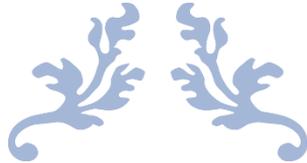


MALO S.P.A.
IN FALLIMENTO



**PERIZIA DI STIMA
DEL MARCHIO “MALO”**



PROF. GIOVANNI LIBERATORE
STUDIO: VIA CAVOUR, 32 - 50129 FIRENZE - TEL. E FAX 055.484516
P.IVA: 04657630481 - COD FISC: LBR GNN 64T31 D612I

INDICE

1. OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA	4
3. STORIA DELLA SOCIETÀ	5
4. PERIMETRO VALUTATIVO.....	7
5. CRITERI DI VALUTAZIONE	12
6. SINTESI DEI DATI ECONOMICI	14
7. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL PREMIUM PRICING.....	18
8. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY	24
9. VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO	26
10. CONCLUSIONI	27

ELENCO ALLEGATI:

1. DETTAGLIO REGISTRAZIONI DEL MARCHIO ALLA DATA DEL 29.06.2017.
2. FATTURATO DEL MARCHIO SUDDIVISO PER PRODOTTI E CANALI DI VENDITA PER IL PERIODO 2013-2018.

TRIBUNALE DI FIRENZE
SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento 97/2018 di: "**Malo S.p.a.**" del 12.06.2018

Giudice Delegato: **Dott.ssa Rosa Selvarolo**

Curatore: **Dott. Daniele Fico**

Oggetto: Perizia di stima del marchio e del dominio *Malo*.

Firenze, lì 30 luglio 2018

Ill.mo Giudice Delegato,

Il sottoscritto Prof. Giovanni Liberatore

PREMESSO CHE

- in data 12.06.2018 la società *Malo S.p.a.* (nel seguito anche *Società*), con sede in Campi Bisenzio (FI), Via Gattinella n. 6, è stata dichiarata fallita presso il Tribunale di Firenze;
- in data 13.06.2018, il Curatore Dott. Daniele Fico, ha richiesto al Giudice Delegato Dott.ssa Rosa Selvarolo, di nominare il sottoscritto Prof. Giovanni Liberatore o altro professionista dotato di comprovate conoscenze in materia di valutazione dei beni immateriali, per procedere con la revisione della perizia di stima del marchio *Malo*, redatta dal sottoscritto in data 20.12.2017 a supporto del Piano presentato per la procedura di concordato preventivo.

- la S.V. Ill.ma, sulla base delle richieste avanzate dal Curatore ha nominato il Prof. Giovanni Liberatore come perito per la revisione di stima del marchio in data 18.06.2018.

Tutto ciò premesso il sottoscritto

PRESENTA

alla S.V. Ill.ma la propria relazione nella quale ha provveduto ad effettuare la perizia di stima del marchio e del dominio *Malo*, in considerazione anche della modifica dei flussi reddituali prospettici per effetto della minore produzione che si è verificato a causa delle limitate disponibilità finanziarie, rispetto a quanto previsto nella perizia redatta dallo scrivente in data 20.12.2017 in sede di concordato preventivo.

1. OGGETTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto Giovanni Liberatore, nato a Firenze il 31.12.1964, con residenza professionale in Via Cavour n. 32, in Firenze, codice fiscale LBR GNN 64T31 D612I, email g.liberatore@gotha-advisory.com, pec giovanni.liberatore@pec.it, professore ordinario di *Valutazione d'azienda* presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa di Firenze, dottore commercialista iscritto alla sezione A n. 2260 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze e revisore legale iscritto al n. 66437, ha ricevuto l'incarico di effettuare in qualità di esperto la stima del valore del marchio *Malo*, di proprietà dell'omonima *Malo S.p.a. in fallimento* (nel seguito anche solo "Società"), con sede legale in Via Gattinella, 6 Campi Bisenzio (FI), codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Firenze 02018030516 e controllata interamente da *Malo Holdings LTS*.

