità liquide e Free cash flow

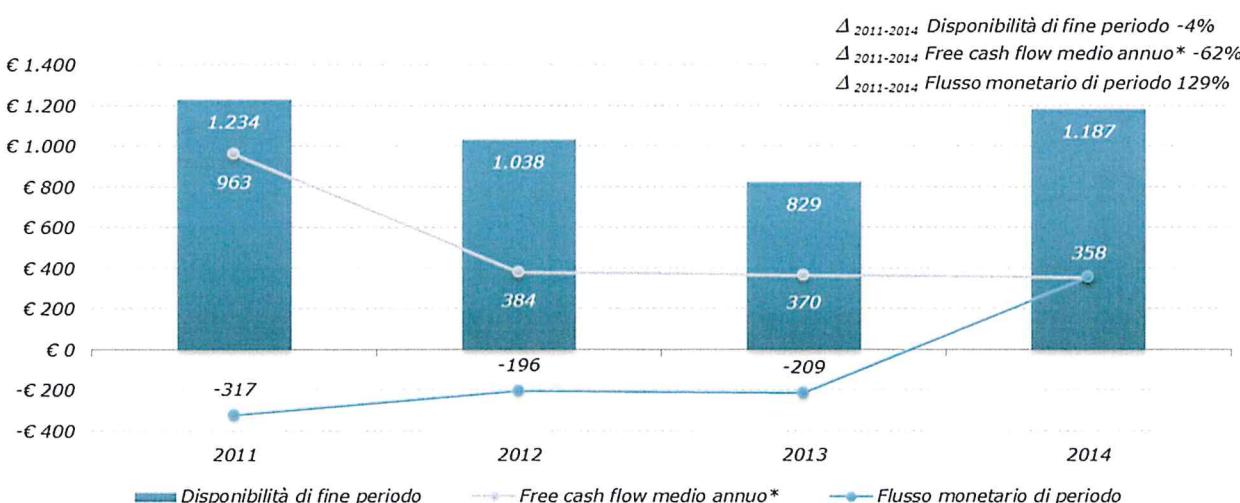


Figura 31 – Indicatori di produttività (Euro/000)

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	Var % 2011/2010	Var % 2012/2011	Var % 2013/2012	Var % 2014/2013
Indicatori di produttività									
N. medio dipendenti	40,5	41,0	41,0	38,5	38,0	1%	0%	-6%	-1%
Fatturato/Dipendente (000 di €)	656	612	580	430	462	-7%	-5%	-26%	7%
Fatturato Farmacie/Dipendente (000 di €)	235	230	211	227	233	-2%	-8%	7%	3%
VA/Dipendente (000 di €)	92	86	73	60	58	-6%	-16%	-17%	-4%
EBITDA/Dipendente (000 di €)	40	31	32	13	7	-23%	3%	-58%	-44%
Utile/Dipendente (000 di €)	17	20	13	5	2	16%	-37%	-60%	-69%

Il Personale ha presentato una marginale contrazione di ca 2 unità nel corso degli ultimi due anni. Gli indicatori di produttività sono calati sensibilmente per effetto di quanto già esposto in termini di calo del Fatturato e del Valore Aggiunto. Il Fatturato complessivo rapportato al numero totale di dipendenti è calato del 30%. Tuttavia se si considera unicamente il fatturato da farmacie, la produttività è rimasta stabile a livelli di ca. 230 mila Euro. Per gli aspetti citati, l'utile per dipendente è significativamente calato del 69%.

Figura 32 – Trend 2010-2014, Fatturato/Dipendente e VA/Dipendente

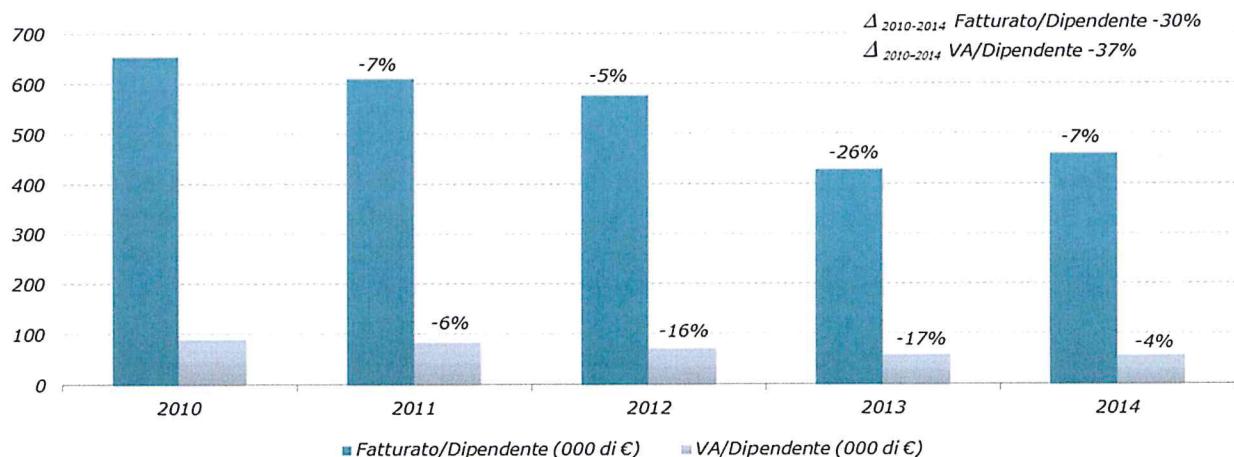
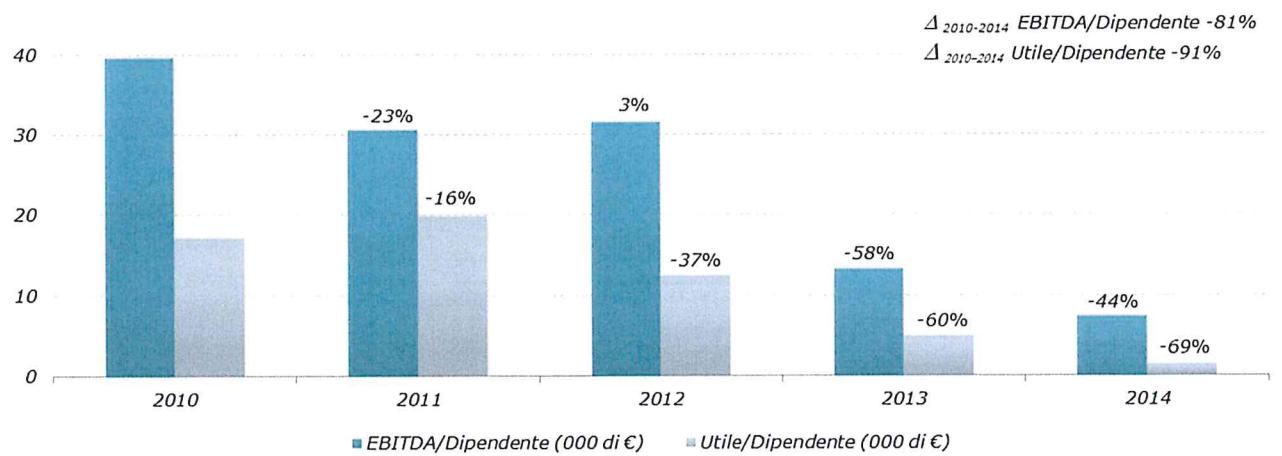


Figura 33 – Trend 2010-2014, EBITDA/Dipendente e Utile/Dipendente



3.4 Considerazioni di sintesi

L'analisi dei bilanci degli ultimi cinque anni evidenzia come il fatturato della Società sia stato caratterizzato da una significativa a causa dell'evoluzione della normativa di settore⁵ (in particolare delle modifiche introdotte tra il 2012 e il 2013). Si registra tuttavia, una parziale ripresa del 6% avvenuta nel 2014.

Sebbene siano stati ridotti i costi variabili (acquisti di farmaci ed efficientamento della gestione del magazzino), rappresentanti circa l'82% del totale, pur a fronte di un margine di contribuzione pressoché stabile, la redditività delle vendite ha continuato a ridursi nel tempo prevalentemente a causa di una struttura di costi fissi comunque solo parzialmente compressi. D'altronde, la peculiarità dell'attività svolta e delle professionalità richieste rispetto ai rapporti con l'utenza, comporta in genere limitati margini di contrazione dei costi del personale.

La Società presenta, comunque, buoni indicatori patrimoniali e finanziari, specialmente data l'assenza di indebitamento finanziario sia a breve che a medio-lungo termine e buoni indicatori di liquidità e di gestione del capitale circolante, data la tipologia di attività esercita.

A causa dell'erosione sia della marginalità (EBITDA), sia dell'utile la Società ha interrotto la distribuzione dei dividendi⁶ nel 2014.

4. Contesto normativo di riferimento ed evoluzione di mercato

4.1 Quadro normativo e regolamentare di riferimento

Si riportano di seguito le parti delle disposizioni di legge che riguardano la gestione delle farmacie comunali, nel cui prosieguo si farà ampio riferimento.

Legge - 02/04/1968, n. 475 - Gazzetta Uff. 27/04/1968, n. 107

- **Art. 9:** "La titolarità delle farmacie che si rendono vacanti e di quelle di nuova istituzione a seguito della revisione della pianta organica può essere assunta per la metà dal comune. Le farmacie di cui sono titolari i comuni possono essere gestite, ai sensi della legge 8 giugno 1990, n. 142, nelle seguenti forme:
 - a) in economia;
 - b) a mezzo di azienda speciale;
 - c) a mezzo di consorzi tra comuni per la gestione delle farmacie di cui sono unici titolari;
 - d) a mezzo di società di capitali costituite tra il comune e i farmacisti che, al momento della costituzione della società, prestino servizio presso farmacie di cui il comune abbia la titolarità. All'atto della costituzione della società cessa di diritto il rapporto di lavoro dipendente tra il comune e gli anzidetti farmacisti.⁷

Nel caso che la sede della farmacia resasi vacante o di nuova istituzione accolga uno o più ospedali civili, il diritto alla prelazione per l'assunzione della gestione spetta

⁵ Riferimento al Capitolo 4 intitolato "Contesto normativo di riferimento ed evoluzione di mercato"

⁶ La Società ha distribuito mediamente circa 580 mila Euro annui di dividendi nel periodo 2010-2013

⁷ Comma sostituito dall'articolo 10 della Legge 8 Novembre 1991, n. 362.



rispettivamente all'amministrazione dell'unico ospedale o di quello avente il maggior numero di posti letto.

