

Pirola
Pennuto
Zei
& Associati

studio di consulenza
tributaria e legale



Crono S.r.l.

Valutazione del portafoglio marchi

Brescia, 14 gennaio 2014

Premessa e Limitazioni

Il presente documento (il “Documento”) è stato redatto da Pirola Pennuto Zei & Associati (lo “Studio”) in qualità di consulente finanziario della Dott.ssa Elisabetta Roncato (nel seguito “Curatore Fallimentare”) al fine di determinare il valore economico del portafoglio marchi (il “Portafoglio Marchi”) di proprietà di Crono S.r.l. (nel seguito la “Società” o “Crono”) nell’ottica di una possibile cessione a terzi dello stesso nell’ambito della procedura fallimentare relativa alla Società. In particolare il Portafoglio Marchi è costituito dai marchi “Luclar”, “Mutti Adolfo” e “M. Mutti”.

L’analisi di valore è stata basata sui bilanci d’esercizio chiusi al 30 giugno 2009, 2010, 2011 e 2012 della Società e sui dati economico-patrimoniali al 31 dicembre 2012 forniti dal Curatore Fallimentare.

L’analisi di valore è stata effettuata mediante il metodo del Royalty Relief. La data di riferimento dell’analisi è il 31 dicembre 2013.

Si segnala che lo Studio ha valutato il Portafoglio Marchi nel suo insieme in considerazione della mancata disponibilità dei ricavi afferenti ad ogni specifico marchio componente il portafoglio di cui sopra.

Lo Studio non ha effettuato alcun accertamento autonomo circa i dati contenuti nel Documento e pertanto non si assume alcuna responsabilità relativamente all’accuratezza e alla completezza di tali informazioni; ne consegue che scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nel Documento potrebbero risultare da imprecisioni, errori e omissioni nelle informazioni fornite allo Studio.

Il Documento e tutte le informazioni in esso contenute hanno carattere strettamente riservato e confidenziale e come tali dovranno essere conservate e trattate. Inoltre il Documento e tutte le informazioni in esso contenute non possono essere utilizzate per qualsiasi motivo o scopo diverso da quelli previsti sopra.



- **Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi**
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- Metodologie di valutazione
- Analisi valutativa
- Conclusioni
- Allegati



Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi

La Società opera nel settore della produzione di macchine e carri agricoli. Nello specifico, la Società nasce dalla fusione di due marchi zootecnici: Luclar International e Mutti International. La gamma dei prodotti offerti dalla Società comprende: *i)* carri miscelatori semoventi verticali, *ii)* carri miscelatori semoventi orizzontali, *iii)* carri miscelatori trainanti verticali; *iv)* carri miscelatori trainanti orizzontali; *v)* macchine per l'insilamento tubolare; *vi)* macchine per il compost; *vii)* trincia-distributori per prodotti da lettiera.

La Società detiene un Portafoglio Marchi costituito da tutti i diritti di legge relativi ai marchi figurativi elencati nel seguito e della relativa riproduzione grafica:

- marchio figurativo, denominato “Luclar”, registrato al n. 007590193 come da certificato di registrazione rilasciato in data 29 marzo 2010 dall'Ufficio per l'Armonizzazione del Marchio Interno (UAMI);
- marchio figurativo, denominato “Mutti Adolfo”, registrato al n. 007590151 come da certificato di registrazione rilasciato in data 11 novembre 2009 dall'Ufficio per l'Armonizzazione del Marchio Interno (UAMI);
- marchio figurativo, denominato “M.Mutti”, registrato al n. 007590177 come da certificato di registrazione rilasciato in data 7 ottobre 2009 dall'Ufficio per l'Armonizzazione del Marchio Interno (UAMI).

Il Tribunale di Brescia ha dichiarato la Società in fallimento con provvedimento del 1° ottobre 2013.