L'incarico è stato conferito dal Tribunale di Firenze, mediante provvedimento del Giudice Delegato, Dott.sa Rosa Selvarolo, su richiesta del Curatore della società, Dott. Daniele Fico, allo scopo di ottenere il valore economico dei beni immateriali nell'ambito della procedura.

Ai fini valutativi si precisa che la stima verrà effettuata impiegando il medesimo approccio valutativo adottato nella perizia redatta dallo scrivente in data 20 dicembre 2017 per la procedura di concordato preventivo della medesima Società.

La perizia di stima è stata richiesta dal Curatore in ipotesi di continuità aziendale, essendo già state effettuate manifestazioni di interesse da parte di imprenditori interessati a proseguire l'attività economica. In questo senso il valore che verrà attribuito al marchio potrà considerarsi assorbente dell'avviamento commerciale (*key money*) dei negozi, come Milano e Roma, per i quali sono state ricevute offerte al subentro.

2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA

Il sottoscritto per lo svolgimento dell'incarico ha richiesto ed esaminato i seguenti documenti contabili riferiti a *Malo S.p.a.* e al marchio:

- Visura camerale aggiornata al 26.09.2017;
- Bilanci degli esercizi 2014-2016;
- Elenco delle registrazioni del marchio (cfr. Allegato 1);
- Fatturato del marchio suddiviso per prodotti e canali di vendita, dal 2013 al 31.03.2018 per il canale retail e dal 2013 al 26.06.2018 per gli altri canali (cfr. Allegato 3);
- Fatturato del marchio suddiviso per stagioni e canali di vendita, dalla collezione PE 2014-PE 2018;
- Dettaglio dei costi di pubblicità e promozioni sostenuti per il marchio, dal 2013 al 31.05.2018;
- Informazioni relative alla registrazione del dominio *www.malo.it*;
- Contratto di finanziamento da cui si evince l'apposizione di pegno sul marchio, stipulato da *Malo S.p.a.*, da *Malo Holdings LTD* e *RCB Bank LTD* in data 24.11.2015;
- Studio sul posizionamento del marchio redatto da *Laird+Partners*;
- Relazione di stima del valore economico del marchio "*Valuation update of the brand*", redatta dalla società *Deloitte S.p.a.* in data 11.12.2015.

Il sottoscritto ha potuto approfondire le informazioni integrative rispetto alla precedente perizia attraverso incontri con il Curatore Daniele Fico e il responsabile amministrativo Stefania Tomaselli. Nella precedente perizia colloqui di chiarimento e illustrazione dei dati si erano avuti con il Presidente Bernhard Kiem, il direttore generale Angelo D'Apolito e il responsabile commerciale Fabio Greggio.

Gli elementi su cui si è svolta l'indagine sono stati utilizzati così come predisposti dalla *Società*, sul fondamento dell'accettazione del presupposto della loro correttezza e della loro rispondenza al vero. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence e lo scrivente non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione, avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite.

3. STORIA DELLA SOCIETÀ

La *Società* è attualmente di proprietà del gruppo *Malo Holding LTD* con sede a Cipro.

La sua costituzione è avvenuta nel 1972 da parte di due imprenditori, i fratelli Alfredo e Giacomo Canessa, con il nome di *Malo Tricot S.r.l.* poi trasformata in *Malo S.p.a.* nel 1980. Il core business della *Società* è stato fin dall'inizio la produzione di capi in cashmere, in particolare maglieria, sempre contraddistinti dal marchio *Malo*.

La fase di sviluppo è iniziata con i primi anni '80, prima nel territorio italiano con l'apertura dello showroom a Milano, poi con la nascita, nel 1984, della società *Malo Usa Inc.* a New York per la distribuzione dei prodotti in Nord America, infine con l'acquisizione dei maglifici *Valley S.p.a.* di Alessandria e *Abor S.r.l.* di Piacenza nel 1988.

