

RELAZIONE DI STIMA

relativa alla determinazione del valore di mercato
della Farmacia Comunale di Ospitaletto (BS)



Milano, 23 Luglio 2021

1. PREMESSA

Ci è stato conferito l'incarico di fornire la stima del valore complessivo della "Farmacia comunale" afferente al Comune di Ospitaletto (BS) in vista della possibile cessione della medesima (rectius: della titolarità della medesima) a favore di soggetti terzi previo esperimento di procedura ad evidenza pubblica.

La titolarità della suddetta farmacia è in capo al Comune e attualmente è amministrata dalla Società Ospitaletto Servizi S.r.l., il cui socio unico è il Comune di Ospitaletto, avente sede in Via Monsignore Girolamo Rizzi 24 – 25035 Ospitaletto (BS), numero R.E.A. BS 553465 e la Partita Iva n. 03668830981.

A partire dall'anno 2016 e fino al 2019, la società Ospitaletto Servizi S.r.l., a seguito di contratto di servizio stipulato con il Comune di Ospitaletto, ha assunto il Servizio ZeroPuntoSei relativo alla gestione dei servizi educativi dell'area che va da zero a sei anni: l'Asilo Nido comunale "Il Guscio" e la Scuola dell'Infanzia paritaria comunale "Vittorino Chizzolini". Sempre dal 2016, la Società ha assunto la gestione del servizio Centro Diurno integrato per Anziani che è cessata anch'essa nel 2019. La Società solo a partire dall'esercizio 2020 svolge unicamente l'attività di farmacia.

2. FINALITÀ ED OGGETTO DELLA PRESENTE VALUTAZIONE

Lo scopo della presente relazione è quello di determinare **l'intorno del valore di mercato probabile da attribuirsi all'azienda in oggetto, al fine della fissazione della base d'asta da inserire nel bando pubblico** e, soprattutto, al fine di una preventiva valutazione degli organi politico - amministrativi chiamati a valutare nel merito l'operazione in oggetto.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA NELLA VALUTAZIONE

Per lo svolgimento del proprio incarico, TradeLab si è avvalsa sia della documentazione messa a disposizione dall'Amministrazione Comunale, dalla Ospitaletto Servizi S.r.l. e dai suoi consulenti, sia del proprio *know-how* e dell'esperienza acquisita in recenti operazioni similari nel settore di riferimento,



avvalorati da studi sul contesto svolti *ad hoc* sulla specifica realtà oggetto di valutazione.

4. NATURA ED OGGETTO DELL'INCARICO

La sottoscritta società TradeLab S.r.l., con sede in via Marco d'Aviano 2 – 20131 Milano (MI), Codice Fiscale e Partita Iva n. 12708570150, ha ricevuto dall'Amministrazione Comunale del Comune di Ospitaletto l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore della Farmacia Comunale di Ospitaletto per i motivi suesposti.

La presente perizia ha come scopo quello di determinare il **valore economico** della farmacia in oggetto, stante il fatto che al termine della procedura di gara prevista, verranno ceduti a parte gli eventuali beni patrimoniali di pertinenza della stessa, quali rimanenze, mobili, arredamenti, secondo la stima che verrà effettuata in contraddittorio con l'aggiudicatario. L'azienda verrà altresì venduta al netto dei crediti e dei debiti antecedenti alla consegna della farmacia.

La scrivente ritiene opportuno precisare di aver eseguito la valutazione dopo aver compiuto i rilievi necessari, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver ricevuto i dati contabili degli anni dal 2016 al 2020.

Si precisa che la perizia è stata redatta sul presupposto della completezza dei dati ricevuti dalla Ospitaletto Servizi S.r.l. e dagli altri Soggetti intervenuti, della cui consistenza e veridicità sono essi stessi responsabili.

Per quanto riguarda i dati contabili, occorre segnalare che la Farmacia Comunale fino al 2019 compreso non ha avuto una contabilità separata da quella delle altre gestioni in capo alla Società Ospitaletto Servizi S.r.l. e quindi gli stessi sono stati estrapolati, ove possibile, dalla contabilità finanziaria della Società. Pertanto, è stato impossibile ricostruire uno stato patrimoniale della stessa, con la conseguenza che vengono automaticamente esclusi tutti i metodi di valutazione che coinvolgono poste patrimoniali e conseguentemente i metodi misti patrimoniali - reddituali.

Sono state organizzate una serie di riunioni al fine di approfondire gli aspetti peculiari delle procedure amministrative e di controllo. Sotto questi aspetti la presente perizia, oltre agli aspetti sopra citati, ha potuto tenere conto sia dei dati economici relativi all'anno 2020 sia dei possibili confronti molto interessanti di altre valorizzazioni di farmacie localizzate in vari ambiti territoriali del nostro Paese alla data del Luglio 2021, alcune delle quali gestite con il supporto diretto della scrivente.

5. LA FARMACIA COMUNALE DI OSPITALETTO

La Farmacia Comunale di Ospitaletto si trova in Piazza Aldo Moro n.8, presso uno stabile di proprietà comunale con buona potenzialità di attrattiva sito vicino al Municipio e, pertanto, in posizione centrale della città.