Quando la farmacia vacante o di nuova istituzione sia unica, la prelazione prevista ai commi precedenti si esercita alternativamente al concorso previsto al precedente articolo 3, tenendo presenti le prelazioni previste nei due commi precedenti per determinare l'inizio dell'alternanza.

Quando il numero delle farmacie vacanti e di nuova istituzione risulti dispari la preferenza spetta, per l'unità eccedente, al comune. Sono escluse dalla prelazione e sono messe a concorso le farmacie il cui precedente titolare abbia il figlio o, in difetto di figli, il coniuge farmacista purché iscritti all'albo. Nei casi di relazione previsti dal presente articolo restano salvi gli obblighi contemplati dall'articolo 110 del testo unico delle leggi sanitarie approvato con regio decreto 27 luglio 1934, n. 1265".⁸

Legge - 08/11/1991, n. 362 - Gazzetta Uff. 16/11/1991, n. 269

- **Art. 8. Gestione societaria: incompatibilità**

"1. La partecipazione alle società di cui all'articolo 7, salvo il caso di cui ai commi 9 e 10 di tale articolo, è incompatibile:

- a) *con qualsiasi altra attività esplicata nel settore della produzione, [...] intermediazione e informazione scientifica del farmaco;*
- b) *con la posizione di titolare, gestore provvisorio, direttore o collaboratore di altra farmacia;*
- c) *con qualsiasi rapporto di lavoro pubblico e privato.*

2. Lo statuto delle società di cui all'articolo 7 e ogni successiva variazione sono comunicati alla Federazione degli ordini dei farmacisti italiani nonché all'assessore alla sanità della competente regione o provincia autonoma, all'ordine provinciale dei farmacisti e alla unità sanitaria locale competente per territorio, entro sessanta giorni dalla data dell'autorizzazione alla gestione della farmacia.

3. La violazione delle disposizioni di cui al presente articolo e all'articolo 7 comporta la sospensione del farmacista dall'albo professionale per un periodo non inferiore ad un anno. Se è sospeso il socio che è direttore responsabile, la direzione della farmacia gestita da una società è affidata ad un altro dei soci. Se sono sospesi tutti i soci è interrotta la gestione della farmacia per il periodo corrispondente alla sospensione dei soci. L'autorità sanitaria competente nomina, ove necessario, un commissario per il periodo di interruzione della gestione ordinaria, da scegliersi in un elenco di professionisti predisposto dal consiglio direttivo dell'ordine provinciale dei farmacisti".

- **Art. 12. Trasferimento della titolarità di farmacie in gestione comunale:**

"1. Il comma 2 dell'articolo 15-quinquies del decreto-legge 28 dicembre 1989, n. 415, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 febbraio 1990, n. 38, si applica anche alle

⁸ Il D.L. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla L. 24 Marzo 2012, n. 27, ha disposto (con l'art. 11, comma 3) che "In deroga a quanto previsto dall'articolo 9 della Legge 2 Aprile 1968, n. 475, sulle sedi farmaceutiche istituite in attuazione del comma 1 o comunque vacanti non può essere esercitato il diritto di prelazione da parte del comune".

farmacie gestite dal comune o da azienda municipalizzata o speciale di cui all'articolo 23 della legge 8 giugno 1990, n. 142, con modalità da stabilirsi con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, anche a tutela del personale dipendente.

2. In caso di trasferimento della titolarità della farmacia comunale, i dipendenti hanno diritto di prelazione e ad essi si applicano le norme dell'articolo 7.

3. La facoltà del comune di esercitare la prelazione per l'assunzione della gestione della farmacia vacante o di nuova istituzione ai sensi dell'articolo 9 della legge 2 aprile 1968, n. 475, e successive modificazioni, è sospesa per tre anni qualora il comune abbia trasferito la titolarità della farmacia ai sensi del comma 1 del presente articolo.”

D. Lgs. 24-4-2006 n. 219 - Attuazione della direttiva 2001/83/CE (e ss. mm. ii.) relativa ad un codice comunitario concernente i medicinali per uso umano, nonché della direttiva 2003/94/CE. Pubblicato nella Gazz. Uff. 21 giugno 2006, n. 142 S.O.

- **Art. 100. Autorizzazione alla distribuzione all'ingrosso dei medicinali:** “(...) 1-bis. I farmacisti e le società di farmacisti, titolari di farmacia ai sensi dell'articolo 7 della legge 8 novembre 1991, n. 362, nonché le società che gestiscono farmacie comunali possono svolgere attività di distribuzione all'ingrosso dei medicinali, nel rispetto delle disposizioni del presente titolo. Parimenti le società che svolgono attività di distribuzione all'ingrosso di medicinali possono svolgere attività di vendita al pubblico di medicinali attraverso la gestione di farmacie comunali⁹. (...) 4-bis. Sono fatti salvi gli effetti degli affidamenti della gestione delle farmacie comunali a società che svolgono attività di distribuzione all'ingrosso di medicinali, nonché dell'acquisizione da parte di tali società di partecipazioni in società affidatarie della gestione di farmacie comunali, effettuati prima della data di entrata in vigore del presente decreto legislativo”.¹⁰

Dalla rassegna normativa emerge chiaramente che nell'ordinamento italiano sussiste un doppio regime; quello per la gestione delle farmacie private e quello per le farmacie pubbliche dei Comuni.

La disciplina testé esposta è stata oggetto di una pronuncia della **Corte di Giustizia UE**¹¹ che, per quanto riguarda il regime della gestione delle farmacie pubbliche dei Comuni ha sentenziato come essa non osti con la disciplina del trattato UE la partecipazione di soggetti diversi dai farmacisti al capitale delle società comunali che gestiscono le farmacie comunali.

All'attenzione della Corte Ue è stato portato il testo dell'art. 116 comma 1 del TUEL (Testo Unico Enti Locali) che all'epoca aveva il tenore riportato nel testo della stessa sentenza.

Ad oggi il tenore dell'art. 116 comma 1 è cambiato come di seguito riportato:

“ 1. Gli enti locali possono, per l'esercizio di servizi pubblici di cui all'articolo 113-bis e per la realizzazione delle opere necessarie al corretto svolgimento del servizio nonché per la realizzazione di infrastrutture ed altre opere di interesse pubblico, che non rientrino, ai sensi della vigente legislazione statale e regionale, nelle competenze istituzionali di altri enti, costituire apposite società per azioni senza il vincolo della proprietà pubblica maggioritaria anche in deroga ai vincoli derivanti da disposizioni di legge specifiche. Gli enti interessati provvedono alla scelta dei soci privati e all'eventuale collocazione dei titoli azionari sul mercato con procedure di

⁹ Comma aggiunto dal comma 16 dell'art. 2, D. Lgs. 29 Dicembre 2007, n. 274 (Gazz. Uff. 14 Febbraio 2008, n. 38).

¹⁰ Comma aggiunto dal comma 1 dell'art. 20, D.L. 25 Settembre 2009, n. 135, come modificato dalla relativa Legge di conversione.

¹¹ Corte UE sezione grande 19/05/2009 n. C-531/06.

evidenza pubblica. L'atto costitutivo delle società deve prevedere l'obbligo dell'ente pubblico di nominare uno o più amministratori e sindaci. Nel caso di servizi pubblici locali una quota delle azioni può essere destinata all'azionariato diffuso e resta comunque sul mercato."

Implicitamente la sentenza delle Corte di Giustizia ha ritenuto non contrario alle regole del trattato UE la disciplina delle farmacie pubbliche comunali.

La modifica che interessa mettere in evidenza è riferita al fatto che il precedente testo di Legge faceva riferimento genericamente all'esercizio dei servizi pubblici, ora invece si fa riferimento solo ai servizi pubblici locali di cui all'art. 113 bis del TUEL, cioè solo quelli privi di rilevanza economica. Ne consegue che le disposizioni contenute nell'art. 116 si applicano unicamente ai servizi pubblici privi di rilevanza economica, fra i quali non rientra la questione delle farmacie comunali.

La normativa analizzata evidenzia inoltre che, nell'ambito delle farmacie comunali, occorre effettuare un distinguo tra proprietà/titolarità della farmacia e gestione della farmacia.

La titolarità della farmacia può essere di diverse tipologie: urbana e rurale, privata, pubblica, succursale, ospedaliera. La farmacia pubblica è quella il cui titolare è una persona giuridica, cioè il Comune rappresentato dal Sindaco. Questa farmacia trae origine dal diritto di prelazione esercitabile dal Comune nel 50% delle farmacie resesi vacanti o di nuova istituzione Legge 362/1991.

In merito alla cessione si ritiene utile precisare fin d'ora che la cessione della titolarità delle farmacie da parte dei comuni è espressamente consentita dall'art. 15 *quinquies* comma 2 del D.L. 415/1968. Diversa è la gestione delle farmacie i cui modelli sono elencati nell'articolo 9 della Legge 475/1968 e oggetto di analisi nella parte seconda.

4.2 Individuazione dei modelli organizzativi riscontrati nel tempo per la gestione delle farmacie comunali

L'art. 23 bis sopra citato è stato oggetto di modifica da parte dell'art. 15 comma 1 del D.L. 25/09/2009 n. 135 conv. con mod. nella Legge 20.11.2009 n. 166 in base al quale il comma primo del predetto art. 23 bis recita:

*"(...) Le disposizioni contenute nel presente articolo si applicano a tutti i servizi pubblici locali e prevalgono sulle relative discipline di settore con esse incompatibili. **Sono fatte salve le disposizioni del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164, e dell'articolo 46-bis del decreto-legge 1° ottobre 2007, n. 159, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222, in materia di distribuzione di gas naturale, le disposizioni del decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79, e della legge 23 agosto 2004, n. 239, in materia di distribuzione di energia elettrica, le disposizioni della legge 2 aprile 1968, n. 475, relativamente alla gestione delle farmacie comunali, nonché quelle del decreto legislativo 19 novembre 1997, n. 422, relativamente alla disciplina del trasporto ferroviario regionale."***

Sulla questione interviene anche l'art. 1 del regolamento sui servizi pubblici locali (D.P.R. 168/2010 portante il "Regolamento di attuazione dell'articolo 23-bis del decreto-legge 25 Giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 Agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni, in materia di servizi pubblici locali di rilevanza economica" che esclude dalla propria disciplina (c.d ambito di applicazione) la gestione delle farmacie comunali, di cui alla Legge 475/1968.