Nel 1989 è stata cambiata la ragione sociale da *Malo* a *Mac (Manifatture Associate Cashmere)*. Dagli anni Novanta la *Società* ha deciso di incrementare l'export, attraverso l'apertura di filiali commerciali in mercati strategici (New York,

Düsseldorf, Parigi, Tokyo) e la creazione di flagship store in varie città del mondo per promuovere l'immagine del marchio.

Nel 1994 *Malo* ha acquisito la concorrente nazionale *Mgm Malima*. Con questa operazione il gruppo *Manifatture Associate Cashmere* è divenuta una azienda leader, a livello italiano, nella produzione del cashmere.

Nel 1999 la *Società* è entrata a far parte del gruppo molisano *Ittierre (Gruppo It Holding)*, dove è rimasta fino alla sua cessione a seguito del crack finanziario della Holding.

Nell'ottobre 2010 *Malo* è stata acquisita dalla società *Evanthe* del Gruppo Italiano *Exa S.r.l.*

A seguito di una ulteriore crisi, nell'agosto 2014, il gruppo *Malo* è stato ceduto all'attuale compagine sociale, che aveva presentato un ambizioso piano di rilancio da effettuare attraverso un cambiamento dell'offerta dei prodotti di maglieria ed abbigliamento. Nonostante, il ritorno del fondatore Giacomo Canessa, con il ruolo di Consigliere Delegato dal 2015 a giugno 2017, l'apertura del negozio a Saint-Tropez e l'inaugurazione di due nuove boutique a Mosca, la strategia di riposizionamento non ha portato ai risultati sperati.

La *Società* è entrata in una situazione di crisi aziendale con conseguente richiesta, in data 18 agosto 2017, di ammissione alla procedura di concordato preventivo "con riserva" ai sensi dell'art. 161 L.F., sesto comma della legge fallimentare, presso il Tribunale di Firenze. Il piano intendeva preservare la continuità aziendale ai sensi dell'art. 186 bis L.F. individuando un partner che potesse risanare l'azienda.

Con provvedimento del 30 agosto 2017 il Tribunale di Firenze ha concesso termine per il deposito della proposta concordataria, completa del piano, e della documentazione di cui al secondo e terzo comma dell'art. 161 della L.F., al 5 dicembre 2017.

Durante questo periodo, il consiglio di amministrazione di *Malo S.p.a.* era composto dal Presidente, Bernhard Kiem, il Commissario Giudiziale, Daniele Fico e dal Consigliere, Oleksandr Kryvokhyzha. Il collegio sindacale era composto dal Presidente, Roberto Colussi, i sindaci, Walter Imbimbo Quirino e Emilio Corrà, e i

sindaci supplenti, Paolo Galvagno e Giovanni Lettieri. La revisione legale era affidata alla società *Ernst & Young S.p.a.*

A dicembre è stato depositato il piano concordatario e il 28 febbraio 2018 il Tribunale di Firenze ha ammesso la *Società* alla procedura di concordato preventivo.

Il 12 giugno 2018 la *Società* è stata dichiarata fallita a causa di una parziale applicazione del piano previsto nella proposta di concordato. Il Giudice Delegato, Dott.ssa Rosa Selvarolo, ha nominato come Curatore il Dott. Daniele Fico.

4. PERIMETRO VALUTATIVO

Oggetto della valutazione sono il marchio e il dominio *Malo* di cui adesso illustriamo le caratteristiche salienti.

MARCHIO

Qualità del processo e dei prodotti

Malo è un marchio di abbigliamento e accessori di alta gamma, maschili e femminili. I prodotti che maggiormente contraddistinguono il marchio *Malo* sono i maglioni in cashmere, realizzati in Italia e lavorati principalmente a mano.