L'orario di apertura al pubblico della farmacia è dal lunedì al sabato dalle ore 08:30 alle 12:30 e dalle 15:00 alle 19:00 ed è sottoposta ai turni notturni obbligatori richiesti dall'ATS competente per il territorio. Attualmente il personale è composto da:

- Dott. Ruggero Nedrotti – Farmacista e Direttore
- Dott. Giuseppe Oliva - Farmacista
- Dott.ssa Valentina Dallacà - Farmacista
- Sig.ra Pierfranca Baresi - Commessa

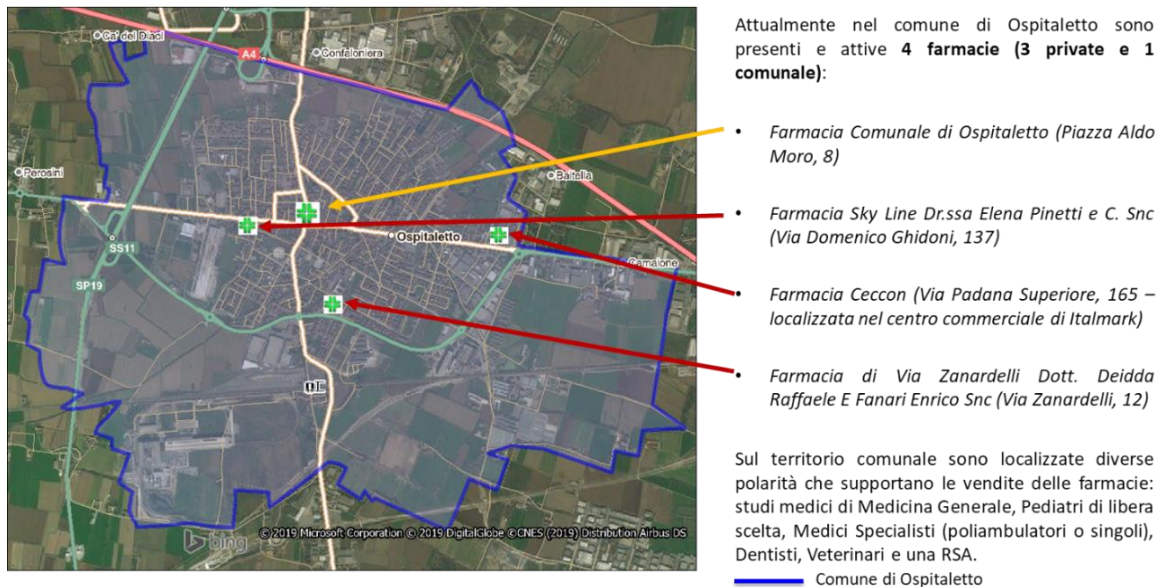
L'attività viene svolta in locali che hanno una superficie catastale di mq 208, caratterizzati da una buona area di vendita a cui si aggiungono i locali del magazzino, dei servizi e per le altre attività amministrative.

Sul territorio del Comune sono presenti altre 3 farmacie di proprietà privata ed è in previsione l'apertura di un'ulteriore Farmacia Comunale. Come deliberato nell'anno 2019, la nuova Farmacia Comunale sarà localizzata in via Padana Superiore n. 250, nell'area dell'ex Cinema Astra, ponendosi abbastanza centralmente sia rispetto alla struttura territoriale del Comune sia rispetto alla localizzazione delle farmacie preesistenti.

6. CENNI STORICI, GEOGRAFICI E SUL CONTESTO COMPETITIVO

La società Ospitaletto Servizi S.r.l. ha come unico socio il Comune di Ospitaletto che, in data 14/04/2015, le ha affidato con durata ventennale la gestione della Farmacia Comunale di cui è titolare e che in precedenza veniva gestita direttamente dall'Amministrazione Comunale.

Il Comune di Ospitaletto annovera 14.107 residenti (dati ISTAT 01 gennaio 2021). Come precedentemente accennato, sul territorio del Comune ci sono altre 3 farmacie private, una in via Ghidoni n.137 (che è la più vicina a quella comunale), una in Via Padana Superiore n. 165 (presso il centro commerciale Italmark) e infine una in via Zanardelli n.12. Alla data odierna non risultano presenti e operative sul territorio parafarmacie. La figura seguente illustra il contesto competitivo nel Comune:



Per effetto del cambiamento dei parametri di pianta organica definiti dalla Legge Monti (2012) rispetto alla popolazione presente, nel Comune è prevista l'apertura di una nuova Farmacia Comunale con annesso un poliambulatorio e un centro diagnosi all'interno del nuovo Polo Sanitario, il cui progetto è stato già approvato dal Consiglio comunale. La nuova farmacia sarà localizzata in via Padana Superiore 250 nell'area dell'ex Cinema Astra.

7. ORGANIZZAZIONE DELL'IMPRESA

La direzione della farmacia è affidata al Dott. Ruggero Nedrotti (Libero professionista) che organizza le attività, i compiti e le mansioni all'interno dell'Azienda ricorrendo, quando necessario, ad altre figure professionali di liberi professionisti.

Le valutazioni preliminari sull'Azienda hanno accertato quanto segue:

- a) Dal 2016, il fatturato della farmacia pari a 1.536.000 euro (al netto dell'IVA) ha continuato a ridursi fino al 2020 dove è stato realizzato un fatturato di 1.027.411 euro, circa il 13% in meno dei ricavi prodotti nel 2019 (pari a 1.179.120 euro), a conferma di una tendenza in continua decrescita registrata nel corso dell'ultimo quinquennio. La causa di questi risultati è da ricercarsi per effetto di diversi fattori intervenuti nel corso degli anni.