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- **Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società**
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- Metodologie di valutazione
- Analisi valutativa
- Conclusioni
- Allegati



Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società

Conto economico

CRONO SRL				
Conto economico	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Migliaia di Euro	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Ricavi vendite e prestazioni	11.120	6.798	8.817	10.164
<i>Crescita %</i>	-7,2%	-38,9%	29,7%	15,3%
Altri ricavi	65	57	47	32
<i>Crescita %</i>	553,7%	-13,1%	-17,5%	-31,3%
RICAVI TOTALI	11.185	6.855	8.864	10.196
<i>Crescita %</i>	-6,7%	-38,7%	29,3%	15,0%
Costi operativi	(10.523)	(7.173)	(8.135)	(9.438)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-94,1%	-104,6%	-91,8%	-92,6%
EBITDA	662	(318)	729	758
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	5,9%	-4,6%	8,2%	7,4%
Ammortamenti	(81)	(225)	(221)	(212)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-0,7%	-3,3%	-2,5%	-2,1%
EBIT	580	(542)	508	546
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	5,2%	-7,9%	5,7%	5,4%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(169)	(139)	(252)	(311)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-1,5%	-2,0%	-2,8%	-3,1%
Proventi/(Oneri) straordinari netti	0	(0)	(412)	(0)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,0%	0,0%	-4,7%	0,0%
RISULTATO ANTEIMPOSTE	411	(681)	(156)	235
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	3,7%	-9,9%	-1,8%	2,3%
Imposte	(234)	15	(195)	(193)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-2,1%	0,2%	-2,2%	-1,9%
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	177	(666)	(351)	42
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	1,6%	-9,7%	-4,0%	0,4%



Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società

Stato patrimoniale

CRONO SRL				
Stato patrimoniale	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
Migliaia di Euro	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni immateriali	33	467	358	443
Immobilizzazioni materiali	1.880	1.793	1.699	1.628
Immobilizzazioni finanziarie	4	8	8	8
IMMOBILIZZAZIONI	1.917	2.268	2.066	2.079
Magazzino	2.663	3.182	4.559	4.296
Crediti commerciali	2.376	2.505	3.025	2.821
Altre attività correnti	1.016	596	818	753
Debiti commerciali	(1.426)	(2.028)	(2.129)	(2.141)
Altre passività correnti	(851)	(339)	(1.180)	(1.792)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	3.779	3.917	5.093	3.937
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>33,8%</i>	<i>57,1%</i>	<i>57,5%</i>	<i>38,6%</i>
TFR	(342)	(394)	(401)	(446)
Altri fondi	(325)	(315)	(714)	(295)
CAPITALE INVESTITO NETTO	5.030	5.476	6.044	5.275
Debiti verso Banche	3.430	4.491	5.081	4.122
Debiti verso Soci	0	0	166	0
Crediti finanziari	(151)	(151)	(151)	(151)
Disponibilità liquide	(219)	(168)	(4)	(53)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	3.060	4.172	5.092	3.918
PATRIMONIO NETTO	1.970	1.303	952	1.357



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- **Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi**
- Metodologie di valutazione
- Analisi valutativa
- Conclusioni
- Allegati



Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi

Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi

I ricavi attribuibili al Portafoglio Marchi coincidono con i ricavi delle vendite della Società. Di seguito si riportano pertanto i ricavi degli esercizi 2009-2012 e quelli relativi al periodo 1° luglio – 31 dicembre 2012:

CRONO SRL					
Dati economici	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	01/07- 31/12/2012
<i>Migliaia di euro</i>	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Ricavi attribuibili al Portafoglio Marchi	11.120	6.798	8.817	10.164	4.334
<i>Crescita %</i>	-7,2%	-38,9%	29,7%	15,3%	<i>n.d</i>



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- **Metodologie di valutazione**
- Analisi valutativa
- Conclusioni
- Allegati



Metodologie di valutazione

Valutazione dei beni intangibili

Le principali metodologie impiegate per la valutazione dei beni intangibili, tra i quali i marchi, sono sinteticamente descritte di seguito.

Metodo del costo

Il valore viene calcolato in base al costo necessario per sostituire il bene in questione (replacement cost) o per riprodurlo (reproduction cost), attraverso un approccio analitico o per indici e coefficienti.