Ne dovrebbe conseguire che, per quanto fino a questo momento sostenuto, la gestione delle farmacie comunali attuate secondo i quattro modelli previsti dalla Legge 475/1968 non può essere incisa dal Regolamento dei servizi pubblici locali. Il noto periodo "**sono fatte salve le disposizioni della legge 2 aprile 1968, n. 475**" non può che interpretarsi come l'assunzione

del principio di equi ordinazione dell'art. 23 bis con la Legge speciale della gestione delle farmacie, da cui consegue che le disposizioni del Regolamento non possono incidere i modelli (equi ordinati) della Legge 475/1968, in quanto diversamente ne inficerebbero la relativa capacità di attuazione.

In questo senso anche la giurisprudenza amministrativa di merito che affermava in vigore dell'art. 23 bis del D.L. 112/2008: "L'art. 23 bis D.L. n. 112/2008, pertanto, fa salve le predette disposizioni per evitare che la regola della prevalenza delle nuove norme sulle discipline di settore potesse far ritenere abrogato per incompatibilità l'art. 9 della legge n. 475/1968, che prevede quattro diverse forme di gestione delle farmacie di cui sono titolari i comuni: a) in economia; b) a mezzo di azienda speciale; c) a mezzo di consorzi tra comuni per la gestione delle farmacie di cui sono unici titolari; d) a mezzo di società di capitali costituite tra il comune e i farmacisti che, al momento della costituzione della società, prestino servizio presso farmacie di cui il comune abbia la titolarità.

Se, dunque, è consentito ai Comuni accedere alle forme di gestione delle farmacie comunali di cui all'art. 9 citato, non si può per questo affermare che la disciplina di cui alla L. 475 sia l'unica applicabile al settore farmaceutico, senza possibilità di ricorso al mercato mediante procedure ad evidenza pubblica per l'affidamento della gestione delle farmacie comunali, atteso che la gara costituisce la modalità ordinaria che i Comuni devono utilizzare per l'affidamento dei servizi pubblici locali.

In conclusione, facendo salva la normativa di settore, l'art. 23 bis del D.L. n. 112/2008 ha voluto garantire la sopravvivenza di forme di gestione diretta delle farmacie comunali che, altrimenti, sarebbero state travolte dall'entrata in vigore del citato art. 23 bis, il quale stabilisce la regola dell'affidamento dei servizi tramite gara pubblica, in ossequio ai principi di diritto comunitario."¹²

Con il referendum del 11 e 12 Giugno è stato abrogato l'art. 23 bis. La stessa Corte costituzionale¹³, che ha ammesso il referendum, afferma che in corso di abrogazione del predetto art. 23 bis, non si crea un vulnus normativo ma si deve ricorrere ai principi e alla disciplina comunitaria sulla gestione dei servizi pubblici locali.

Con l'esito referendario non esiste più nell'ordinamento nazionale una disciplina dei modelli di gestione dei servizi pubblici locali, né una loro gerarchia come invece prevedeva il 23 bis.

Pertanto rimangono confermati i modelli organizzativi per la gestione delle farmacie comunali previsti dalla disciplina speciale (Legge - 02/04/1968, n. 475 - Art. 9) e quelli che la disciplina comunitaria ammette per la gestione dei servizi pubblici locali secondo l'interpretazione dinamica proposta dalla dottrina¹⁴.

L'art. 4 del D.L. 138/2011 ha dunque riproposto la disciplina dei servizi pubblici locali in analogia sia a quanto prevedeva l'art. 23 bis del D.L. 112/2008 ed in parte recependo anche il relativo regolamento di attuazione.

Ai fini che interessano in questa sede si evidenzia come:

- sia riproposta la gerarchia dei modelli di gestione con la preferenza per l'affidamento con gara;
- viene riproposta la società mista pubblico privato con la gara a doppio oggetto;

¹² Tar Sicilia Catania sez. IV 28/06/2011 n. 1598.

¹³ Corte Costituzionale, ordinanza 26/1/2011 n. 24.

¹⁴ Stefano Colombari "Nuova disciplina dei servizi pubblici locali e farmacie comunali: ingerogabilità, integrazione o specialità?" in Foro amm. TAR 2005, 5, 1787.



- l'*in house* è consentito solo per valore economico del servizio inferiore ad Euro 900.000,00.

Inoltre l'art. 4 comma 34 dispone:

"34. Sono esclusi dall'applicazione del presente articolo il servizio idrico integrato, ad eccezione di quanto previsto dai commi 19 a 27, il servizio di distribuzione di gas naturale, di cui al decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164, il servizio di distribuzione di energia elettrica, di cui al decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79 e alla legge 23 agosto 2004, n. 239, il servizio di trasporto ferroviario regionale, di cui al decreto legislativo 19 novembre 1997, n. 422, nonché la gestione delle farmacie comunali, di cui alla legge 2 aprile 1968, n. 475."

A seguito dell'emanazione di tale disposizione emerge la necessità di un approfondimento per vagliare la validità della tesi assunta dalla precedente dottrina e giurisprudenza sulla equi ordinazione dei modelli di gestione previsti dalla norma speciale con quelli previsti dalla normativa generale sui servizi pubblici locali.

Innanzitutto si deve osservare che il titolo dell'art. 4 è intitolato "Adeguamento della disciplina dei servizi pubblici locali al referendum popolare e alla normativa dell'unione europea" in linea con l'orientamento che vieta al legislatore di intervenire ex novo - almeno fino al termine delle legislature - in materie oggetto di espressione di volontà popolare come il referendum abrogativo. Pertanto l'art. 4 in discussione non rappresenta una nuova normativa ma un mero recepimento ("adeguamento") ai principi comunitari sulla disciplina dei servizi pubblici locali.

Emerge quindi che non si ha un mutamento sostanziale sotto il profilo interpretativo rispetto al quadro ordinamentale che si era determinato subito dopo il referendum, anche se occorre effettuare le seguenti precisazioni:

- l'art. 4 non incide sui modelli gestionali delle farmacie comunali previsti dalla norma speciale contenuta nell'art. 9 della Legge - 02/04/1968, n. 475;
- i modelli ammessi dai principi comunitari, secondo la teoria dell'interpretazione dinamica, vengono limitati proprio dall'art. 4 secondo il noto principio statuito dalla sentenza della Corte Costituzionale (sentenza n. 235 del 2010), in base alla quale il legislatore nazionale può intervenire con misure più tutelanti per la concorrenza: è il caso dell'affidamento *in house* a società che gestisce farmacie comunali (senza la presenza dei farmacisti privati dipendenti) limitato al caso in cui il valore economico dei servizi sia inferiore ad euro 900.000,00.

In senso conforme alla teoria dinamica anche dopo l'emanazione dell'art. 4 del D.L. 138/2011 la Corte dei Conti sezione controllo per la Lombardia (delibera m. 489/2011/Par) ha avuto modo di affermare:

"Tuttavia, l'esclusione legislativa e il recupero dei valori normativi inseriti nel tessuto normativo della legge 2 aprile 1968, n. 475, non può condurre l'interprete ad obliterare i canoni giuridici oramai uniformemente operanti nella materia dei servizi pubblici locali. Si dovrà, semmai, adeguare la disciplina e l'esegesi delle norme settoriali ricorrendo ai principi generali di sistema e alle norme contenute nella legislazione finanziaria in tema di servizi pubblici locali."

Inoltre, non può tacersi che numerose norme di richiamo indicate nell'art. 4 [del D.L. 138/2011 - n.d.r.], sono esse stesse disposizioni inderogabili di ordine pubblico economico, da intendersi principi di coordinamento della finanza pubblica locale.

Se è vero che l'art. 4 del D.L. 13 agosto 2011, n.138 mantiene inalterato il regime dei settori esclusi nella stessa misura in cui lo disciplinava l'abrogato art. 23 bis del D.L. 25 giugno 2008, n.112, è parimenti sostenibile che nella complessa materia dei servizi pubblici locali, sono operanti numerosi principi cardine derivanti dal processo di penetrazione delle regole comunitarie nell'ordinamento statuale.

Il preceitto normativo di tali disposizioni, riprodotto ad esempio nell'art. 4 comma 17, pur al cospetto di un regime settoriale, mantiene intatta la forza di legge regolatrice del sistema ben oltre il richiamo previsto dall'art. 4, il cui quadro normativo di riferimento è sopravvissuto sostanzialmente invariato agli emendamenti apportati in sede di conversione del decreto legge 13 agosto 2011, n.138 (in corso di pubblicazione).

La disciplina compiuta del servizio di farmacia comunale deve essere ricostruita a cura dell'interprete, secondo un approdo ermeneutico comunitariamente orientato, che colmi il vuoto normativo derivante dalla diretta applicazione al settore di una legislazione entrata in vigore ben prima della stabilizzazione del processo comunitario di formazione del diritto dei servizi pubblici.

In atto, quindi, le farmacie di cui sono titolari i comuni o quelle acquisite in seguito all'esercizio del diritto di prelazione possono essere gestite in una delle seguenti forme:

- a) *in economia;*
- b) *a mezzo azienda speciale;*
- c) *a mezzo consorzi tra comuni per la conduzione di farmacie di cui sono titolari;*
- d) *a mezzo di società di capitali costituite tra il comune e i farmacisti che, al momento della costituzione della società, prestino servizio presso farmacie di cui l'ente abbia la titolarità. All'atto della costituzione della società cessa di diritto il rapporto di lavoro dipendente tra l'amministrazione comunale e i predetti professionisti.*

[...]

