

Parere di congruità sull'offerta di acquisto delle azioni di Sanatorio Triestino S.p.A.



dott. Mario Giamporcaro
Studio GRB DOTTORI COMMERCIALISTI
Via Santa Caterina da Siena, 7 – 34122 Trieste
Tel. 040.763709

SOMMARIO

1.	L'incarico	pag. 3
2.	Attestazione di competenza professionale e di indipendenza	pag. 4
3.	L'offerta	pag. 5
4.	Il parere di congruità e la documentazione utilizzata	pag. 7
5.	Metodologia di valutazione utilizzata dalla Società	pag. 8
6.	Il parere dell'esperto e le verifiche effettuate	pag. 10
7.	Conclusioni	pag. 15
8.	ALLEGATI	

1. L'incarico

L'Università degli Studi di Trieste è titolare di n. 5.429 azioni del valore nominale di € 3,10 cadauna della società Sanatorio Triestino S.p.A., con sede in Trieste, via Domenico Rossetti n. 62, partita Iva, codice fiscale ed iscrizione al Registro delle Imprese Venezia Giulia n. 00130810328, acquisite a seguito di un lascito testamentario e per le quali ha ricevuto un'offerta irrevocabile di acquisto dalla società Garofalo Health Care S.p.A., con sede legale in Roma, Piazzale delle Belle Arti n. 6, partita Iva 03831150366, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Roma n. 06103021009.

A bilancio di Ateneo, la partecipazione nella Sanatorio Triestino S.p.A. (oggetto di rivalutazioni negli ultimi anni) è iscritta per € 64.387,94.

La proposta di acquisto da parte della Garofalo Health Care S.p.A. è di € 33,00 ad azione, per un totale complessivo pari ad € 179.157,00.

Ai fini di valutare adeguatamente la proposta di acquisto pervenuta, l'Università ha richiesto al sottoscritto di esprimere un parere di congruità sull'offerta irrevocabile di acquisto ricevuta.

2. Attestazione di competenza professionale e di indipendenza

Il sottoscritto, dott. Mario Giamporcaro, codice fiscale GMP MRA 64R13 A052S, dichiara di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Trieste – sezione A, al n. 215, al Registro dei Revisori Legali al n. 112214, nonché all'Albo dei Consulenti Tecnici del Giudice del Tribunale di Trieste e di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere l'incarico affidatogli dall'Università di cui sopra.

Il sottoscritto dichiara:

- di non essere legato al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- tale requisito di indipendenza è valido anche per l'Associazione professionale di cui il medesimo fa parte;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione;

- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente, come definito dal *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC (*International Valuation Standard Council*) a cui si aderisce ai fini del presente incarico;
- di aderire ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV);
- di essere assicurato per la responsabilità civile contro i rischi professionali con apposita polizza n. PI-9424092200 contratta con Arch Insurance (EU) DAC.

3. L'offerta

L'Università degli Studi di Trieste è titolare di n. 5429 azioni del valore nominale di € 3,10 cadauna della società Sanatorio Triestino S.p.A., che rappresentano l'1,36% del capitale sociale.

Il Sanatorio Triestino, Casa di cura appartenente alla Sanatorio Triestino S.p.A., è una realtà fondata nel 1897 a Trieste, titolare di un moderno complesso ospedaliero di oltre 7.500 mq nel capoluogo giuliano, in cui opera personale medico, tecnico e infermieristico di alto livello professionale. La Struttura sanitaria dispone di 108 posti letto, di cui 80 per degenze e cure medico-chirurgiche di pazienti assistiti dalle Aziende

Sanitarie Regionali e Nazionali, con cui il Sanatorio è convenzionato dal 1981¹.

La Garofalo Health Care S.p.A. ha presentato all'Università degli Studi di Trieste un'offerta irrevocabile di acquisto delle azioni da questa possedute nella società Sanatorio Triestino S.p.A.

Garofalo Health Care S.p.A. è tra i principali gruppi in Italia operanti nel settore della sanità privata accreditata, attraverso 32 strutture distribuite in otto Regioni (Piemonte, Liguria, Lombardia, Friuli-Venezia Giulia, Veneto, Toscana, Emilia-Romagna, Lazio), coprendo tutti i comparti dei settori ospedaliero, territoriale e socioassistenziale. La Società, inoltre, è la prima ed unica del settore sanitario ad essere quotata in Borsa Italiana, sul segmento Euronext STAR².