Metodo comparativo

Il valore del bene viene calcolato applicando multipli derivanti da transazioni similari. Si basa sull'attribuzione ad un bene intangibile del valore corrispondente ai prezzi realizzati in transazioni recenti aventi per oggetto beni similari. L'applicazione di tale metodo necessita che siano disponibili dati riferibili a transazioni avvenute di recente (3-5 anni) che offrano garanzia di omogeneità dei dati raffrontati, soprattutto sotto due aspetti: contenuto della negoziazione e condizioni che si accompagnano al prezzo.

Metodo reddituale

Il valore è calcolato scontando i futuri flussi di reddito generati dal bene per un periodo di tempo definito e un valore terminale oltre tale periodo. Il valore terminale comunemente si calcola con il metodo di "Gordon" ipotizzando che il flusso di reddito stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato, cresca ad un tasso costante (tasso di crescita perpetua "g") per il periodo terminale.

Il tasso di sconto è correlato al rischio insito nel bene oggetto della valutazione. In questo metodo è necessario pertanto (a) determinare i flussi di reddito direttamente associabili al bene e (b) applicare un appropriato tasso di sconto che tenga conto dei rischi del bene.

In particolare per i beni intangibili vengono comunemente utilizzate le seguenti due varianti del metodo reddituale: il metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali e il metodo del Royalty Relief.



Metodologie di valutazione

Valutazione dei beni intangibili (continua)

Metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali

Tale metodo implica la riproduzione a valori correnti, alla data di riferimento, dei redditi differenziali generati dalla presenza di un bene intangibile rispetto al reddito generato in situazioni di assenza di tale bene.

Tale criterio è utilizzato nei casi in cui si ritiene che un complesso di intangibili (marchio, brevetto, ecc.) sia determinante per l'ottenimento di alcuni vantaggi. Tali vantaggi si stimano in via differenziale rispetto alle situazioni normali dei concorrenti che non ne fruiscono (ad esempio produttori senza brevetti, marchi o know-how).

Metodo del Royalty Relief

Il metodo del Royalty Relief stima il valore degli intangibili specifici sulla base del corrispettivo derivante dalla cessione in uso a terzi delle risorse immateriali oggetto di valutazione (royalty); tali royalty sono calcolate applicando il cosiddetto "tasso di royalty", dedotto per via comparativa da casi omogenei, a specifici parametri quali il fatturato o il giro d'affari.

In particolare, questo metodo si basa sull'ipotesi che, qualora un bene dovesse essere preso in licenza da un soggetto terzo proprietario del bene, bisognerebbe versare un ammontare periodico (royalty fee) per il suo utilizzo. Il metodo del Royalty Relief prevede quindi la stima dei flussi di reddito derivanti dalla vendita di un prodotto e l'applicazione di un tasso (royalty rate) che consenta di valutare l'ammontare attribuibile al bene.

Il tasso di royalty è solitamente l'ammontare in percentuale che viene pagato per l'utilizzo dei diritti del bene nel settore in esame. La comparabilità del tasso di royalty è determinata non solo dall'appartenenza allo stesso settore delle società, ma anche dalla forza del bene. La scelta del tasso di royalty da utilizzare nella valutazione presuppone che si abbia a disposizione un adeguato numero di transazioni, rappresentative e trasparenti, che consenta di ottenere un intervallo di royalty applicato dal mercato per beni omogenei.



Metodologie di valutazione

Valutazione dei beni intangibili (continua)

Metodo del Royalty Relief (continua)

In alternativa o a supporto delle royalty derivanti dalle transazioni comunemente vengono utilizzati i seguenti metodi per la determinazione di un tasso di royalty implicito: metodo dell'Excess Earning Test, metodo della Rule of Thumb e metodo del Premium Pricing:

Metodo dell'Excess Earning Test

Con questo metodo il tasso di royalty per un bene intangibile è stimato partendo dal margine operativo della società (EBIT), a cui è sottratto il rendimento normale atteso per i beni tangibili (come il capitale circolante netto, le immobilizzazioni, ecc.). L'extra rendimento, in percentuale sul fatturato, che ne residua è il rendimento da attribuire all'insieme dei beni intangibili della società. Da questo extra rendimento va estrapolato il rendimento dell'intangibile specifico che si vuol misurare, applicando una percentuale riconducibile all'intangibile in questione.