Il filato *Malo*, composto da una fibra di altissima qualità, proviene dalla Mongolia e viene trattato e tinto negli stabilimenti di Firenze e Piacenza. A queste due realtà produttive, che l'azienda controlla direttamente, si integra una rete di piccole aziende specializzate ubicate principalmente in Toscana, Umbria e Calabria che garantiscono la qualità in ogni singola fase di lavorazione. Ciò permette di ottenere il prodotto che è conosciuto per la sua morbidezza, durata e lavabilità.

Oltre al cashmere che rappresenta il filato per eccellenza, vengono utilizzati altri tipi di materiali pregiati come la vigogna, la lana merino, il cotone pacha e la seta della dea.

L'immagine che viene associata alla maglieria *Malo* è dunque di capi di pregio, con una vita molto lunga, tramandata senza tempo.

Collezioni

Malo produce e commercializza capi di abbigliamento e accessori da uomo e da donna. A rappresentare il core business dell'azienda sono la maglieria e gli accessori

in maglia, le cui vendite incidono sul fatturato per circa il 70%. Le ultime collezioni hanno mantenuto il fulcro sulla maglieria e sono state integrate con nuove applicazioni del cashmere come il blazer destrutturato in panno. Nel corso degli anni, *Malo* ha comunque sviluppato linee di prodotto parallele alle collezioni uomo/donna dell'alta maglieria, che includono la pelletteria, le calzature, l'homewear e la linea bimbo.

Il colore è uno degli elementi distintivi della creatività del brand di maglieria di lusso, ed in ogni stagione la palette *Malo* viene composta da 40 colori di cui 12 classici (con prevalenza di blu, nero, beige, panna), 12 ripetitivi e 16 stagionali.

Ad ideare le collezioni sono gli uffici stile interni, uno concentrato sull'abbigliamento maschile e l'altro sull'abbigliamento e gli accessori donna, che lavorano in una continua sinergia. I team sono coadiuvati da consulenti creativi esterni.

Distribuzione

Le collezioni vengono distribuite attraverso una rete commerciale che comprende negozi diretti *Malo*, negozi multimarca e department store selezionati, in diverse parti del mondo, suddivisi tra i seguenti canali *Dettaglio, Retail, Franchising, Distribuzione di Esclusiva, Clienti Speciali, E-Commerce, Occasionali e Stock*. In particolare, *Malo* gestisce direttamente tredici negozi tra Italia ed Estero, si avvale di tre franchisee in Italia, Germania e Taiwan, e di importanti distributori in Giappone e Corea.

Posizionamento sul mercato

Il marchio *Malo* si colloca nella categoria del lusso per la produzione dei capi in cashmere, interamente *Made in Italy*. Tra i concorrenti diretti e di qualità analoga, si possono individuare aziende come Loro Piana, Brunello Cucinelli e Agnona. In un perimetro più ampio si possono includere le altre aziende del lusso che, pur non avendo un expertise specifico nella lavorazione di questa materia, offrono alla clientela prodotti in cashmere, come Prada, Calvin Klein, Louis Vuitton, Bottega Veneta, Hermes e Chloè.

Tutela legale

Alla data odierna il marchio risulta registrato in Italia e all'Estero ed è identificato con diversi loghi. Per ciascuno di essi si riportano le principali registrazioni territoriali, rinviando per un maggior dettaglio alla descrizione dell'Allegato 1.

I loghi più noti sono rappresentati dalla semplice parola "Malo", scritta a caratteri minuscoli con e senza la sottolineatura (cfr. Figura 1 e 2).

La parola "Malo" proviene dal latino "ego Malo" e significa "io preferisco", un nome che si rivolge a chi, percependo la differenza tra un buon cashmere e un cashmere di elevata fattura italiana, preferisce il secondo.

Figura 1 – Logo Marchio Malo senza sottolineatura.

malo

Il logo della Figura 1 risulta registrato a livello italiano, comunitario e internazionale nelle seguenti classi e con le relative scadenze:

Italia

- Fino al 05.03.2020 nelle classi 18 e 25, con numero di registrazione 302010901816146.
- Fino al 17.02.2023 nelle classi 18 e 25, con numero di registrazione 302012902108751.
- Fino al 17.02.2023 nelle classi 9, 3, 14, 16, 24 e 42, con numero di registrazione 302012902108750.