L'offerta ricevuta dall'Università segue il recente acquisto, effettuato dalla Garofalo Health Care S.p.A., relativo alle azioni rappresentanti la maggioranza del capitale sociale del Sanatorio Triestino S.p.A., ad un prezzo unitario per azione di € 33,00.

Per il pacchetto di azioni di proprietà dell'Università, ancorché di minoranza (1,36%), il prezzo offerto dalla Garofalo Health Care S.p.A. rimane invariato a € 33,00 per azione (per un totale complessivo di € 179.157,00), senza prevedere quindi uno sconto di minoranza.

¹ Dati ricavati dal sito aziendale.

² Dati ricavati dall'offerta ricevuta dall'Università degli Studi di Trieste.

4. Il parere di congruità e la documentazione utilizzata

I pareri di congruità sono definiti *“un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto, (...) generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio”*³.

Tale giudizio comporta solitamente la redazione di un parere con espressione di un giudizio sulla congruità economica e finanziaria del prezzo, nello specifico contesto e in un dato momento. Tale prezzo, dunque, non è da intendersi quale il migliore possibile per il trasferimento dell'attività, né tantomeno quale unico prezzo assegnabile.

*La caratteristica essenziale dei pareri di congruità è quella di comportare un giudizio in merito ad una determinazione già assunta o ipotizzata, in relazione alla quale il mandante desidera avere un conforto professionale indipendente. L'analisi è in questo caso svolta “a ritroso”, mostrando generalmente che il risultato si colloca nella fascia dei possibili esiti ragionevoli del processo di stima*⁴.

* * *

Per l'esecuzione dell'incarico affidato, lo scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- bilanci (stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario, nota integrativa e relative relazioni accompagnatorie) degli anni 2017 – 2022;

³ Principio Italiano di Valutazione I.4.5.

⁴ Principio Italiano di Valutazione I.4.5.

- visura camerale di Sanatorio Triestino S.p.A.;
- offerta irrevocabile di acquisto di Garofalo Health Care S.p.A. all'Università degli Studi di Trieste per le azioni di Sanatorio Triestino S.p.A.;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Sanatorio Triestino S.p.A. sul valore di liquidazione delle azioni della Società in caso di recesso;
- assemblee straordinarie di Sanatorio Triestino S.p.A. di data 02/05/2023 e 31/05/2023.

* * *

I dati di riferimento per valutare il valore economico della Società sono quelli del bilancio al 31.12.2022, i cui valori non sono stati oggetto di verifiche contabili, finanziarie, fiscali, legali, commerciali e, in genere, amministrative.

5. Metodologia valutativa utilizzata dalla Società

Il prezzo offerto dalla Garofalo Health Care S.p.A., pari ad € 33,00 ad azione, rispecchia la recente valutazione, di data 14 aprile 2023, operata dal Consiglio di Amministrazione di Sanatorio Triestino S.p.A. per la determinazione del valore delle azioni della Società. La valutazione del Consiglio si basa sui dati del progetto di bilancio al 31 dicembre 2022,

utilizzando un criterio comparativo di mercato, applicando il multiplo EV/EBITDA.

L'EBITDA, sulla base dei dati del progetto di bilancio al 31.12.2022, è stato determinato pari ad € 1.643 k, ottenuto come da evidenze nella tabella che segue:

<i>Dati in migliaia di euro</i>	
Utile ante imposte	€ 231
Rettifiche delle attività finanziarie	€ 52
Oneri (proventi) finanziari	€ 146
EBIT	€ 429
Ammortamenti immateriali	€ 54
Ammortamenti materiali	€ 1.061
Svalutazione dei crediti	€ 15
Acc.ti a f.do rischi classificati in B12	€ 79
Acc.ti a f.do rischi classificati in B7	€ 100
Utilizzo f.di rischi classificati in A5	- € 95
EBITDA	€ 1.643

Il multiplo utilizzato, ottenuto quale media dei moltiplicatori di Borsa per il settore ospedaliero (dati 2022) ed i moltiplicatori riscontrati nelle acquisizioni con società *target* italiana (nel periodo 2016 – 2022) è stato individuato pari a 9,2.