Nel 2020, in particolare, le motivazioni alla base di questa contrazione sono da ricondursi principalmente al diffondersi della pandemia da Covid-19 che ha imposto anche alla Farmacia Comunale di Ospitaletto di convivere sia con i vincoli strutturali (ingressi contingentati, barriere fisiche, distanziamenti, ...) sia con un mutamento dei consumi degli acquirenti, più orientati verso il farmaco etico e ai DPI (mascherine, igienizzanti, ...) a discapito di prodotti a più alta marginalità (integratori, cosmetici, ...).

Inoltre, nel corso del 2020 si sono verificate assenze significative tra il personale dipendente (anche causate dalla pandemia) che hanno costretto la Società a sostenere maggiori oneri economici ed organizzativi per la gestione delle sostituzioni.

- b) Le attrezzature sono funzionali all'attuale attività svolta. Si evidenzia che le componenti elettroniche sono molto recenti (fine 2020), mentre il mobilio e le altre attrezzature sono state oggetto di investimento contestualmente alla ristrutturazione avvenuta nel 2018.

8. I CRITERI DI VALUTAZIONE

Con riferimento alle operazioni di valutazione di attività commerciali, si pone a carico degli stimatori il problema della determinazione del “capitale economico”, della determinazione, cioè, del valore dell’azienda come complesso unitario.

Il criterio di valutazione che la dottrina più accreditata ritiene maggiormente indicato per la determinazione del “capitale economico” delle aziende industriali e commerciali risulta essere, generalmente, quello “misto”, *patrimoniale — reddituale con stima autonoma dell’avviamento*. Le altre metodologie, basate sui multipli, sui flussi reddituali o finanziari o su valutazioni di tipo patrimoniale, semplice o complesso, vengono generalmente utilizzate quale strumento di verifica del risultato ottenuto con il metodo “misto”.

Nel caso in oggetto per i motivi esposti sopra non è possibile utilizzare il metodo misto patrimoniale — reddituale in quanto non è identificabile un patrimonio di riferimento.

L’analisi dei fatturati sviluppati dalla farmacia nel corso degli ultimi anni ha evidenziato una contrazione del fatturato per effetto di fattori esogeni ed interni alla gestione stessa. È indubbio che una eventuale gestione privatistica sarebbe in grado di realizzare con tutta probabilità un incremento del fatturato e del margine di contribuzione. È pertanto chiaro come la scelta di un metodo di valutazione, basato solamente sull’andamento dei dati storici, risulti fuorviante. L’utilizzo, invece, per i metodi reddituali dei dati prospettici non risulterebbe attendibile vista la difficoltà di avere previsioni esatte su una nuova realtà che impiegherà diverse risorse di personale, presenterà una struttura finanziaria e margini diversi da quella attuale.

Risulta pertanto che il metodo più attendibile per la valutazione del valore economico della Farmacia Comunale si deve fondare su metodi empirici o estimativi che utilizzano i multipli.

Prima di svolgere nello specifico le operazioni di valutazione del ramo d’azienda oggetto della presente stima si premettono, per ragioni di esposizione sistematica, alcune note metodologiche riguardanti, più in generale, le metodologie valutative del capitale economico aziendale.

9. NOTE METODOLOGICHE

La valutazione del capitale economico

I criteri di valutazione di un'azienda sono essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico. Pertanto, essi, sul piano teorico, dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico criterio di valutazione adottato dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità);
- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla Dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa *"intensità"* di tali requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito.

Da ciò discende l'esigenza di ricorrere all'impiego di più metodi di valutazione, al fine di *"mediare"* i risultati ottenuti, e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo.

In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda.

Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata. Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà.

In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.), i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa ai seguenti elementi:

- patrimonio aziendale vero e proprio;
- capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- metodo reddituale;
- metodo dei flussi finanziari;
- metodo misto;
- metodo empirico.

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione (si espongono i presupposti e le caratteristiche dei più diffusi):

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K') a valori correnti.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali *semplici* e metodi patrimoniali *complessi*; nei primi, sono considerati ai fini della valutazione, oltre i beni materiali - compresi i crediti e la liquidità - i soli elementi immateriali *suscettibili di trasferimento autonomo* (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.); nei secondi vengono inclusi nella valutazione anche altri elementi immateriali, compresi quelli per i quali non è consentita l'iscrizione in bilancio.

Il criterio patrimoniale, inteso come valore-*stock*, non costituisce, in via generale, salvo che in particolari situazioni, un metodo di valutazione delle aziende in sé razionale ed accettabile; tuttavia, l'informazione patrimoniale risulta un importante elemento di integrazione che in vari modi concorre alla determinazione delle valutazioni vere e proprie, fornendo riferimenti talvolta imprescindibili.

Metodo reddituale

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è

fondamentale nel caso di strutture aziendali estremamente "*leggere*" — come nel caso in esame —, ed è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale. Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

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

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

$$W = R / i$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) corrisponde al valore attuale calcolato per il tempo (n) ed al tasso (i) di una rendita temporanea di rata costante (R), determinato in base alla seguente formula:

$$W = R a_{n|i}$$

Dove:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di attualizzazione;

n = numero di anni per i quali viene capitalizzato il reddito medio normalizzato prospettico.