Ne consegue che la previsione di uno schema societario non rientrante nel novero delle modalità di resa del servizio elencate nella legge "Mariotti" non può che essere irrilevante ai fini della validità dello strumento giuridico prescelto dalla pubblica amministrazione per perseguire i propri fini.

I modelli di gestione del servizio di farmacia comunale previsti dall'art. 9 della legge 2 aprile 1968, n.475, non hanno, dunque, carattere tassativo.

Pertanto risulta confermato anche dopo l'emanazione del D.L. 138/2011 l'interpretazione cd. dinamica in base alla quale i modelli di gestione delle farmacie comunali sono quelli ammessi, tempo per tempo per i servizi pubblici locali, fermo restando l'ammissibilità di quelli previsti dalla Legge speciale contenuta nell'art. 9 L. 475/1968 e fatte salvi i modelli di gestione non più conformi all'ordinamento di cui si tratta nella successiva parte del presente lavoro.

4.3 L'evoluzione della normativa: le modifiche all'art. 23 bis del DL. 112/2008 approvate nel 2010 ed il regolamento sui servizi pubblici locali

La **sentenza n. 199/2012** della Corte Costituzionale stabilisce:

- l'incostituzionalità dell'articolo 4 del D.L. 138/2011 in quanto le disposizioni in esso contenute violano il divieto di ripristino della normativa abrogata dalla volontà popolare desumibile dall'art. 75 della Costituzione;
- l'applicazione, nell'ordinamento nazionale, della normativa comunitaria sulle regole concorrenziali minime per le gare ad evidenza pubblica che affidano la gestione di servizi pubblici di rilevanza economica.

Secondo la normativa comunitaria gli enti locali possono procedere ad affidare la gestione dei servizi pubblici locali, incluso il servizio idrico integrato, attraverso:

- esternalizzazione a terzi mediante procedure ad evidenza pubblica secondo le disposizioni in materia di appalti e concessioni di servizi;

- società mista pubblico-privata, la cui selezione del socio privato avvenga mediante gara a doppio oggetto;
- gestione cosiddetta "in house", purché sussistano i requisiti previsti dall'ordinamento comunitario e vi sia il rispetto dei vincoli normativi vigenti.

Per i servizi a rete di rilevanza economica, il soggetto che affida il servizio dovrà tener conto sia della disciplina comunitaria sia delle norme nazionali settoriali. Il soggetto che affida il servizio deve pubblicare sul proprio sito una relazione che motivi la scelta e dimostri la sussistenza dei requisiti dettati dall'ordinamento europeo per la forma di affidamento prescelta. La relazione deve contenere gli obblighi di servizio pubblico e universale e, se previste, le compensazioni economiche (**D.L. 179/2012, art. 34**). Deve inoltre essere incluso un piano economico-finanziario che contenga anche la proiezione dei costi e dei ricavi, degli investimenti e dei relativi finanziamenti.

Più in dettaglio, in base all'art 34 comma 20 del D.L. 179/2012 gli enti, in sede di affidamento del servizio, sono tenuti a predisporre e a pubblicare una relazione per:

- motivare la scelta della modalità di affidamento;
- dimostrare la sussistenza dei requisiti previsti dall'ordinamento europeo per la forma di affidamento prescelta;
- definire i contenuti specifici degli obblighi di servizio pubblico;
- garantire adeguata informazione.

A tal fine la relazione dovrà essere articolata in almeno quattro sezioni in cui dovranno essere esplicitate:

- normativa specifica di riferimento;
- caratteristiche del servizio e obblighi di servizio pubblico e universale;
- modalità di affidamento prescelta;
- analisi di efficienza ed economicità della scelta.

La scelta del modello societario va giustificata anche ai sensi dell'art. 3 comma 27 e seguenti della Legge Finanziaria 2008 che legittima gli enti locali alla detenzione in Società unicamente nel caso in cui la stessa abbia ad oggetto (i) servizi o attività strumentali per le finalità istituzionali dell'ente ovvero (ii) la gestione di servizi di interesse generale nei limiti di competenza dell'ente stesso, fra i quali rientrano i servizi pubblici locali. La gestione di farmacia del Comune rientra fra le attività che legittimano la detenzione della partecipazione nella Società gestione, come ha affermato la Corte dei Conti.¹⁵

4.4 Le modalità di gestione della farmacia oggi

Dall'analisi dell'evoluzione normativa condotta emerge che la disciplina delle modalità di gestione delle farmacie comunali è contenuta nell'articolo 9 della L 475/1968 che individua le seguenti forme:

- in economia;
- a mezzo di azienda speciale;
- a mezzo di consorzi tra Comuni per la gestione delle farmacie di cui sono unici titolari;
- a mezzo di società di capitali costituite tra il Comune e i farmacisti che, al momento della costituzione della società, prestino servizio presso farmacie di cui il Comune abbia la titolarità.

La giurisprudenza non è sempre stata concorde sulla tassatività dell'elenco delle forme di gestione delle farmacie comunali definito dall'articolo 9 della L 475/1968. Tale approccio

¹⁵ Corte dei Conti sez. reg. controllo per la Lombardia, deliberazione 11/05/2009 n. 196 e Corte dei Conti sez. reg. controllo per la Puglia deliberazione n. 3/2008 del 26/02/2008

"oscillante" è dovuto essenzialmente alla questione inherente il rapporto tra la disciplina generale sui servizi pubblici locali e la disciplina di settore in materia di gestione delle farmacie comunali. Da un lato la giurisprudenza ha sostenuto che le uniche forme possibili di gestione delle farmacie in mano pubblica siano quelle previste dall'articolo 9 della L 475/1968 (parere Corte dei Conti sezioni Regionale di Controllo per la Lombardia del 3 Febbraio 2011, TAR Piemonte n 767/2013), dall'altro invece la giurisprudenza ha ammesso modelli di gestioni non previsti dall'art 9 menzionato ma certamente coerenti con i principi generali vigenti in ambito comunitario tra i quali figura anche l'affidamento dell'intera gestione della farmacia municipale a privati, individuati mediante forme di evidenza pubblica, attraverso lo strumento della concessione (parere Corte dei Conti, sezioni regionali di Controllo per la Regione Lombardia n 489 del 26/9/2011, TAR Sicilia Catania sezioni IV n 1598/2011). Come ha osservato la Corte dei Conti Lombardia 489/2011 l'ordinamento nazionale prevede ulteriori forme di gestione delle farmacie rispetto a quelle indicate nell'art. 9. Basti pensare all'art. 12 c. 1 della L. 498/1992 che ha introdotto la possibilità di costituzione di apposite società per azioni, senza il vincolo della proprietà maggioritaria pubblica. Tale approccio, oggi maggioritario e condivisibile, ritiene quindi non tassativo l'elenco delle modalità di gestione di cui all'articolo 9 considerando pertanto estendibile la disciplina in materia di affidamento di servizi pubblici locali salvo la coerenza con i requisiti del soggetto privato previsti dall'articolo 7 del D.Lgs 362/1991. A sostegno di tale tesi si può anche richiamare il recente Consiglio di Stato Sezioni III nella sentenza 5389 del 31/10/2014 in cui viene affermata "la reviviscenza del quadro precettivo derivante dagli artt. 113, 113 bis, 115 e 116 del D.Lgs. 267 del 2000 e successive modificazioni ed integrazioni, né prevedono un regime di specificità per la gestione in forma societaria del servizio di vendita di prodotti farmaceutici." Viene pertanto anche ammesso, come sostenuto dalla stessa AVCP nella deliberazione n. 15/2014, che i Comuni possono, a seguito di procedura ad evidenza pubblica, affidare la gestione delle farmacie comunali in concessione a terzi, in applicazione dell'articolo 30 del Codice dei Contratti.

Un cenno merita infine la parte della relazione del Commissario Cottarelli denominato "Programma di razionalizzazione delle società partecipate" la parte relativa alle farmacie comunali laddove recita:

- **Appendice 1: Le farmacie comunali**

Il settore delle farmacie illustra il ruolo crescente nel tempo svolto dal settore privato. I confronti internazionali, inoltre, dimostrano che in molti paesi la normativa esclude la presenza pubblica.

Confronti internazionali

Dal confronto internazionale emerge che le farmacie di proprietà pubblica non sono viste con favore in tutti i paesi europei. Infatti se sono presenti in Belgio, Francia, Italia, Paesi Bassi Portogallo, Polonia, Regno Unito e anche in Svizzera (per un totale di 2325 farmacie), sono invece assenti, perché normativamente escluse, in Austria, Germania, Danimarca, Spagna, Lussemburgo e Grecia.

4.5 La liberalizzazione del settore

È innanzitutto opportuno ricordare i tratti salienti delle modifiche legislative intervenute negli ultimi anni, che hanno modificato le caratteristiche del settore farmaceutico, durante i quali sono stati introdotti provvedimenti che hanno alterato la struttura del mercato del farmaco e contratto la redditività delle farmacie.

Fin dal 2006 la parziale liberalizzazione del settore, intervenuta in particolare con la Legge n. 248/2006 (c.d. "Legge Bersani"), ha consentito la vendita di alcuni prodotti presso le

parafarmacie, introducendo (all'articolo 5) la liberalizzazione della vendita dei prodotti non soggetti alla prescrizione medica, già individuati dalla Legge n. 405/2001 (art. 9 bis).

Viene perciò consentita la vendita al pubblico dei seguenti prodotti:

- medicinali da banco o per automedicazione (classe C-bis);
- medicinali non soggetti a prescrizione medica di classe C (S.O.P. o farmaci "da consiglio");
- altri prodotti (veterinari e omeopatici) non soggetti a prescrizione medica.

Il 31 Maggio 2010 è entrato in vigore il D.L. n. 78/2010 recante "*Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica*", poi convertito con modificazioni nella legge n. 122/2010, che contiene numerose disposizioni (in particolare l'art. 11), che hanno inciso duramente sul settore sanitario al fine di razionalizzare della spesa farmaceutica.