Conseguentemente il valore della società (*Enterprise Value*) è stato determinato in euro 15.116 k (pari al rapporto EBITDA*9,2).

Rettificando l'*Enterprise Value* dell'ammontare della posizione finanziaria netta risultante dal bilancio al 31.12.2022, pari ad euro 3.676 k, è stato ottenuto un *Equity Value* di € 11.440 k, il quale, suddiviso per le n. 400.000 azioni della Società ha portato ad un valore per azione di € 28,60. Il Consiglio di Amministrazione ha altresì ritenuto di valorizzare l'ampio parco alberato presente nel patrimonio della Società, il quale, pur non partecipando all'attività operativa, è stato ritenuto un *surplus assets*, cui attribuire un valore (supportato da idonea perizia) pari ad euro 1.600 k ed elevando pertanto la valutazione del prezzo per azione di € 4,00.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione ha determinato un prezzo per azione di arrotondati € 33,00.

6. Il parere dell'esperto e le verifiche effettuate

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) "*i criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:*

1. *i criteri patrimoniali;*
2. *i criteri reddituali;*
3. *i criteri che esplicitano la creazione di valore;*
4. *i criteri finanziari;*

5. i criteri comparativi di mercato.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili alle tre metodiche generali: del costo (criteri patrimoniali), dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari) o del mercato (criteri comparativi di mercato), o una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore)”⁵.

Per le operazioni di acquisizione di società operanti nel settore sanitario, il criterio di riferimento, nella prassi, è rappresentato dal “metodo dei multipli”, riconducibile alla categoria dei criteri comparativi di mercato. Tale metodo è basato sul diffusissimo moltiplicatore EV/EBITDA (*Enterprise value to EBITDA*), il quale riassume il concetto per cui, in un determinato settore, l'astratto valore dell'impresa o di una società senza indebitamento finanziario (EV) è pari al prodotto tra il suo EBITDA (o margine operativo lordo) e quello che è il “moltiplicatore” di settore. Quindi il Valore dell'Impresa è = (EBITDA*moltiplicatore di settore) – Posizione Finanziaria Netta.

I valori dei moltiplicatori sono ricavati:

- dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili;
- o dalle negoziazioni relative a cessioni fuori del mercato di borsa di pacchetti azionari (tipicamente di controllo) di aziende comparabili (c.d. *deal multiples*).

Ai fini di verificare la congruità dei valori offerti, ricerchiamo i moltiplicatori applicabili nella fattispecie sia dai dati di borsa che dalle

⁵ Principio Italiano di Valutazione III.1.11.

negoiazioni intercorse, anche se in quest'ultima ipotesi generalmente si tratta di pacchetti di controllo.

In merito ai *moltiplicatori di Borsa*, sono stati analizzati i multipli estratti dalla banca dati *MarketScreener* (dati 2022), su un campione di n. 10 società operanti nel settore "Ospedali, cliniche e servizi di assistenza primaria", appartenenti alla zona geografica "Europa". Il valore medio ottenuto, desunto facendo ricorso alla mediana, è pari a 6,98. Di seguito si riporta quanto analizzato:

Società	Multiplo EV/EBITDA
FRESENIUS SE & CO. KGAA	6,32
RAMSAY GÉNÉRALE DE SANTÉ	15,10
CLÍNICA BAVIERA S.A.	5,04
MEDICLIN AG	1,88
GAROFALO HEALTH CARE S.P.A.	5,59
LIMES SCHLOSSKLINIEN AG	10,60
MD MEDICAL GROUP INVESTMENTS PLC	2,76
TERVEYSTALO OYJ	7,63
SPIRE HEALTHCARE GROUP PLC	10,00
M1 KLINIKEN AG	10,90
Media	7,58
Mediana	6,98

Con riferimento invece ai *deal multiples*, riscontrati nelle acquisizioni fuori del mercato di borsa nel periodo dal 2016 ad oggi, di società *target* italiane del settore sanitario ed ottenuti dalla banca dati Zephyr, il valore medio, desunto facendo ricorso alla mediana, è pari a 11,24. Di seguito si riporta quanto analizzato:

Società acquirente	Società target	Multiplo EV/EBITDA
GHC PROJECT 2 SRL	OSPEDALI PRIV. RIUN. SPA	11,24
CORE INFRASTRUCTURE FUND II SCS	VENETA SANIT. FINANZA DI PROGETTO SPA	5,76
RESPONSIBLE CAPITAL AG	GEMELLI MOLISE SPA	13,90
HUMANITAS MIRASOLE SPA	CLINICA CASTELLI SPA	10,65
GAROFALO HEALTH CARE SPA	POLIAMBULATORIO DALLA ROSA PRATI SRL	14,23
GAROFALO HEALTH CARE SPA	CASA DI CURA PROF NOBILI SPA	12,61
HESPERIA HOSPITAL MODENA SPA	AESCUAPIO SRL	8,49
Media		10,98
Mediana		11,24

Quest'ultimo dato, si riferisce tipicamente a negoziazioni relative a pacchetti di controllo.

Nel nostro caso, dobbiamo considerare che il pacchetto azionario oggetto di offerta rappresenta solo il 1,36% del capitale sociale del Sanatorio Triestino S.p.A. e che normalmente quando si valutano i pacchetti di minoranza si applica uno sconto che generalmente varia dal 25% al 35%⁶ e pertanto il valore della mediana di 11,24 andrebbe rideterminato in un range tra 8,43 e 7,31.

Considerato che:

- il multiplo utilizzato dalla Società è pari a 9,2;
- il multiplo utilizzato dalla Società è superiore alla mediana dei moltiplicatori di borsa riscontrati nel settore ospedaliero;
- il multiplo utilizzato dalla Società è superiore alla mediana dei multipli riscontrati nelle transazioni comparabili fuori del mercato di borsa nel settore sanitario, opportunamente adattati ad un pacchetto di minoranza;
- il calcolo dell'EBITDA (euro 1.643 k) effettuato dal Consiglio di Amministrazione della Società è coerente con i dati di bilancio al 31.12.2022;
- il calcolo della PFN (euro 3.676 k) effettuato dal Consiglio di Amministrazione della Società è coerente con i dati di bilancio al 31.12.2022;

⁶ Con riferimento alla dimensione dello sconto di minoranza per ridotti poteri esistono diversi studi:

- Guatri individua una quota variabile tra il 25% ed il 35%;
- Mergerstat individua uno sconto medio pari al 30%;
- Houlihan Lokey Howard & Zukin individuano uno sconto medio del 28%.

Fonte: Pozzoli S., Valutazione d'azienda, pagina 246. Wolters Kluwer, 2021.

- che nella determinazione del valore aziendale da parte del Consiglio di Amministrazione della Società si è tenuto conto anche degli *asset* immobiliari non strategici (parco alberato);

si ritiene che il prezzo offerto dalla Garofalo Health Care S.p.A. all'Università degli Studi di Trieste per le azioni possedute nel Sanatorio Triestino S.p.A. (euro 33,00 ad azione) sia leggermente superiore a quello ricavabile dall'esperienza di mercato.

7. Conclusioni

In considerazione di tutto quanto precede e tenuto altresì conto che nella proposta di acquisto non è stato applicato alcuno sconto di minoranza, il sottoscritto ritiene che, sulla base dei valori di bilancio al 31.12.2022 della Sanatorio Triestino S.p.A., il prezzo offerto dalla Garofalo Health Care S.p.A. all'Università degli Studi di Trieste per l'acquisto delle azioni della Sanatorio Triestino S.p.A., pari ad € 33,00 per azione, è da ritenersi **congruo**.

Quanto all'opportunità di aderire all'offerta, ci si limita ad osservare che il pacchetto di azioni detenuto dall'Università, rappresentante il solo 1,36% del capitale sociale del Sanatorio Triestino S.p.A., difficilmente trova mercato o comunque un'adeguata

remunerazione in caso di alienazione anche considerando che vi è un socio di maggioranza che ha il controllo dell'assemblee ordinaria e straordinaria della Società.

Trieste, 27 giugno 2023

In fede



dott. Mario Giamporcaro

ALLEGATI

- BILANCIO AL 31.12.2022 DEL SANATORIO TRIESTINO S.P.A.
- OFFERTA DELLA GAROFALO HEALTH CARE S.P.A.
- RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL VALORE DELLE AZIONI DA PARTE DEL CDA DEL SANATORIO TRIESTINO CON RELAZIONE COLLEGIO SINDACALE E REVISORE