Unione Europea (cd. Marchio comunitario)

- Fino al 01.04.2026 nelle classi 18 e 25, con numero di registrazione 108258.

Internazionale

- Fino al 19.07.2020 nelle classi 18 e 25, con numero di registrazione 557282 ed estensione nei seguenti Paesi: Cina, Liechtenstein, Principato di Monaco, Russia e Svizzera.

- Fino al 05.12.2020 nella classe 25, con numero di registrazione 750990 ed estensione nei seguenti Paesi: Cina, Corea del Nord, Cuba, Giappone, Russia, Svizzera e Ungheria.

Figura 2 – Logo Marchio Malo con sottolineatura.



The image shows the logo for the 'MALO' trademark. It consists of the word 'malo' in a lowercase, sans-serif font. A thin horizontal line is drawn directly beneath the letters 'a', 'l', and 'o', serving as a underline for the brand name.

Il logo della Figura 2 risulta registrato a livello italiano, comunitario e internazionale con le seguenti scadenze e classi:

Italia

- Fino al 28.05.2019 nelle classi 3, 9, 14, 18, 24, 25 e 35, con numero di registrazione 302009901736897.

Unione Europea (cd. Marchio comunitario)

- Fino al 02.06.2019 nelle classi 3, 9, 14, 18, 24, 25 e 35, con numero di registrazione 1193143.

Internazionale

- Fino al 16.10.2020 nelle classi 3, 9, 14, 18, 24, 25 e 35, con numero di registrazione 724169 ed estensione nei seguenti Paesi: Azerbaigian, Bulgaria, Cina, Corea del Nord, Croazia, Cuba, Egitto, Estonia, Giappone, Iran, Kazakistan, Lettonia, Liechtenstein, Marocco, Principato di Monaco, Polonia, Rep. Ceca, Romania, Russia, San Marino, Slovacchia, Slovenia, Svizzera, Ucraina, Ungheria, Uzbekistan e Vietnam.

Accanto a questi si trovano anche i due loghi "MAC" che richiamano le *Manifatture Associate Cashmere* (cfr. Figura 3 e 4) e risultano registrati solamente nella classe 25 e ai seguenti livelli:

Italia

- Fino al 3.11.2020 con n. di registrazione 302010901894511 il logo della Figura 3.

- Fino al 23.02.2021 con n. di registrazione 302011901914832 il logo della Figura 4.

Internazionale

- Fino al 02.07.2021 con n. di registrazione 766107 il logo della Figura 4.

Figura 3 – Logo Marchio MAC Manifatture Associate Cashmere (parole).



Figura 4 – Logo Marchio MAC Manifatture Associate Cashmere (parole e simbolo).



Oltre ai loghi delle figure precedenti sono stati registrati anche i disegni associabili al marchio: uno rappresenta un elefante figurativo e l'altro un maglione (cfr. Figura 5 e 6).

Si riportano di seguito i depositi effettuati come marchio italiano e internazionale per le classi 18, 24 e 25.

Italia

- Fino al 15.07.2021 con n. di registrazione 302011901963892 il logo della Figura 5.
- Fino al 29.12.2021 con n. di registrazione 302011902009438 il logo della Figura 6.

Marchio internazionale

- Fino al 14.09.2011 con n. di registrazione 1098015 il logo della Figura 5
- Fino al 28.02.2022 con n. di registrazione 1119635, il logo della Figura 6.

Figura 5 – Disegno elefante.