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, quello, cioè, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti

straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e — in ogni caso — determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta, ad esempio, che nella configurazione del reddito rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

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

In conclusione, dunque, il risultato contabile per assumere la configurazione di risultato economico, deve essere rettificato con una sede di interventi riconducibili ai seguenti processi:

- a) processo di normalizzazione;
- b) processo di integrazione, per esprimere nel risultato la dinamica dei beni immateriali o altre dinamiche di valori non espressi contabilmente;
- c) eventualmente, in ipotesi di notevole inflazione, processo di allineamento per eliminare gli effetti distorsivi dell'inflazione e trasformare il reddito nominale in reddito reale.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione al rischio sopportato. In particolare, il *tasso di puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve

essere deputato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di *tasso reale*.

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

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

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

Metodi finanziari

In base ai metodi finanziari il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro. Pertanto, la valutazione dell'azienda è basata sui seguenti parametri:

- struttura temporale e consistenza dei ritorni sul capitale che scaturiscono dall'investimento nell'impresa;
- rischio legato a tale investimento rispetto ad altre forme alternative di impiego del capitale.

Per ciò che concerne il primo parametro, è necessario sottolineare come i metodi finanziari possano essere correttamente applicati principalmente ad aziende con flussi di cassa normalmente positivi, stimabili con sufficiente attendibilità e per le quali è possibile disporre di una stima del rischio nel determinare il tasso di attualizzazione.

Tanto più l'azienda oggetto di valutazione si discosta da tali requisiti tanto più questi metodi di valutazione si rivelano di difficile applicazione.

Un altro parametro da tenere in considerazione nelle valutazioni operate con i metodi finanziari, vale a dire il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa che ci si attende che l'azienda genererà in futuro, è strettamente collegato alla natura dei flussi di cassa attesi: infatti, quanto maggiore è la variabilità dei flussi di cassa, tanto maggiore deve essere il tasso di attualizzazione da applicare.

Esistono diverse metodologie valutative appartenenti alla categoria dei metodi finanziari.

Una di esse è quella dei *“flussi monetari complessivi disponibili”* che a sua volta trova due diverse applicazioni:

1. *“metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista”*, che consiste nel valutare esclusivamente il patrimonio netto dell'azienda;
2. *“metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa”*, che considera invece la valutazione dell'intera impresa nel suo complesso e quindi oltre al capitale di rischio anche i diritti degli altri portatori di interessi.

Sebbene entrambi i metodi consistano in una attualizzazione dei flussi di cassa attesi e conducano a stime tra loro compatibili, i flussi di cassa ed i relativi tassi di attualizzazione utilizzati sono diversi.

Metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista

Questo metodo consiste nell'attualizzare i flussi di cassa attesi dall'azionista, vale a dire i flussi di cassa che rimangono dopo aver sostenuto tutte le altre spese (imposte, interessi, ecc.) al tasso di rendimento richiesto dagli azionisti dell'azienda, secondo la seguente formula:

$$Wf = \sum Cf_t / (1 + k_e)^t$$

Dove:

Cf_t = flusso di cassa disponibile per l'azionista al netto delle spese per il pagamento delle imposte, del rimborso dei debiti e del pagamento degli interessi;

k_e = tasso di rendimento richiesto dagli azionisti.

Il tasso di attualizzazione previsto dalla formula differisce da quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale; in questo caso, infatti, si fa riferimento alla sommatoria tra il rendimento delle attività prive di rischio e il premio per il rischio, che è più elevato rispetto a quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale in quanto i flussi di cassa hanno probabilità di manifestarsi ancora più aleatorie rispetto al reddito. Per quanto concerne l'orizzonte temporale è opportuno fare riferimento a un periodo piuttosto limitato data la difficoltà di disporre di previsioni finanziarie a medio/lungo termine.

Il flusso monetario disponibile si determina nel seguente modo:

Fatturato (+)

Costi operativi (-)

Imposte sul reddito (-)

= Reddito operativo netto

Ammortamenti (+)

= Flusso di capitale circolante generato dalla gestione corrente

Impieghi di capitale circolante (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione corrente

Investimenti fissi (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione operativa

Variazioni dei fondi (+)

Rimborso o accensione mutui (+)

Prestiti bancari (+)

= Flusso monetario complessivo disponibile

Metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista

La formula utilizzata da questo metodo è la seguente:

$$I = \sum_{i=1}^n Cf_i \cdot v^i + Vf \cdot v^n$$

$$W = I - D_a$$

dove:

I = valore dell'investimento netto;

CF = flussi di cassa attesi anno per anno;

n = durata (in anni) del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione determinato in base al costo medio ponderato del capitale (WACC);

Vf = valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (Terminal Value);

D_a = valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal valore nominale).

Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del goodwill

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*) il predetto valore patrimoniale.

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

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = K + (R - i K) a_n \cdot v^i$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);
 i = tasso di remunerazione normale del capitale;
 R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);
 a = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';
 n = numero di anni per i quali viene stimato il *sovra-reddito*;
 i' = tasso di attualizzazione.

In alternativa, in applicazione del metodo della capitalizzazione illimitata del sovra- reddito, l'avviamento può essere calcolato come rendita temporalmente illimitata del profitto, inteso come maggior rendimento ritraibile rispetto ad una remunerazione normale del patrimonio aziendale; la formula, pertanto, diventerà:

$$W = K + [(R - iK)/i']$$

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima potrà, pertanto, riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il metodo dell'EVA

L'EVA (*Economic Value Added*) rappresenta sostanzialmente un indicatore di *performance*, individuato al fine di misurare la capacità dell'azienda in funzionamento di produrre nuova ricchezza, similmente a quanto avviene per il ROI (*Return On Investment*) o il ROE (*Return On Equity*).