Inoltre, l'art. 11 del D.L. n. 1/2012, intitolato "*Potenziamento del servizio di distribuzione farmaceutica, accesso alla titolarità delle farmacie modifica alla disciplina della somministrazione dei farmaci e altre disposizioni in materia sanitaria*", ha inciso sul sistema delle autorizzazioni per l'apertura di farmacie, sostituendo il testo dell'art. 2 della legge n. 475/1968. Le novità più importanti introdotte possono essere così sintetizzate:

- Quorum e utilizzo dei resti: l'art. 11, comma 1, lett. a), porta a 3.300 il numero di abitanti necessario, in tutti i Comuni, per aprire una farmacia e ripristina il criterio del superamento del 50% di tale parametro per l'apertura di un'ulteriore farmacia. Si stabilisce, pertanto, una farmacia ogni 3.300 abitanti. Le eccedenze fanno scattare una ulteriore sede quando viene superato il 50% di tale valore. Le aperture di farmacie in deroga al criterio demografico in luoghi ad alta frequentazione non potranno superare il tetto del 5% del numero complessivo delle farmacie.
Aumenta, inoltre, da 200 a 400 metri la distanza minima dalle farmacie esistenti che dovranno rispettare i nuovi esercizi che saranno aperti nelle stazioni ferroviarie, negli aeroporti civili a traffico internazionale, nelle stazioni marittime e nelle aree di servizio autostradali ad alta intensità di traffico, dotate di servizi alberghieri o di ristorazione. Viene chiarito anche che le farmacie potranno essere aperte nei centri commerciali e nelle grandi strutture di vendita con superficie di vendita superiore a 10.000 metri quadri, purché a 1500 metri di distanza dalla farmacia più vicina. Il comma 1, lett. c) stabilisce inoltre che "i comuni debbano identificare le zone nelle quali collocare le nuove farmacie, sentita l'azienda sanitaria locale e l'Ordine provinciale dei farmacisti, al fine di un'equa distribuzione sul territorio, tenendo altresì conto dell'esigenza di garantire l'accessibilità del servizio farmaceutico anche a quei cittadini residenti in aree scarsamente abitate". Sparisce quindi la locuzione "pianta organica" che compariva nel vecchio art. 2 della Legge n. 475/1968, e si parla genericamente di «zona», il che lascia immaginare il superamento della perimetrazione delle sedi.
Nel comma 8 viene confermata la possibilità di prolungare le aperture delle farmacie oltre i turni e orari obbligatori. Sono altresì consentiti sconti su tutti i farmaci a carico del paziente, con adeguata informazione alla clientela. Il comma 10, nel mantenere il diritto di prelazione a favore dei Comuni sulle sedi aperte in deroga al criterio demografico, previsto dal comma 4 del medesimo articolo, impedisce ai Comuni che esercitano tale diritto di cedere la titolarità o la gestione delle farmacie acquisite in tal modo.
- Prescrizione e dispensazione di medicinali a brevetto scaduto: il comma 12 prevede, in materia di medicinali a brevetto scaduto, che salvo diversa richiesta del paziente, il farmacista debba fornire il medicinale prescritto, se nella lista di equivalenza non vi sono medicinali di prezzo più basso, ovvero il medicinale di prezzo più basso, se nella lista vi sono prodotti meno costosi rispetto a quello prescritto. Il comma 13 elimina il limite dei 12.500 abitanti, introdotto dall'art. 32 del D.L. n. 201/2011 (c.d. "Salva Italia"), al di sotto del quale le parafarmacie e i corner dei supermercati non possono vendere i medicinali di fascia C, senza ricetta.

Il comma 15 consente ai medesimi esercizi commerciali, se in possesso dei requisiti previsti dal citato art. 32 del D.L. n. 210/2010, di allestire preparazioni galeniche officinali che non prevedono la presentazione di ricetta medica, anche in multipli, in base a quanto previsto nella farmacopea ufficiale italiana o nella farmacopea ufficiale europea. Il comma 16 rimanda alla convenzione farmaceutica nazionale la possibilità di negoziare, unitamente agli altri istituti, la dotazione minima di personale della farmacia.

I provvedimenti legislativi sopra richiamati, hanno facilitato l'incremento del numero delle farmacie attraverso la riduzione dei quorum, l'ampliamento e potenziamento dei canali di distribuzione alternativi (attraverso parafarmacie e corner), che si è tradotto in una minor redditività delle farmacie e dei sistemi di distribuzione tradizionali.

La redditività di queste imprese risente in modo significativo della contrazione dei ricavi, essendo caratterizzate da forti rigidità sia sul lato dei costi del venduto (che assorbono circa il 70% dei ricavi da farmaci) sia sul lato del costo del personale (considerato l'obbligo comunque di coprire i turni di apertura con personale farmacista).

Per arginare questo fenomeno, da alcuni anni, anche a seguito di una specifica normativa nazionale, le farmacie, specie quelle pubbliche, hanno diversificato la loro attività, fornendo agli utenti diverse tipologie di servizi integrativi: le prenotazioni al CUP, alcune semplici attività diagnostiche, servizi di consulenza specifica su problematiche mediche e psicologiche, il supporto a campagne di prevenzione.

Queste nuove attività sono caratterizzate da una domanda crescente, da costi definiti e per adesso da una struttura di ricavi ancora da definire, dato che molte di queste attività oggi sono erogate gratuitamente o solo parzialmente coperte da contributi pubblici, pertanto risulta difficile sviluppare previsioni di costo e di ricavo per queste tipologie di attività, se da un lato si attrae clientela, dall'altro non sono ancora chiari i margini effettivi derivanti da nuove linee di business.

4.6 Il contesto di mercato

A livello nazionale la spesa farmaceutica netta convenzionata nel 2014, ha fatto registrare una diminuzione di circa il 3% rispetto al 2013, in calo per il settimo anno consecutivo.

Rallenta, inoltre, la tendenza all'aumento del numero delle ricette, cresciuto solamente dello 0,2%, mentre nel 2013 l'aumento era stato pari al +2,6%. Nel 2014 le ricette sono state oltre 609 milioni, pari mediamente a dieci ricette per ciascun cittadino. Le confezioni di medicinali erogate a carico del SSN sono state oltre 1 miliardo, con un lieve aumento rispetto al 2013.

L'andamento complessivo della spesa nel 2014 risente del valore medio netto delle ricette (-3,3%), in quanto vengono erogati a carico del SSN farmaci di costo sempre più basso. Tale flessione dipende dal crescente impatto dei medicinali equivalenti a seguito della progressiva scadenza dei brevetti, alle trattenute imposte alle farmacie e dalle misure applicate a livello regionale. Tra queste ultime, si segnalano l'appesantimento del ticket a carico dei cittadini e la distribuzione diretta di medicinali acquistati dalle ASL.

Le farmacie continuano a dare un rilevante contributo al contenimento della spesa non solo attraverso gli sconti per fasce di prezzo, ma anche attraverso il cosiddetto "pay-back"¹⁶ dello 0,64%, posto a carico delle stesse a partire dal 1° Marzo 2007. A tali oneri si è aggiunta (dal 31

¹⁶ Il meccanismo nasce per venire incontro all'esigenza di una maggiore flessibilità del mercato farmaceutico, consentendo da un lato l'erogazione di risorse economiche alle Regioni a sostegno della spesa farmaceutica di ciascuna, e dall'altro l'opportunità per le aziende farmaceutiche di effettuare le scelte sui prezzi dei loro farmaci, sulla base delle proprie strategie di intervento sul mercato.

Esso permette alle aziende farmaceutiche di chiedere all'AIFA la sospensione della riduzione dei prezzi del 5%, a fronte del contestuale versamento in contanti (pay-back) del relativo valore su appositi conti correnti individuati dalle Regioni.



luglio 2010) la trattenuta dell'1,82% sulla spesa farmaceutica, aumentata, da Luglio 2012, al 2,25%. Tale trattenuta aggiuntiva ha comportato, per le farmacie, un onere aggiuntivo quantificato, nel 2014, in oltre 197 milioni di Euro¹⁷. È bene precisare inoltre come lo sconto a carico delle farmacie abbia un carattere progressivo in quanto aumenta all'aumentare del prezzo del farmaco, facendo sì che i margini reali della farmacia siano regressivi rispetto al prezzo.

Infine la riduzione della spesa netta farmaceutica convenzionata è imputabile anche alla crescita della quota di contribuzione a carico dei cittadini, la cui incidenza è cresciuta sino al 13,4% (rispetto al 4,2% del 2007).

Figura 34 – Spesa farmaceutica ITALIA, mercato convenzionato 2007-2013

ITALIA									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
A Numero ricette (valori in milioni)	524	552	572	586	590	592	608	609	
B Spesa londa (valori in milioni di Euro)	12.712	12.724	12.912	12.967	12.364	11.464	11.210	10.967	
C Ticket (valori in milioni di Euro)	539	646	855	987	1.320	1.380	1.404	1.469	
D Sconto obbligatorio a carico delle farmacie (valori in milioni di Euro)	680	694	804	806	826	793	748	723	
E = B - C - D Spesa netta a carico del SSN (valori in milioni di Euro)	11.493	11.384	11.253	11.174	10.218	9.291	9.058	8.775	
B/A Spesa media per ricetta (valori in Euro)	24,3	23,1	22,6	22,1	21,0	19,4	18,4	18,0	
D/B Incidenza sconto farmacie	5,3%	5,5%	6,2%	6,2%	6,7%	6,9%	6,7%	6,6%	
C/B Incidenza ticket	4,2%	5,1%	6,6%	7,6%	10,7%	12,0%	12,5%	13,4%	
E/B Incidenza spesa netta su spesa londa	90%	89%	87%	86%	83%	81%	81%	80%	

Dati Federfarma

A livello regionale (Emilia Romagna) si osserva andamento simile a quello avvenuto su scala nazionale con una decrescita sostenuuta della spesa netta a carico del SSN (-30% dal 2007). Il calo della spesa londa è stato meno marcato (-24% dal 2007) in virtù dell'incremento delle quote di compartecipazione a carico di cittadini e farmacie.