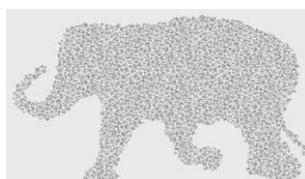
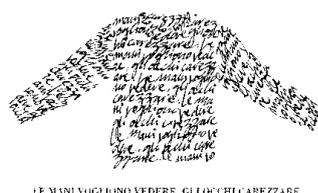


Figura 6 – Disegno maglione.



DOMINIO

Il dominio internet (*malo.it*) è stato creato da *Malo S.p.a.* il 18 luglio del 1997 e l'ultimo aggiornamento risale al 26 novembre 2016, così come risulta dall'ente che si è occupato della registrazione *Instra Corporation Pty LTD*.

*

Il marchio e il dominio sono per loro natura interdipendenti, soprattutto quando essi sono contraddistinti dallo stesso nome. Nella fattispecie il marchio *Malo* risulta visibile e riconosciuto dai clienti anche via internet grazie al dominio ad esso associato. È quindi ragionevole pensare che la vendita possa avvenire utilmente solo al medesimo acquirente e quindi il valore attribuito al marchio sia comprensivo di quello del dominio.

5. CRITERI DI VALUTAZIONE

I principi di valutazione a cui si è fatto riferimento per la stima del marchio sono quelli internazionali *IVS* (International valuation standards) e quelli italiani *PIV* (Principi italiani di valutazione) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione. Di utile riferimento si pongono le *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi* emanate congiuntamente dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed

Esperti Contabili e dalla Società Italiana dei Docenti di Ragioneria ed Economia Aziendale (SIDREA).

In accordo a tali principi la stima del valore corrente di un bene immateriale può essere compiuta facendo riferimento ad una delle seguenti metodiche (in ordine di importanza): i) mercato; ii) reddito; iii) costo.

L'approccio di mercato si basa su un mercato attivo di cui si conoscono i *prezzi di riferimento* ovvero su *indicatori empirici* che risalgono al valore economico tramite moltiplicatori di grandezze legate da una relazione causale con il bene stesso (ad es. il fatturato). Tali metodologie trovano il loro fondamento nei dati espressi da transazioni di mercato che abbiano riguardato beni simili a quello oggetto di stima.

Con l'approccio *reddituale* si stima il bene tramite i redditi differenziali rispetto ad aziende comparabili ma prive della forza del marchio. Dal reddito differenziale va in ogni caso depurato l'effetto dovuto a fattori diversi dalla notorietà, quali la migliore qualità intrinseca del prodotto o una superiore organizzazione interna.

L'approccio reddituale viene di solito applicato attraverso i metodi del premium pricing e dei tassi di royalty.

Il "metodo del premium pricing" misura l'extra reddito rispetto ad un prodotto anonimo. I benefici della presenza del marchio vanno considerati sia come maggiorazione al prezzo di vendita, sia come incremento o stabilità nei volumi di vendita. Dall'incremento di fatturato vanno poi sottratti i costi richiesti per il sostenimento del marchio (pubblicità, promozioni, provvigioni), nonché gli assestamenti per effetti diversi dalla notorietà.

Il "metodo dei tassi di royalty" determina il valore del marchio in base alle royalty che un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere la licenza d'uso del marchio. In primo luogo viene selezionato un tasso di royalty praticato sul mercato, mediante l'analisi di transazioni commerciali comparabili per tipologia merceologica dei beni e per forza del marchio. Dopodiché, il tasso di royalty viene applicato al fatturato che si prevede possa essere originato dai prodotti contrassegnati dal marchio.

I *metodi basati sui costi* possono essere classificati in base alla configurazione di riferimento: costo storico, costo di riproduzione e costo di sostituzione.

Il "costo storico rivalutato" si basa sui costi storici associabili al bene immateriale, rivalutati per tener conto meramente del fenomeno inflattivo.

Il "costo di riproduzione e di sostituzione" presuppongono la capacità di identificare il piano di investimenti necessario ad una azienda anonima per ottenere un effetto di reputazione paragonabile a quello attuale. Normalmente per arrivare al costo di riproduzione si procede alla rivalutazione delle spese in conto capitale, cioè non ordinarie, sostenute per creare e promuovere il bene immateriale. Il costo di sostituzione prevede invece la stima dei costi di ricomposizione di un bene di utilità equivalente.