L'EVA, tuttavia, pur essendo un indicatore di *performance* in termini di risultati economico-finanziari, può divenire anche un utile strumento di stima del valore del capitale economico di un'azienda.

Il modello valutativo appare informato a una logica analoga a quella che caratterizza il metodo misto patrimoniale/reddituale, con stima autonoma dell'avviamento, con la differenza che in questo caso l'avviamento è calcolato su base finanziaria (quale sommatoria dei valori attuali dei singoli EVA) anziché su base reddituale (quale sommatoria dei sovraredditi attesi attualizzati).

Il modello assume poi particolare significatività in ragione del fatto che vengono considerate le componenti patrimoniale, reddituale e finanziaria del potenziale valore di capitale economico esprimibile dal complesso aziendale, ove:

- la componente patrimoniale è intesa quale *“capitale netto investito”*;
- la componente reddituale è intesa quale *“redditività operativa netta”*;
- la componente finanziaria risulta riconducibile agli effetti sul risultato finale della struttura finanziaria, del costo del capitale di terzi e del rischio specifico aziendale.

Poiché il modello si pone l'obiettivo di contemperare aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari, esso appare particolarmente completo nell'analisi, anche se, data una certa *“eterogeneità”* degli elementi congiuntamente analizzati, il significato dei risultati non è sempre facilmente interpretabile.

L'elemento patrimoniale oggetto di analisi è il capitale investito netto (denominato CIN), così determinabile:

$$\text{CIN} = \text{Totale attivo operativo} - \text{Fondi di ammortamento} - \text{Debiti commerciali} - \text{TFR}.$$

I valori espressi dai dati contabili devono essere tuttavia rettificati al fine di pervenire a una valorizzazione finalizzata alla determinazione del capitale economico aziendale, per esempio rilevando le plusvalenze implicite nei beni oggetto di stima e iscrivendo ogni passività ritenuta certa o probabile, analogamente a quanto avviene per il metodo patrimoniale. Tale processo di rettifica del valore del capitale investito netto determina la stima del cosiddetto *“capitale investito netto rettificato”* (CIN). Una volta stimato il CIN' è possibile determinare gli EVA attesi, secondo il seguente modello di calcolo:

$$EVA = \{[RO (1 - t) / CIN] - WACC\} \cdot CIN = RO (1 - t) - WACC \cdot CIN$$

dove :

RO = reddito operativo netto;

(1 - t) = coefficiente di redditività operativa, depurato dall'effetto del carico fiscale;

CIN = capitale netto investito;

WACC = costo del capitale investito.

Nei casi in cui $[RO (1 - t) / CIN] > WACC$ l'azienda è in grado di produrre una remunerazione superiore al costo del denaro e, quindi, l'indebitamento finalizzato a finanziare lo sviluppo dei volumi produttivi avrebbe un effetto leverage *positivo*. Viceversa, nei casi in cui $[RO (1 - t) / CIN] < WACC$ l'azienda non è in grado di produrre una remunerazione sufficiente anche solo per soddisfare il capitale investito.

Una volta individuato il principio di funzionamento dell'indicatore, risulta possibile identificare anche il seguente modello di calcolo del valore di capitale economico aziendale:

$$W = CIN' + \sum (VA)EVA - DFN$$

dove:

CIN' = capitale investito netto rettificato;

$\sum (VA) EVA$ = sommatoria dei valori attualizzati degli EVA;

DFN = indebitamento finanziario netto, pari alle passività finanziarie al netto delle attività finanziarie.

La sommatoria dei valori attualizzati degli EVA può essere così espressa:

$$\sum (VA)EVA = VA EVA(1) + VA EVA(2) + \dots + VA EVA \text{ (ultimo stimato)}.$$

In dottrina viene tuttavia sostenuta come percorribile la via della determinazione analitica di alcuni EVA in ragione dei quali determinate un EVA "*medio*" (media aritmetica) da attualizzare come una rendita costante rispetto a un orizzonte temporale finito di "*n*" anni.

Metodi empirici

I metodi empirici di stima delle aziende, specie di medie o piccole dimensioni, sono tenuti in forte considerazione da coloro che operano nello specifico ramo di attività dell'azienda sottoposta a valutazione.

Tali metodi sono spesso estremamente semplici e derivano direttamente dal mercato, esprimendo di conseguenza un'indicazione abbastanza precisa della domanda e dell'offerta di aziende in un determinato settore.

Spesso i predetti metodi si presentano sotto forma di multipli di alcune variabili, fra cui ad esempio il **fatturato, piuttosto che il profitto, ovvero elementi tipici esclusivamente del settore di riferimento, quali il numero di automobili disponibili nelle società di noleggio, il numero di contratti sottoscritti nelle società di vigilanza, il numero di utenti nelle società delle utilities, ecc.**

Trattandosi nella maggior parte di metodologie semplici, non razionali e prive di riconoscimento formale da parte degli esperti e dei teorici, per una corretta applicazione dei predetti metodi è preferibile il loro utilizzo all'interno di un altro metodo valutativo classico, unanimemente riconosciuto, al fine di aumentarne l'affidabilità.

10. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Il problema della valutazione di un'azienda o di un ramo d'azienda presenta aspetti di notevole complessità, tali per cui è pressoché impossibile giungere a conclusioni univoche e universalmente accettabili, ma soprattutto a un valore oggettivo del complesso aziendale. In via preliminare, occorre stabilire quale tra i diversi criteri di valutazione teoricamente adottabili sia correttamente applicabile al caso concreto, tenendo conto che la scelta dipenderà da numerosi fattori, tra i quali si evidenziano:

- il settore di operatività dell'azienda;
- l'attendibilità dei dati prospettici nonché dei dati contabili.