Il fondamento teorico dell'approccio dell'Excess Earning Test è che i beni intangibili raramente generano profitti se non associati ad altri beni tangibili. Dunque, per creare una impresa economica sono combinati insieme beni come il capitale circolante netto, le immobilizzazioni tecniche e gli intangibili. Maggiore è il margine operativo che residua dopo le considerazioni sul rendimento del capitale investito, maggiore è il valore economico dei beni in oggetto.

Metodo della Rule of Thumb

Con questo metodo il tasso di royalty per un bene intangibile è stimato partendo dal margine operativo della società (EBIT); di questo viene attribuito al bene intangibile una percentuale compresa mediamente tra il 25% e il 33%, basata su studi statistici.

Metodo del Premium Pricing

Il metodo del Premium Pricing, tipicamente applicato per i marchi, ha l'obiettivo di determinare il premium price (anche in termini percentuali) di un marchio qualificato rispetto ad un marchio non qualificato. Tale metodo consiste nel comparare il prezzo di vendita dei prodotti a marchio qualificato con il prezzo di vendita dei prodotti a marchio non qualificato. Dal differenziale di prezzo vanno sottratti, se del caso, i maggiori costi connessi alla qualità del prodotto, alla pubblicità, alla distribuzione ecc., determinando così il margine differenziale del marchio oggetto di valutazione.



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- Metodologie di valutazione
- **Analisi valutativa**
- Conclusioni
- Allegati



Analisi valutativa

Selezione della metodologia di valutazione

Relativamente alla metodologia di valutazione del Portafoglio Marchi, lo Studio ha utilizzato il metodo del Royalty Relief tenuto conto dei seguenti elementi:

- è coerente con le finalità della valutazione e con le informazioni qualitative disponibili;
- risulta largamente utilizzato dalla prassi internazionale ai fini della stima del valore economico dei marchi;
- soddisfa la duplice esigenza di evitare sovrapposizioni con altri intangibili e di non comportare approssimazioni significative considerando la fattispecie in esame.

Fasi della metodologia di valutazione

Al fine di determinare il valore economico del Portafoglio Marchi con il metodo del Royalty Relief, lo Studio ha seguito le seguenti fasi:

1. determinazione del tasso di royalty;
2. determinazione del tasso di attualizzazione;
3. determinazione della vita economica;
4. calcolo dei flussi di royalty.



Analisi valutativa – Portafoglio Marchi

1. Determinazione del tasso di royalty

Le royalty basate sulle transazioni di mercato ricavate dal database RoyaltySource indicano un valore medio del tasso di royalty per marchi comparabili a quelli inclusi nel Portafoglio Marchi compreso tra lo 0,9% e l'1,6% (si veda Allegato B).

Tuttavia per validare le royalty basate sulle transazioni al fine della valutazione del Portafoglio Marchi, lo Studio ha applicato il metodo dell'Excess Earning Test e il metodo della Rule of Thumb, procedendo come segue:

Excess Earning Test

- agli EBIT attribuibili al Portafoglio Marchi, determinati sulla base degli EBIT della Società negli esercizi 2009-2012, è stata sottratta la remunerazione del capitale investito netto tangibile ad essi associato, pari al 4,7% dei ricavi, calcolata sulla base del capitale investito netto della Società, rettificato escludendo immobilizzazioni immateriali e finanziarie, e remunerato ad un tasso del 6,21% pari al costo lordo del debito (si veda Allegato C);
- della marginalità residua dopo tale remunerazione (cd. redditi residuali o excess earning), è stato allocato al Portafoglio Marchi a fini prudenziali il 50%, determinando un tasso di royalty implicito compreso tra lo 0,3% e lo 0,5%:

CRONO SRL		<i>Consuntivo</i>			
Excess Earning Test		2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
<i>Migliaia di euro</i>					
Ricavi attribuibili al portafoglio marchi		11.120	6.798	8.817	10.164
Crescita %		n.s.	-7,2%	-38,9%	15,3%
EBIT		580	-542	508	546
Incidenza sui Ricavi netti %		5,2%	-8,0%	5,8%	5,4%
Rendimento del capitale investito netto tangibile*		-520	-318	-412	(475)
Incidenza sui Ricavi netti %		-4,7%	-4,7%	-4,7%	-4,7%
Redditi residuali ante-imposte (disponibili per i beni intangibili)		61	-860	96	71
Incidenza sui Ricavi netti %		0,5%	-12,7%	1,1%	0,7%
% Redditi residuali ante-imposte (attribuibili al Portafoglio Marchi)	50,0%	30	-430	48	35
Royalty implicita		0,3%	n.s.	0,5%	0,3%
<i>Minimo</i>					<i>0,3%</i>
<i>Massimo</i>					<i>0,5%</i>



Analisi valutativa – Portafoglio Marchi

1. Determinazione del tasso di royalty (continua)

Rule of Thumb

- Sulla base di studi empirici che indicano che mediamente risulta attribuibile ai marchi una percentuale del 25-33,3% dell'EBIT, al Portafoglio Marchi è stato prudenzialmente allocata una percentuale degli EBIT ad esso afferibili pari al 25%, determinando un tasso di royalty implicito compreso tra l'1,3% e l'1,4%:

CRONO SRL		<i>Consuntivo</i>			
Excess Earning Test - Rule of Thumb		2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
<i>Migliaia di euro</i>					
Ricavi attribuibili al Portafoglio Marchi		11.120	6.798	8.817	10.164
<i>Crescita %</i>		-7,2%	-38,9%	29,7%	15,3%
EBIT		580	-542	508	546
Incidenza sui Ricavi netti %		5,2%	-8,0%	5,8%	5,4%
% di Ebit attribuibile al Portafoglio Marchi	25,0%	145	-136	127	137
<i>Royalty implicita</i>		1,3%	n.s.	1,4%	1,3%
<i>Minimo</i>					1,3%
<i>Massimo</i>					1,4%



Analisi valutativa – Portafoglio Marchi

1. Determinazione del tasso di royalty (continua)

Nelle seguenti tabelle sono riassunte le royalty di mercato e le royalty implicite derivanti dall'applicazione del metodo dell'Excess Earning Test, della Rule of Thumb:

CRONO SRL Valutazione del Portafoglio Marchi		
Royalty di mercato	Inferiore	Superiore
Media	0,9%	1,6%
Mediana	0,9%	1,6%
Minimo	0,8%	0,8%
Massimo	1,0%	2,5%

CRONO SRL Valutazione del Portafoglio Marchi		
Metodi di controllo per la royalty	Inferiore	Superiore
Excess Earning Test		
Tasso di royalty implicito	0,3%	0,5%
Excess Earning Test - Rule of Thumb		
Tasso di royalty implicito	1,3%	1,4%

CRONO SRL Valutazione del Portafoglio Marchi	
Selezione royalty	
Royalty selezionata	0,5%

Lo Studio ha ritenuto opportuno utilizzare prudenzialmente un tasso di royalty pari allo 0,5% al fine della valorizzazione del Portafoglio Marchi sia perché il metodo dell'Excess Earning Test ha indicato un range di royalty inferiore rispetto a quelli individuati dalle altre metodologie sia per tener conto della procedura fallimentare che interessa la Società detentrici del Portafoglio Marchi.



Analisi valutativa – Portafoglio Marchi

2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è stato stimato pari al 15,6%, corrispondente al WACC della Società alla data di riferimento del 31/12/2013 (si veda Allegato A).

3. Determinazione della vita economica

Ai fini della determinazione del valore economico non necessariamente ci si deve riferire all'orizzonte temporale fissato dai principi contabili in tema di ammortamento, ossia la vita utile contabile, ma è possibile prendere in considerazione la presumibile vita economica dei marchi, ancorché differente.