Figura 35 – Spesa farmaceutica EMILIA ROMAGNA, mercato convenzionato 2007-2013

EMILIA ROMAGNA									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
A Numero ricette (valori in milioni)	37	39	40	42	43	42	43	42	
B Spesa londa (valori in milioni di Euro)	843	836	817	823	784	703	669	649	
C Spesa netta a carico del SSN (valori in milioni di Euro)	769	745	749	745	678	590	560	538	
B/A Spesa media per ricetta (valori in Euro)	22,8	21,4	20,4	19,6	18,2	16,7	15,6	15,5	
C/B Incidenza spesa netta	91%	89%	92%	91%	86%	84%	84%	83%	

Dati Federfarma

¹⁷ Stima Federfarma 2014.

5. Criteri di valutazione

5.1 Aspetti introduttivi

Di seguito sono riportate le metodologie comunemente utilizzate per la valutazione delle aziende: il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo finanziario ed i metodi empirici. Va precisato come non esista un metodo "ottimale" da utilizzare per la valutazione di qualsiasi tipo di azienda; occorre invece individuare il metodo più adatto in rapporto alle caratteristiche dell'azienda stessa soggetta a valutazione. Infatti, ciascuno dei metodi sotto riportati pone maggiore enfasi su un particolare aspetto (reddituale, patrimoniale o finanziario).

METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale¹⁸.

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e conseguentemente i vari elementi patrimoniali ad un valore rettificato sulla base dei criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, pertanto la valutazione o il processo di stima ha il pregio di essere:

- Analitico quindi riferito ad ogni singolo elemento costituente il patrimonio aziendale;
- Meno soggettivo rispetto ad altri metodi, dato che spesso il numero di ipotesi da assumere risulta contenuto e non risulta necessario procedere alla valutazione dei flussi di cassa o di reddito, riducendo di conseguenza l'incertezza legata al processo di valutazione.

Si tratta di una metodologia talvolta usata per aziende con forte patrimonializzazione ed aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding, società immobiliari, ...).

Tale metodo sconta due evidenti limiti:

- Il valore della azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
- Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento¹⁹.

Vi sono due metodologie principali:

- il metodo patrimoniale semplice: considera il valore degli "asset intangibili" iscritti a bilancio (risulta il metodo più diffuso ma anche meno rigoroso)

$$W = Pn + (Rt - I)$$

ove:

- o W è il valore del capitale economico
- o Pn è il patrimonio netto contabile
- o Rt rettifica al patrimonio netto contabile

¹⁸ Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

¹⁹ In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati separatamente seguendo il cosiddetto criterio di realizzo o liquidazione, pertanto risulta controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell'azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni "accessori", beni estranei all'attività economica tipica dell'azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, etc.).



- *I effetto fiscale delle rettifiche*
- il metodo patrimoniale complesso: considera anche la valorizzazione di uno o più beni immateriali anche se non iscritti a bilancio (es. marchi, know-how tecnologico, manageriale, ...)

$$W = P_n + (R_t - I) + B$$

ove si aggiunge la voce B che comprende il valore dei beni immateriali (si precisa come ogni bene immateriale debba originare utilità differite nel tempo, deve essere trasferibile e deve essere misurabile).

METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione "redditività uguale valore".

Il metodo di valutazione di tipo reddituale consiste nel capitalizzare ad un tasso opportuno i redditi attesi che l'azienda potrà presumibilmente conseguire in futuro. Solitamente si ricorre alla determinazione di un "reddito medio prospettico", proiettando nel futuro i risultati economici storici dell'azienda.

A tal fine si dovrà depurare tali risultati storici da tutti quegli eventi di carattere straordinario, con l'obiettivo di pervenire a risultati il più possibile allineati con il *core business* aziendale (tale procedimento viene spesso definito "normalizzazione" dei redditi). L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza.

La metodologia reddituale appare particolarmente indicata nella stima di complessi aziendali caratterizzati dalla prevalenza degli aspetti economici della gestione, rispetto a quelli patrimoniali e d'investimento, difatti questa metodologia non prende minimamente in considerazione il valore degli investimenti patrimoniali effettuati dall'azienda.

Notevole importanza riveste infine la scelta del tasso d'attualizzazione che esprime il rapporto tra il reddito e il capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa. La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distorsivi notevoli sull'esito della valutazione aziendale. Generalmente esso considera, in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, un premio per l'investimento in attività d'impresa, che riflette un rischio generale "di mercato" e un rischio "di settore/impresa"²⁰.

È generalmente possibile distinguere tra due formulazioni generali per il calcolo del valore aziendale:

- Rendita perpetua:

$$V = \frac{R}{i}$$

- Orizzonte temporale limitato:

$$V = \frac{R}{(1+i)} + \frac{R}{(1+i)^1} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

ove V è pari al valore aziendale, i al tasso di attualizzazione, R al reddito atteso e n al numero di periodi costituenti l'orizzonte temporale.

²⁰ La metodologia comunemente più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella del Capital Asset Pricing Model (CAPM).

METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

Si tratta di un approccio ulteriore che media tra i due metodi precedentemente evidenziati, quello patrimoniale e quello reddituale. Si giunge pertanto alla stima del capitale economico aziendale contemplando due elementi distinti:

- Il valore patrimoniale ottenuto dalle rettifiche di quei componenti che presentano un valore contabile non coerente con il valore di mercato e la conseguente rilevazione di plusvalenze e minusvalenze;
- Il valore reddituale rappresentato, generalmente, da R/i (rendita perpetua).

Nella prassi vengono utilizzati due metodi:

- Il metodo del valore medio che definisce il valore del capitale economico, in modo molto semplice, come media aritmetica tra il capitale netto rettificato (K) e il valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua

$$W = \frac{(K + \frac{R}{i})}{2} \rightarrow W = K + \frac{1}{2}(\frac{R}{i} - K)$$

ove W è il valore di stima dell'azienda, R il reddito atteso, K il patrimonio netto rettificato ed i il tasso di attualizzazione.

L'equazione evidenzia come il capitale netto rettificato K sia maggiorato della metà della differenza $R/i - K$. Qualora tale differenza sia positiva si ha il cosiddetto avviamento positivo (*goodwill*), in caso contrario l'avviamento diviene negativo (*badwill*).

Il concetto espresso dalla formula può essere così espresso: al crescere della redditività assume significatività il concorso al valore del capitale economico delle plusvalenze patrimoniali, dei beni immateriali e dell'avviamento. I primi due elementi sono sintetizzati nel patrimonio netto rettificato (K) mentre il terzo è tipicamente di derivazione reddituale.

- Il metodo della stima autonoma dell'avviamento. La formula per il calcolo del valore del capitale economico è simile a quella precedentemente esposta

$$W = K + (R - i \times K) \times a_{n-i'}$$

ove W è il valore di stima dell'azienda, K è il capitale netto rettificato, R è il reddito medio atteso per il futuro, i' è il tasso di attualizzazione del sopra(sotto) reddito, i è il rendimento ipotetico attribuibile ad investimenti alternativi per durate comparabili all'orizzonte temporale per il calcolo del sovra o sotto reddito. In particolare²¹:

- o K è la stima degli *asset* patrimoniali, a valori correnti, considerando sia le componenti materiali che immateriali (similmente a quanto evidenziato nel metodo patrimoniale);
- o R è la stima del reddito medio atteso è può essere determinato sulla base dei risultati storici conseguiti dall'impresa o come risultato dell'attività di pianificazione formalizzata dall'impresa o attraverso una ponderazione fra dati storici e

²¹ Al fine di semplificare la comprensione della formula è di seguito riproposto un esempio.

K (Patrimonio netto rettificato)= 20 milioni di Euro

$i = 10\%$

Utili prospettici= 3, 4 e 5 milioni di Euro

Reddito medio normale= $i \times K = 10\% \times 20 = 2$

Sovra/sotto reddito attualizzato $(R - i \times K) \times a_{n-i'} = \frac{(3-2)}{(1+10\%)^1} + \frac{(4-2)}{(1+10\%)^2} + \frac{(5-2)}{(1+10\%)^3} = 5$ milioni di Euro

Valore di stima dell'azienda $W = 20 + 5 = 25$ milioni di Euro.



- prospettici (depurandolo da componenti straordinarie o aventi carattere non ripetitivo);
- i esso è composto similmente a quanto evidenziato nel metodo reddituale da due diversi elementi, $i = r + s$, in particolare r rappresenta il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio di durata comparabile, mentre s la maggiorazione per il rischio dell'investimento specifico;
- $a_{n-i'}$ è la funzione di attualizzazione di una rendita posticipata della durata di n anni al tasso di attualizzazione del sopra o sotto reddito.

Vanno inoltre evidenziate tre ultime considerazioni:

- Tale metodo consente di mediare tra sovrastime e sottostime del capitale netto rettificato, K , in quanto vi è una compensazione tra i membri $K + (R - i \times K)$;
- L'orizzonte temporale (n) preso a riferimento deve coincidere con il periodo di tempo per i quale si presume permangano le condizioni di sovra o sottoreddito, e si ritiene che non debba spingersi oltre gli 8-10 anni;
- Il tasso di attualizzazione i' deve essere determinato differentemente a seconda che si debbano attualizzare sopraredditti (*goodwill*) o sottoredditi (*badwill*). Nel primo caso, infatti, esso può essere determinato secondo due diverse impostazioni:
 - in base al tasso che serve a esprimere il valore finanziario del tempo ed è quindi determinato in misura corrispondente al rendimento di titoli aventi durata comparabile all'orizzonte previsionale di manifestazione del sovrareddito, depurato o meno del fattore inflativo per opportuna omogeneità con il tipo di flusso considerato;
 - incorporando nella misura del tasso il rischio economico specifico dell'impresa cioè il rischio di non conseguire la redditività attesa.

Con riferimento al caso del *badwill*, invece, la fissazione di un tasso di attualizzazione del secondo tipo, ovvero comprendente anche la misura del rischio economico specifico relativo all'impresa, avrebbe un effetto paradossale, poiché diminuirebbe, a parità di altri elementi, l'ammontare del *badwill* in seguito al maggiore fattore di correzione derivante dalla attualizzazione dei flussi reddituali negativi attesi in base al rischio. In altre parole, la considerazione del rischio economico specifico farebbe aumentare il valore del capitale economico, invece di diminuirlo. Pertanto, in tale ipotesi si è soliti utilizzare tassi di attualizzazione molto bassi o, addirittura, non considerare fattori di attualizzazione delle singole componenti del complessivo *badwill*.