Per quanto concerne il settore di attività in cui opera l'azienda, si sottolinea che in settori quali quello commerciale o dei servizi spesso il valore del capitale economico aziendale è del tutto svincolato rispetto al suo valore meramente patrimoniale, per esempio con riferimento a quelle imprese in cui organizzazione, marchio, clientela, *know-how* tecnologico, ecc., costituiscono fattori determinanti dei risultati ovvero alle aziende di servizi a elevato contenuto di natura professionale o che comunque basano la propria attività su componenti per lo più di natura intangibile. Le aziende in questione potranno essere correttamente valutate osservando prioritariamente dati reddituali o finanziari: si tratta, infatti, di imprese caratterizzate da limitati patrimoni investiti, ma dotate di rilevanti potenzialità economiche. In questi casi il patrimonio, per quanto adeguatamente rivalutato e rettificato, rimane pur sempre un valore inadeguato ad esprimere l'intero valore del capitale economico.

Al contrario, possono esistere casi in cui un'adeguata rivalutazione delle componenti patrimoniali (eventualmente anche dei beni immateriali) è, da sola, sufficiente a esprimere correttamente il valore del capitale economico aziendale.

Vi sono imprese, infatti, come quelle immobiliari o come le *holding* di partecipazione, il cui valore complessivo è strettamente connesso al valore intrinseco delle singole attività possedute.

Quando si tratta, poi, di valutare aziende condotte da imprese in perdita, è evidente che risulta del tutto inadeguato il metodo patrimoniale. In questa ipotesi, si dovrà tenere conto delle perdite che andranno a decurtare i valori meramente patrimoniali espressi dal complesso dei beni aziendali, e si dovrà decidere se rettificare il patrimonio netto per effetto dell'iscrizione dell'avviamento negativo (*badwill*), ovvero addirittura ricondurre il valore sino al limite minimo di valutazione costituito dal capitale "*di liquidazione*".

Infine, per quanto concerne le imprese i cui flussi di cassa sono normalmente positivi, con un andamento costante nel tempo suscettibile di essere stimato con sufficiente attendibilità, il capitale economico aziendale può essere correttamente valutato ricorrendo all'applicazione di metodi finanziari. Relativamente all'aspetto riguardante l'attendibilità dei dati prospettici, si può

affermare che un'azienda che predispone periodicamente documenti previsionali dettagliati e attendibili, da cui non risultino scostamenti sensibili rispetto ai dati a consuntivo, e che mostra di poter mantenere nel tempo adeguati risultati, ben si presta a tecniche valutative basate su dati previsionali, siano essi di natura reddituale o finanziaria.

La scelta del metodo di valutazione nel caso in oggetto e le operazioni di valutazione

Utilizzando i dati e i documenti ricevuti, procederemo alla determinazione della stima del valore commerciale della Farmacia Comunale di Ospitaletto, utilizzando alcuni tra i numerosi metodi di valutazione di uso più corrente e riconducibili al più ampio spettro degli strumenti disponibili prima esposti.

Sono stati forniti alla scrivente il conto consuntivo degli anni 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020 della Società Ospitaletto Servizi S.r.l., per la quale, come evidenziato in precedenza, non è stata tenuta una contabilità separata per le diverse gestioni intervenute in capo ad essa nel corso degli esercizi analizzati. Solo a partire dall'anno 2020 infatti la Società svolge unicamente l'attività di farmacia.

a) Il metodo dei multipli applicato alla Farmacia Comunale di Ospitaletto

Si ritiene di iniziare con il ricorso ad un metodo che utilizza dei moltiplicatori applicati al fatturato medio.

Tale metodo, pur essendo **un metodo empirico**, è uno dei metodi di più facile comprensione ed è quello maggiormente usato in sede di procedura competitiva pubblica. Inoltre, è uno dei metodi più usati in caso di valutazione di aziende commerciali in fase di cessione e, nello specifico, di farmacie.

Prendiamo come base di partenza il fatturato medio degli ultimi 3 anni, e cioè il fatturato dall'anno 2018 al 2020. Si provvede ad aggiornare lo stesso applicando i coefficienti di rivalutazione monetaria pubblicati dall'ISTAT, e abbiamo i risultati riportati dalla seguente tabella.

Anno	Volume d'affari	Coeff. di rivalutazione	Volume d'affari rivalutato
2018	1.289.613,00 €	1,006	1.297.350,68 €
2019	1.179.120,00 €	1,003	1.182.657,36 €
2020	1.027.411,00 €	0,996	1.023.301,36 €

Volume d'affari medio rivalutato = € 1.167.769,80

A questo volume d'affari dobbiamo applicare un moltiplicatore. Per giungere ad una quantificazione di questo coefficiente, e, in definitiva, ad una stima più accurata del valore della Farmacia Comunale di Ospitaletto, si è ritenuto opportuno analizzare in prospettiva il futuro contesto competitivo in cui la farmacia opererà.

Il nuovo scenario, che cambierà a causa dell'apertura della nuova Farmacia Comunale con sede in Via Padana Superiore n.250, innescherà un aumento della pressione competitiva sulla Farmacia Comunale esistente dal momento che i bacini di attrazione delle due farmacie, da cui si genera statisticamente la maggior parte delle vendite, sono per buona parte sovrapposti come si evince dalla figura di seguito. L'aumento della competizione implica che il titolare abbia idonee capacità imprenditoriali per una gestione virtuosa della farmacia.