Essendo la vita economica di un marchio tendenzialmente illimitata, l'orizzonte temporale futuro da assumere per l'applicazione del Royalty Relief è funzione di molteplici fattori quali il suo perdurare nel tempo, la forza dei marchi, l'obsolescenza delle soluzioni cui esso è collegato, le tendenze nel gusto e nei comportamenti d'acquisto dei consumatori, l'evoluzione tecnologica, la pressione competitiva più o meno intensa e gli sforzi di marketing volti a mantenerne la vitalità.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte e tenuto conto delle caratteristiche dei marchi lo Studio ha reputato ragionevole utilizzare un orizzonte temporale di vita economica del Portafoglio Marchi illimitato.

4. Calcolo dei flussi di royalty

I flussi di royalty sono stati calcolati applicando il tasso di royalty precedentemente determinato, pari allo 0,5%, ai ricavi netti attribuibili al Portafoglio Marchi dell'ultimo semestre del 2012 annualizzati, e ipotizzando una crescita annua perpetua dei ricavi pari all'1,0%. I flussi considerano altresì l'effetto dell'imposizione fiscale tenuto conto delle aliquote IRES (27,5%) e IRAP (3,9%) vigenti alla data di riferimento dell'analisi.



Analisi valutativa – Portafoglio Marchi

Sulla base degli elementi e dei calcoli descritti, l'applicazione del metodo del Royalty Relief ha condotto a un valore economico stimato del Portafoglio Marchi pari a € 220 migliaia, come riportato di seguito:

CRONO SRL						
Valutazione del Portafoglio Marchi						
Migliaia di euro	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno terminale
Ricavi attribuibili al Portafoglio Marchi	8.754	8.841	8.930	9.019	9.109	9.200
Crescita %	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Tasso di Royalty	0,50%					
Flusso di royalty	44	44	45	45	46	46
Imposte	31,4%	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
Flusso di royalty nette	30	30	31	31	31	32
Periodo di attualizzazione*	0,500	1,500	2,500	3,500	4,500	4,500
Fattore di attualizzazione	15,6%	0,930	0,805	0,696	0,602	0,521
Royalty nette scontate	28	24	21	19	16	
Valore attuale royalty scontate	109					
Tasso di attualizzazione	15,6%					
Tasso di crescita perpetua	1,0%					
Valore terminale	216					
Valore terminale attualizzato	113					
Valore economico del Portafoglio Marchi	221					
Arrotondato a	220					

* Il periodo di attualizzazione utilizza la cosiddetta "mid-year convention" ossia ipotizza che il flusso di royalty venga convenzionalmente generato linearmente in ogni periodo e quindi si assume il momento intermedio

CRONO SRL						
Valore economico del Portafoglio Marchi						
	Tasso di Royalty	Tasso di attualizzazione				
		16,6%	16,1%	15,6%	15,1%	14,6%
	0,70%	290	290	300	310	330
	0,60%	240	250	260	270	280
	0,50%	200	210	220	220	230
	0,40%	160	170	170	180	180
	0,30%	120	120	130	130	140



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- Metodologie di valutazione
- Analisi valutativa
- **Conclusioni**
- Allegati



Conclusioni

Sulla base delle analisi e considerazioni effettuate e riportate nel presente Documento, il valore economico del Portafoglio Marchi al 31 dicembre 2013 è stimato pari a € 220 migliaia.

Brescia, 14 gennaio 2014

In fede,

Federico Venturi



- Descrizione della Società e del Portafoglio Marchi
- Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società
- Dati economici consuntivi del Portafoglio Marchi
- Metodologie di valutazione
- Analisi valutativa
- Conclusioni
- **Allegati**



Allegato A – WACC

Costo del capitale proprio	
Tasso risk free	4,11%
Beta unlevered	1,01
D/E target	0,08
Aliquota fiscale	27,50%
Beta levered	1,07
Premio per il rischio azionario di mercato	6,00%
Premio per il rischio societario	6,40%
Premio small size	6,00%
Costo del capitale proprio (Ke)	16,51%

Costo del capitale di debito	
Tasso di debito	2,07%
Spread	4,14%
Costo del debito lordo	6,21%
Aliquota fiscale	27,50%
Scudo fiscale	-1,71%
Costo del debito (Kd)	4,50%
D/D+E	7,51%
E/D+E	92,49%
WACC	15,61%