METODO FINANZIARIO

È comunemente definito "Discounted Cash Flow analysis" e determina il valore di un'azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri. Il pregio di tale metodo è quello di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori i flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità .

Pertanto il valore di un'azienda si ottiene come segue:

$$W = EV - D$$

ove W è l'*equity value* dell'azienda, EV è il valore del totale delle attività dell'azienda (*Enterprise Value*) e D è il valore di mercato del debito.

A sua volta:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

ove FC sono i flussi di cassa disponibili durante il periodo di previsione, TV è il valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo di previsione e k il costo medio ponderato del capitale (WACC²²).

Il *Terminal Value* (TV) viene generalmente stimato come:

$$TV = \frac{FC_{n+1}}{k - g}$$

ove FC_{n+1} sono i flussi di cassa relativi al primo periodo oltre l'orizzonte temporale di previsione e g è il tasso di crescita (con ipotesi di crescita costante) stimato.

Tra le principali criticità legate ai metodi finanziari vi sono:

- Elevata soggettività dovuta alle ipotesi necessarie per la stima puntuale dei cash flow disponibili durante il periodo esplicito di previsione;
- Limitata attendibilità del procedimento di previsione dei flussi di cassa disponibili oltre un certo numero di anni;
- Problemi legati ai parametri del K_e nel caso di società non quotate (le difficoltà aumentano nel caso la società da valutare appartenga a sistemi economici in cui mercati mobiliari sono poco sviluppati).

METODI EMPIRICI

I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario. Spesso sono utilizzati per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI), tuttavia per rapidità e facilità di utilizzo sono molto comuni tra gli operatori che si occupano di valutazione d'azienda.

Alla base del loro utilizzo vi è la comparazione tra il prezzo ragionevolmente ottenibile per una società non quotata prendendo come riferimento acquisizioni effettivamente avvenute per società simili (siano esse quotate o meno).

La tecnica di calcolo è di seguito riportata:

- Si assume, per una diversa società/partecipazione oggetto di acquisizione il cui prezzo è noto P_1 , una variabile strettamente legata al suo valore X_1 ;
- Si costruisce il moltiplicatore $\frac{P_1}{X_1}$;
- Per la società omogenea si suppone valida la medesima relazione $\frac{P_1}{X_1} = \frac{P_2}{X_2} \rightarrow P_2 = X_2 \times \frac{P_1}{X_1}$.

Al fine di scegliere correttamente la società comparabile, e conseguentemente ridurre il più possibile le distorsioni nella comparazione, occorre tenere conto in modo particolare dei seguenti aspetti:

- La dimensione;
- I rischi finanziari;

²² Il WACC è generalmente stimato come:

$$WACC = \sum_{j=1}^n K_j (1-t) \times \frac{D_j}{E+D} + K_E \times \frac{E}{E+D}$$

dove K_j è il costo della fonte J di capitale di debito, t è l'aliquota fiscale applicabile alla società da valutare, K_E è il costo dell'equity, D è il peso del debito ed E è il peso dell'Equity



- Il trend storico e prospettico della redditività e delle quote di mercato;
- La diversificazione geografica;
- La reputazione e la riconoscibilità del marchio.

Tra i più comuni moltiplicatori usati vi sono:

- P/UTILE ove il prezzo pagato viene rapportato all'utile netto. L'utile netto considerato non è necessariamente quello di bilancio, che spesso è rettificato per eliminare l'eventuale disomogeneità nei criteri contabili applicati dalle società confrontabili, rispetto a quelli seguiti dalla società oggetto di stima (o per eliminare elementi straordinari o non ricorrenti);
- P/EBIT²³ ove si riesce a neutralizzare l'effetto della struttura finanziaria e fiscale della società;
- P/EBITDA²⁴ ove si riesce a neutralizzare l'effetto, non solo della struttura finanziaria e fiscale della società, ma anche quello delle differenti politiche di ammortamento adottate dalla società, focalizzando l'attenzione solamente sulla gestione caratteristica dell'azienda;
- P/FATTURATO, si tratta di un indicatore di facile applicazione, indipendente da politiche di bilancio. Tuttavia non incorpora nessuna informazione riguardo le politiche dei prezzi e l'efficienza produttiva, in quanto il suo presupposto di applicazione è rappresentato dal fatto che società comparabili hanno margini di gestione comparabili.

Tra i principali vantaggi legati al loro utilizzo vi sono:

- La loro semplicità e rapidità di utilizzo e la loro conseguente replicabilità nel breve periodo;
- L'assenza di particolari assunzioni sottostanti (come nel caso del Metodo Finanziario)

Tra i principali limiti è necessario segnalare quelli legati al grado di comparazione, in quanto risulta spesso difficile trovare società quotate (e non) che siano veramente omogenee rispetto alle società da valutare, specie quando quest'ultime sono PMI. Infine, spesso le quotazioni borsistiche risentono di elementi emozionali o fenomeni congiunturali (es. annunci di scalate, diffusione di dati macroeconomici, ...).

5.2 Stima del valore della partecipazione di Rimini Holding in AMFA SpA

Tra i vari metodi di valutazione del patrimonio aziendale, quello ritenuto più idoneo a rappresentare il valore della società è stato il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento, secondo la formulazione precedentemente descritta nel Paragrafo 5.1, in particolare l'espressione presa a riferimento è la seguente²⁵:

$$W = K + (R - i \times K) \times a_{n-i'}$$

²³ EBIT acronimo di (Earnings Before Interest and Taxes) che prescinde dalla struttura finanziaria e fiscale della società, è assimilabile alla differenza tra il totale delle voci A) e B) di conto economico.

²⁴ EBITDA acronimo di (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) ed è assimilabile al MOL (Margine Operativo Lordo).

²⁵ Per approfondimenti si rimanda al Paragrafo 5.1, "Aspetti introduttivi".

La scelta del metodo è stata dettata dall'analisi delle peculiarità della Società AMFA SpA, si è infatti ritenuto preferibile utilizzare un metodo che consideri contemporaneamente sia l'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, sia le attese reddituali.

Le fasi della procedura di valutazione del capitale economico della Società AMFA SpA possono essere così sintetizzate:

a. Stima del patrimonio netto rettificato:

- bilancio della Società alla data del 31 dicembre 2014;
- riespressione dei valori attivi e passivi del patrimonio a valori correnti con indicazione del relativo effetto fiscale, se presente;
- determinazione del valore attribuibile ai beni intangibili specifici (in questa sede rappresentati dal diritto di gestione delle farmacie comunali).

b. Stima del reddito medio normalizzato:

- analisi del budget contenente le previsioni dei redditi prospettici del periodo 2015;
- normalizzazione del reddito operativo medio normale al lordo delle imposte;
- adeguamento delle componenti reddituali di piano in senso coerente alla determinazione del patrimonio netto rettificato a valori correnti di cui al punto *sub-a*.
- adeguamento delle imposte sul reddito medio normalizzato;

VALUTAZIONE IMMOBILI E TERRENI DI PROPRIETÀ

In via preliminare, si è proceduto in prima analisi alla stima del valore di mercato degli immobili di proprietà della società, in particolare i fabbricati siti in via Antonelli, in via Marrechiese ed in via Euterpe, rispettivamente la Farmacia n. 4 e gli ambulatori.

Il valore di mercato è stato ottenuto dalla moltiplicazione dei mq per il rispettivo prezzo al mq ottenuto come media tra i valori di mercato della fascia OMI rilevati al primo semestre 2015 (sotto riportati).

Figura 36 – Valori OMI – 1 semestre 2015

COMMERCIALE							
1 semestre 2015 (Fascia/Zona: Centrale/CORONA URBANA)							
Tipologia	Stato conservativo	Valore Mercato (€/mq)		Superficie (L/N)	Valori Locazione (€/mq x mese)		Superficie (L/N)
		Min	Max		Min	Max	
Negozi	NORMALE	2.150	4.000	L	12,5	26,0	L

DIREZIONALE							
1 semestre 2015 (Fascia/Zona: Centrale/CORONA URBANA)							
Tipologia	Stato conservativo	Valore Mercato (€/mq)		Superficie (L/N)	Valori Locazione (€/mq x mese)		Superficie (L/N)
		Min	Max		Min	Max	
Uffici	NORMALE	2.200	3.200	L	8,0	12,0	L



Per la farmacia è stato preso a riferimento il prezzo medio riferito ad immobili di tipo commerciale, mentre per gli ambulatori si è fatto riferimento al direzionale/terziario.

Figura 37 – Stima valore di mercato

Immobili	mq	Parametro €/mq	Valore di mercato (€/000)
Fabbricato Via Antonelli	162	3.075	499
Ambulatori via Marrechiese	505	2.700	1.365
Ambulatori Via Euterpe	88	2.700	238
Totale		756	2.101

Successivamente è stato confrontato, ai fini del calcolo dell’eventuale plusvalenza/minusvalenza, il valore di mercato con il valore degli immobili iscritti a bilancio in data Dicembre 2014. La plusvalenza stimata è pari a circa 482 mila Euro.

Figura 38 – Stima plusvalenza/minusvalenza

Immobilizzazioni	Valore di bilancio al 31/12/2014 (€/000) (*)	Valore %	Valore di mercato (€/000) pro quota	Plusvalenza / Minusvalenza latente lorda (€/000)	Plusvalenza / Minusvalenza latente netta (€/000) (**)
Terreni	237	16%	346	109	82
Fabbricati	1.201	84%	1.755	554	399
TOTALE	1.438	100%	2.101	663	482

(*) Alcune voci contabili minori (ca. 15 mila €) sono state attribuite al Fabbriacato di via Euterpe

(**) sulla plusvalenza da fabbricati è stata calcolata sia l’imposizione IRES che IRAP (24% e 3,9%), mentre sulla plusvalenza del terreno (in quanto cespote non ammortizzabile) è stata calcolata solamente l’imposizione IRES

VALUTAZIONE DEL DIRITTO DI GESTIONE DELLE FARMACIE

Per la stima del valore della plusvalenza/minusvalenza del diritto di gestione delle farmacie si è proceduto come sotto riportato in figura, ovvero:

- Attraverso la moltiplicazione del fatturato medio da farmacie per il biennio 2013-2014 per un moltiplicatore medio di mercato;
- Il valore così ottenuto è stato confrontato con quello riportato a Bilancio in data Dicembre 2014 relativamente alle immobilizzazioni immateriali “concessioni, licenze”;
- Alla plusvalenza così stimata si è infine proceduto a sottrarre l’imposizione fiscale teorica²⁶.