Nella mappa di Ospitaletto sono stati indicati i perimetri dei due **bacini competitivi** delle due Farmacie Comunali (Piazza Aldo Moro 8 e Via Padana Superiore 250). Queste aree racchiudono le celle censuarie da cui provengono i cittadini che generano il 90% circa delle vendite.

I due bacini competitivi sono molto sovrapposti, ciò significa che fanno la maggior parte del loro fatturato sulla stessa area, insistendo sui consumi di una domanda comune. In particolare:

- il bacino competitivo dell'attuale Farmacia Comunale è sovrapposto con quello della Nuova Farmacia comunale per il 67,5%;
- il bacino competitivo della Nuova Farmacia Comunale sarà sovrapposto con quello della attuale Farmacia comunale per il 69,8%.

— Bacino competitivo
FARMACIA COMUNALE ESISTENTE
— Bacino competitivo
FARMACIA COMUNALE DI PROSSIMA
APERTURA

Pertanto, evidenziando che:

- secondo la Dottrina prevalente, sulla base della posizione geografica e territoriale della farmacia, il moltiplicatore è compreso nel range 1,1 -1,7 (valore che trova conferma nelle compravendite di farmacie effettuate nella Regione Lombardia);
- la Farmacia oggetto di stima opererà in un contesto destinato a cambiare nel prossimo futuro;

si è ritenuto opportuno utilizzare come moltiplicatore un multiplo del volume d'affari rivalutato pari a 1,2 volte decurtato del 10% circa in via prudenziale.

Volume d'affari medio rivalutato (decurtato del circa 10%)	1.042.651,61 €
Multiplo	1,2
Valore azienda	1.251.181,93 €

Nota: Il valore intrinseco stimato della Farmacia Comunale a cui applicare il multiplo per ottenere il valore di mercato attraverso il metodo suesposto, arrotondando per difetto il volume d'affari medio rivalutato, si può individuare in € 1.000.000,00 (unmilione/00).

b) Il metodo con il reddito medio normalizzato atteso applicato alla Farmacia Comunale di Ospitaletto

Passiamo ora a cercare di determinare il valore economico dell'avviamento utilizzando il reddito medio normalizzato atteso.

Per fare questo occorre ipotizzare quali possono essere i ricavi ed i costi di una futura gestione che sia improntata ad una maggiore attività commerciale svolta da un soggetto privato.

Prendiamo quindi come base i dati dei bilanci della Farmacia Comunale dall'anno 2018 all'anno 2020, dati che vengono presi rivalutati secondo gli indici ISTAT.

Dovendo sviluppare un ipotetico conto economico della gestione privata, pur con le opportune semplificazioni, occorre tenere in considerazione quanto segue:

- Si deve stimare doverosamente un incremento dei ricavi, che tenga conto della maggior propensione commerciale dell'operatore privato; partendo dal dato medio del triennio considerato si ipotizza ragionevolmente, a regime, un incremento pari al 15% tale da portare l'esercizio in questione ad un fatturato annuale prospettico di euro 1.342.935.
- Si deve altresì stimare un costo di acquisto medio dei farmaci e parafarmaci che si assesti ad un valore non superiore del 73% del fatturato; questo valore potrebbe anche migliorare in vista di un aumentato volume di attività (in considerazione delle sinergie ed economie di scala proprie di una gestione privatisticamente orientata), tuttavia tale situazione risulta di scarsa prevedibilità in quanto condizionata da scelte molto discrezionali del futuro titolare.
- Con un costo del venduto del 73% consegue un margine di contribuzione pari al 27% sui ricavi di vendita.
- Si stima che per sviluppare un volume d'affari come quello rappresentato, la farmacia oltre al Titolare necessita di altri 3 addetti FTE (*full time equivalent*), per contare su una struttura potenzialmente in grado di generare risultati maggiori e garantire un servizio efficiente (ad es. orario continuato); nella presente ipotesi, all'interno del costo del lavoro è già stata inserita anche la remunerazione del Titolare.
- Inoltre, si ritiene ragionevole e prudentiale prefigurare il mantenimento dei costi di gestione, comprensivo di un eventuale canone di locazione immobiliare nei locali attuali, intorno alla media nazionale che si assesta intorno al 11% delle vendite nette.
- Infine, non potendo prevedere le caratteristiche della nuova proprietà, non sono stati quantificati in maniera accurata gli oneri/proventi finanziari e le imposte.



Pertanto, il nuovo ipotetico conto economico con le variabili sopra esposte si presenta come segue:

	Valori prospettici
Fatturato netto IVA	€ 1.342.935
- Costo del venduto	€ 980.343
Margine di contribuzione	€ 362.593
- Costo del Lavoro	€ 165.000
- Altri costi operativi	€ 147.723
EBITDA (Margine Operativo Lordo)	€ 49.870
- Ammortamenti e accantonamenti	- €
EBIT (Risultato Operativo)	€ 49.870
Gestione finanziaria (+/-)	- €
Gestione straordinaria (+/-)	- €
Risultato prima delle imposte	€ 49.870
-Imposte	- €
Risultato Netto	€ 49.870

Al risultato netto così conseguito applichiamo la metodologia della rendita perpetua.

Tale metodologia è sicuramente applicabile al tipo d'azienda oggetto di valutazione in quanto siamo in presenza di un mercato sostanzialmente contingentato (al di là di aperture e dei cambiamenti normativi in atto) ed in presenza di un prodotto che la cui domanda non può che crescere visto l'innalzamento dell'età media della popolazione.