WACC arrotondato **15,60%**

Note

Titolo di stato a 10 anni (media ultimi 3 mesi dalla data di riferimento)

Media peer

Media peer

IRES

Fonte: Stima su International Equity Risk Premia Report 2012, Ibbotson Associates

Fonte: research paper e analisi

IRS a 10 anni (media ultimi 3 mesi dalla data di riferimento)

Spread per società tipo BB inclusivo del rischio paese

Gruppo dei peer	Paese	Valuta	Capitalizz. di mercato	Posiz. Fin. Netta	Pat. Terzi/Az. Privilegiate	D/E	Leverage (D/D+E)	Aliquota fiscale	Beta adjusted levered 5YW	Beta adjusted unlev. 5YW	Beta raw levered 5YW	Beta raw unlev. 5YW
AGCO CORP	USA	USD	5.763	672	35	0,12	10,38%	40,00%	1,49	1,39	1,73	1,62
BUHLER INDUSTRIES INC	Canada	CAD	178	14	0	0,08	7,17%	26,00%	0,43	0,41	0,15	0,14
DEERE & CO	USA	USD	34.139	1.721	2	0,05	4,80%	40,00%	1,26	1,22	1,38	1,34
Media						0,08	7,45%			1,01		1,04
Media corretta						0,08	7,17%			1,22		1,34
Mediana						0,08	7,17%			1,22		1,34
Minimo						0,05	4,80%			0,41		0,14
Massimo						0,12	10,38%			1,39		1,62



Allegato B – Royalty di mercato

Portafoglio Marchi Crono					
Royalty di mercato					
Licensee	Licensor	Licensed Property	Royalty Rate		Category
			Low	High	
Morris Material Handling Inc	Harnischfeger Technologies Inc	THIS TRADEMARK LICENSE AGREEMENT is made and entered into as of March 30, 1998. Licensor hereby grants to Licensee a sole and exclusive, worldwide license to use the Licensed Trademarks on or in connection with the manufacture, distribution, marketing, advertising, promotion and sale of Licensed Original Equipment and Licensed Post-Original Equipment and Services. The term "Licensed Original Equipment" shall mean original industrial cranes, hoists, winches, and other related types of industrial "through-the-air" material handling equipment; provided, however, that "Licensed Original Equipment" shall not include mining-related material handling equipment or any other material handling equipment intended to be moved from work-site to work-site on a regular basis. Licensed Post-Original Equipment and Services. The term "Licensed Post-Original Equipment and Services" shall mean aftermarket products (including repair parts, spare parts and modernizations) and services (including inspection, repair and maintenance) related to Licensed Original Equipment. Licensed Trademarks. The term "Licensed Trademarks" shall mean the trade names, trademarks and	0,8%	0,8%	Trademark
IPS Balers Inc	F.F. Sonny Rosser	The Licensor shall convey rights to the hinged sidewall baling/pressing equipment currently manufactured; patent rights ("Hinged-Side Equipment").	1,0%	2,5%	Technology

Media 0,9% 1,6%
Mediana 0,9% 1,6%
Minimo 0,8% 0,8%
Massimo 1,0% 2,5%



Allegato C – Rendimento del capitale investito netto rettificato

CRONO SRL		
Calcolo rendimento del capitale investito netto rettificato		
Migliaia di Euro		2011-2012
Ricavi totali		10.196
Capitale circolante netto		3.937
Immobilizzazioni materiali		1.628
Altri fondi		(295)
Capitale investito netto rettificato		5.269
<i>% sui Ricavi totali</i>		<i>51,7%</i>
Rendimento del capitale investito netto rettificato al tasso del	6,21%	327
Tasso di rendimento post-imposte del capitale investito netto rettificato % su ricavi		3,2%
Tasso di rendimento ante-imposte del capitale investito netto rettificato	31,40%	477
Tasso di rendimento ante-imposte del capitale investito netto rettificato % su ricavi		4,7%