La plusvalenza latente netta così stimata è pari a circa 386 mila Euro.

²⁶ Per la determinazione dell’aliquota IRES si è tenuto conto della riduzione di 3,5 punti percentuali dell’aliquota IRES stabilita dalla legge di stabilità 2016 a decorrere dall’1.1.2017. Pertanto la determinazione dell’imposizione fiscale ha tenuto conto dell’aliquota IRAP pari al 3,9% e della nuova aliquota IRES in vigore dall’1.1.2017 pari al 24%.

Figura 39 - Stima plusvalenza latente di gestione

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 exp
Total Fatturato (€/000)	26.392	24.988	23.609	16.262	17.389	17.037
Fatturato farmacie (€/000)	9.516	9.448	8.659	8.740	8.859	9.269
Media fatturato (€/000)				8.799		
Moltiplicatore di mercato (Valore economico/Fatturato) (*)				1,10		
Valore di mercato diritto di gestione farmacie (€/000)				9.679		
Valore a bilancio concessioni al 31/12/2014 (€/000)				9.143		
Plusvalenza latente linda (€/000)				536		
Imposizione fiscale (IRES; IRAP)				27,9%		
Plusvalenza latente netta (€/000)	386					
Durata gestione residua media (**)				72		
Quota annua plusvalenza (€/000)				7		

(*) Prassi consolidate recenti in letteratura ed estimative prevedono intervallo tra 0,75 e 1,50.

(**) La durata residua media è stata calcolata ipotizzando un peso lineare tra le 8 farmacie in termini di fatturato e sulla farmacia 8 (Misano Monte) il rinnovo di ulteriori 10 anni della concessione del servizio.

VALUTAZIONE DEL GOODWILL/BADWILL

Per la stima del goodwill/badwill si è proceduto in prima analisi a stimare il Conto Economico normalizzato sulla base della media di dati storici del biennio 2013 e 2014 ed in via successiva, alla considerazione dei maggiori costi teorici per ammortamenti relativi alla plusvalenza sugli immobili di proprietà e relativi al diritto di gestione²⁷. Come sotto riportato l'utile medio atteso, con le rettifiche inerenti i maggiori costi teorici relativi alle quote annue della plusvalenza, si attesterebbe sui 110 mila Euro annui.

²⁷ Per gli immobili si è ipotizzata un'aliquota di ammortamento del 3%, che determina 20.000 Euro annui di maggiori ammortamenti, mentre la plusvalenza sulla concessione è stata ammortizzata in quote costanti fino al termine della durata media residua della concessione, pari ad € 7.000 all'anno.

Figura 40 – Stima conto economico normalizzato

	<i>Valori economici in €/000</i>	Media 2013/2014	Conto Economico normalizzato
A)	Valore della produzione, di cui:	17.051	17.051
	Ricavi da vendite e prestazioni	16.825	16.825
	Altri ricavi e proventi	225	225
	<i>Variazione Rimanenze</i>	0	0
	<i>Incremento immobilizzazioni</i>	0	0
	<i>Altri ricavi e proventi</i>	225	225
	Proventi diversi	0	0
B)	Costi della produzione, di cui:	16.916	16.943
	Acquisti	13.688	13.688
	Var. materie prime	-24	-24
	Servizi	694	694
	Godimento beni di terzi	349	349
	Personale	1.841	1.841
	Oneri diversi di gestione	82	82
	Accantonamenti e svalutazioni	0	0
	Ammortamenti	285	313
	EBIT A) - B)	135	108
C)	Proventi e oneri finanziari	65	65
	Proventi da partecipazioni	0	0
	Altri proventi finanziari	66	66
	Utili/perdite su cambi	0	0
	Interessi e oneri finanziari	1	1
D)	Rettifiche di valore di attività fin.	0	0
	Rivalutazioni	0	0
	Svalutazioni	0	0
E)	Proventi e oneri straordinari	1	1
	Proventi	4	4
	Oneri	3	3
	RISULTATO ANTE IMPOSTE	201	173
	Imposte sul reddito	74	64
	<i>Imposte correnti</i>	74	64
	<i>Imposte anticipate/differite</i>		
	RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	127	110

Parallelamente si è proceduto a valutare il reddito atteso dal mercato da un investimento alternativo. Si è proceduto in prima battuta alla determinazione del tasso di rendimento del capitale atteso per investimenti similari (comprensivo di premio per il rischio e tasso free risk), che come sotto riportato si attesta al 3,61% considerando un orizzonte temporale di 3 anni. Per il tasso risk free si è preso a riferimento il rendimento medio dei BTP triennali emessi a Febbraio 2016, aventi un rendimento atteso dello 0,11%; analogamente per l'inflazione media attesa per il prossimo triennio. Come premio per il rischio si è preso un valore di 400 basis points, coerente con la rischiosità del business medio-bassa.



Figura 41 - Stima tasso di rendimento

Rendimento risk free (*)	0,11%
Rendimento risk free - netto imposte (12,5%)	-0,01%
Inflazione attesa (**)	0,50%
Tasso risk free reale al netto delle imposte	-0,39%
Premio al rischio	4,00%
Tasso di rendimento del capitale	3,61%

(*) Rendimento implicito BTP con scadenza 2019

(**) inflazione attesa Banca d'Italia

Dal prodotto tra il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti ed il sopra citato parametro si ottiene il reddito medio atteso dal mercato per investimenti similari, stimato in circa 485 mila Euro annui.

Dalla differenza tra l'utile medio, derivante dal conto economico normalizzato (stimato in 110 mila Euro annui) e il reddito medio atteso dal mercato si ottiene il *goodwill/badwill*. In tal caso data la contrazione sensibile degli utili negli ultimi anni si ha un *badwill* stimato in circa 376 mila Euro annui. Dunque, il periodo di riferimento in cui tale reddito medio è conseguibile è stato assunto unicamente per un esercizio poiché la redditività della gestione è risultata essere non in linea con il rendimento del capitale investito nel settore e ciò determina quindi l'emersione di un *badwill*. In tale circostanza la dottrina ritiene che ben difficilmente le previsioni di perdita possano essere considerate attendibili al di là di due/tre anni e quindi è stata assunta una previsione del fattore temporale di attualizzazione pari a tre anni (fattore n). Pertanto, complessivamente il *badwill* stimato nell'orizzonte considerato pesa per circa 1,127 milioni di Euro sul valore del capitale economico della Società.

Figura 42 - Proiezione del badwill

Anni	TOTALE	2015	2016	2017
Badwill annuo	-1.128	-376	-376	-376
Badwill attualizzato	-1.128	-376	-376	-376

Figura 43 - Stima del valore economico della Società

K	Valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti	13.443
i	Orizzonte temporale "n" di riferimento (anni)	3
i'	Tasso di rendimento atteso dal mercato	3,61%
i''	Tasso di attualizzazione del sovra/sottoredito	0,00%
R	Reddito normalizzato (€/000)	110
i*K	Reddito atteso dal Mercato (€/000)	486
	Goodwill/Badwill annuo (non attualizzato)	-376
	Goodwill/Badwill complessivo (attualizzato)	-1.128
	Valore economico società	12.316
	% Partecipazione Rimini Holding (RH)	25,0%
	Valore economico partecipazione di RH (€/000)	3.079
	% Partecipazione RH oggetto di asta di cessione	20%
	Valore economico partecipazione di RH oggetto di asta (€/000)	2.463

6. Conclusioni generali

A seguito delle valutazioni effettuate, il valore del capitale economico attribuibile al 100% delle azioni della Società AMFA S.p.A. è quindi pari a ca. 12,316 milioni di Euro.

Pertanto il valore del pacchetto azionario di AMFA S.p.A. di proprietà di Rimini Holding oggetto di asta di cessione è pari a ca. 2,463 milioni di Euro.

Tuttavia, tenuto conto che la futura asta avrà ad oggetto la cessione di una quota di minoranza della partecipazione, pari al 20% del capitale sociale, si ritiene opportuno effettuare una rettifica in diminuzione della suddetta stima per riflettere l'assenza dei poteri conferiti dal controllo che caratterizza le partecipazioni di minoranza e dunque, per accostare tale stima al valore di mercato Lo sconto di minoranza dipende dall'assetto istituzionale aziendale e, in particolare, dal sistema di *corporate governance* che contraddistingue la specifica impresa. In tali casi, la dottrina ritiene applicabile uno sconto di minoranza per il pacchetto minoritario applicabile alla corrispondente frazione del capitale economico che si attesta tra il 10% e il 25%.

Come è emerso da un attenta disamina dell'assetto istituzionale aziendale ed in particolare della *corporate governance* si ritiene sussistano le circostanze per cui i poteri possano ritenersi ridotti. Pertanto, nell'ipotesi prospettata, per le citate condizioni di negoziazione, si è ritenuto opportuno prevedere uno sconto sul valore della partecipazione azionaria detenuta da Rimini Holding in AMFA S.p.A pari al 10%. Ne consegue che il valore del pacchetto azionario di AMFA S.p.A. di proprietà di Rimini Holding risulta essere pari ad € 2,771 milioni ed il valore del 20% del capitale sociale da porre a base d'asta è pari ad € 2,217 milioni.

Con quanto sopra esposto lo scrivente ritiene di avere con scienza e coscienza professionale adempiuto all'incarico professionale affidatogli in relazione alla valutazione della partecipazione societaria di minoranza in AMFA S.p.A. ai fini della vendita con gara della stessa.

Lo scrivente rimane a disposizione per ogni eventuale chiarimento in merito alla presente relazione di stima.

Rimini, il 18 marzo 2016

Dott. Roberto Camporesi