La rendita perpetua determina il valore economico secondo la seguente formula: reddito medio normale atteso/tasso di capitalizzazione o attualizzazione.

Il reddito normale atteso è stato determinato nella tabella sopra riportata in € 49.870,00 (pari al risultato netto).

Il tasso di capitalizzazione o di attualizzazione, che è il tasso di rendimento giustificato soddisfacente dall'investitore in relazione alle aspettative della rendita futura, viene determinato da due componenti che sono un tasso di remunerazione finanziaria ed un premio per il rischio d'impresa.

Per quanto riguarda il tasso di remunerazione finanziaria occorre tenere in considerazione che il mercato dove opera l'azienda è un mercato stabile senza particolari rischi.

Con tali presupposti il tasso di remunerazione finanziaria da prendere in considerazione è quello degli investimenti privi di rischi. Classico investimento privo di rischi è quello in Titoli di Stato.

Il tasso medio di rendimento netto dei BTP a 25 anni, ad oggi, può individuarsi in circa il 1,30%.

A questo dato occorre aggiungere un premio rischio d'impresa. Tenuto conto delle considerazioni sopra esposte circa il mercato di riferimento ed il prodotto trattato è sicuramente accettabile un premium risk del 4%.

Occorre aggiungere un ultimo elemento, utilizzabile per depurare i rendimenti sopra esposti, che è dato dall'inflazione attualmente esistente che è pari al 1,3% circa.

Applicando quanto sopra esposto al reddito normale a moneta corrente si giunge ad una valutazione del valore economico pari ad euro 1.246.741,00.

11. CONCLUSIONI

Il valore dell'Azienda Farmacia alla data odierna

Tenuto conto di tutto quanto sopra esposto e riepilogando i risultati ottenuti con i vari metodi esposti sopra, perveniamo a quanto evidenziato nella seguente tabella:

1. valutazione secondo i multipli di mercato **1.251.181,93 €**
2. valutazione secondo il reddito medio normalizzato atteso **€ 1.246.741,00**

Concludendo, arrotondando i dati sopra esposti, si ritiene che il valore di mercato da attribuire alla Farmacia Comunale e da porre quindi quale base d'asta per la vendita sia di **€ 1.200.000,00 (unmilione duecentomila euro)**.

A tale valore vanno aggiunte le rimanenze di magazzino che verranno valorizzate al momento di un passaggio di proprietà ed il valore dei beni strumentali.

Il valore dell'avviamento

Sulla base della valorizzazione della Farmacia Comunale è possibile procedere alla stima del valore di avviamento commerciale dell'attività, la cui definizione è costituita dal maggior valore del complesso aziendale rispetto alla somma dei valori di mercato dei beni di cui è composta.

Indica, quindi, l'attitudine dell'impresa a conseguire profitto in virtù di fattori oggettivi (non suscettibili di modifica a seguito di variazione del titolare) e/o soggettivi (dovuti alle abilità manageriali dell'imprenditore ad accrescere e mantenere la clientela) che lo caratterizzano.

L'avviamento è dato in estrema sintesi dalla differenza tra il prezzo d'acquisto dell'azienda ed il valore del patrimonio netto.

Considerati il valore della Farmacia Comunale precedentemente definito e il valore del patrimonio netto dell'Azienda desunto dal Bilancio di esercizio 2020 che ammonta ad euro 2.211, si definisce un valore di avviamento pari ad euro 1.197.789 euro.

Vista l'attività esercitata dalla Società Ospitaletto Servizi S.r.l. nel corso degli anni sulla Farmacia, che ha contribuito al raggiungimento di questo valore di avviamento attraverso una gestione orientata ad accrescere il lato più commerciale dell'impresa (in contrapposizione al puro servizio logistico) per incrementare i risultati complessivi senza perdere di vista il ruolo etico-professionale e sociale insito nell'attività di farmacia stessa, si ritiene coerente riconoscere il 10% del valore dell'avviamento commerciale così definito alla Società Ospitaletto Servizi S.r.l. per il valore apportato.

Tale valorizzazione è stimata, pertanto, in circa 120.000 euro.

Stima del valore dei beni strumentali della Farmacia

La stima del valore economico residuale dei beni strumentali di pertinenza dell'azienda si individua, in maniera forfettaria, in 50.000 euro, considerando:

- il recente rinnovo delle macchine elettroniche (fine 2020);
- il rinnovamento del mobilio e della maggior parte delle restanti attrezzature intervenuto a seguito della ristrutturazione avvenuta nel 2018;
- il reale stato di conservazione dei beni presenti.

Canone congruo per la locazione dell'immobile

Il locale farmacia di proprietà del Comune ha una metratura di calpestabili mq 208 ed è sito in Piazza Aldo Moro n. 8. La scrivente:

- Vista la tariffa della banca dati delle quotazioni immobiliari (2° semestre 2020).
- Vista ripartizione dei locali tra zona vendita e retro.

Ha determinato un valore locativo di 9,5 euro al metro.

Il canone di locazione congruo dell'immobile è, a parere della scrivente, pari a $9,5 \times 208 \text{ mq} = \mathbf{1.976,00 \text{ euro/mese}}$.

Tutta la documentazione citata non viene allegata, ma conservata agli atti degli uffici della sottoscritta.

Milano, 23 luglio 2021

TradeLab S.r.l.