*

Alla luce di tali considerazioni e delle informazioni disponibili, si è scelto di stimare il valore economico del marchio *Malo* ricorrendo ad entrambi i criteri basati sull'approccio reddituale: premium pricing e tassi di royalty. Non si è fatto ricorso ai metodi basati sul mercato data l'unicità del bene oggetto di stima e l'impossibilità conseguente a trovare prezzi di transazioni simili. Infine, non si è adottato l'approccio del costo, in quanto è considerato residuale dai principi di valutazione, ovvero da applicare solo quando non sono esperibili gli altri approcci.

6. SINTESI DEI DATI ECONOMICI

In base alle informazioni contabili fornite dalla *Società* è stato analizzato il fatturato associato al marchio dal 2013 al 2018. La riclassificazione è stata effettuata per classe commerciale (i.e. *Maglieria, Abbigliamento, Accessori Tessili, Accessori Pelle, Beach, Home e Jersey*) e per canali di vendita (i.e. *Dettaglio, Distribuzione di Esclusiva, Franchising, Clienti Speciale, E-Commerce, Occasionali, Stock e Retail*).

Il fatturato è rimasto compreso tra i 17 e i 22 milioni di euro fino al momento in cui si sono manifestate le difficoltà finanziarie nel 2017. In riferimento al 2018 sono stati ricevuti dalla *Società* i dati dei ricavi fino al 31 marzo per il canale *Retail* (€ 1.560.679) e fino al 26 giugno per gli altri canali (€ 1.439.732). Questo sfasamento

temporale è dovuto ai problemi informatici che ha avuto la Società e che non hanno consentito di reperire i dati aggiornati fino a giugno per il canale Retail.

Come si evince dalle Tavole e dai grafici seguenti, il core business dei prodotti è rappresentato dalla maglieria che incide circa il 68% sul fatturato, mentre i principali canali di vendita sono il retail per circa il 47% e il dettaglio per circa il 23% dei ricavi. Per un maggior dettaglio dei ricavi suddivisi tra prodotti e canali di vendita si rimanda all'Allegato 2.

Tavola 1 – Fatturato suddiviso per prodotti (€).

Prodotti	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%	Media incidenze
Maglieria	15.587.592	71%	13.247.620	70%	12.054.985	69%	14.161.031	62%	7.732.505	64%	2.087.636	70%	68%
Abbigliamento	2.355.090	11%	2.540.730	13%	3.006.554	17%	5.865.462	26%	3.033.964	25%	619.964	21%	19%
Accessori Tessili	1.903.855	9%	1.691.462	9%	1.442.090	8%	1.488.197	7%	655.654	5%	159.589	5%	7%
Accessori Pelle	1.005.701	5%	517.760	3%	295.313	2%	577.178	3%	184.687	2%	44.830	1%	2%
Beach	79.451	0%	40.462	0%	11.206	0%	40.718	0%	23.489	0%	197	0%	0%
Home	228.740	1%	307.469	2%	244.542	1%	390.211	2%	131.757	1%	41.431	1%	1%
Jersey	720.433	3%	536.875	3%	300.390	2%	148.939	1%	281.532	2%	46.764	2%	2%
Totale	21.880.863	100%	18.882.378	100%	17.355.080	100%	22.671.737	100%	12.043.589	100%	3.000.411	25%	100%

Tavola 2 – Fatturato suddiviso per canali di vendita (€).

Canali di vendita	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%	Media incidenze
Dettaglio/ Wholesale	7.250.112	33%	5.717.593	30%	4.442.479	26%	6.176.386	27%	1.646.138	14%	156.838	5%	23%
Distribuzione di Esclusiva	1.681.688	8%	3.835.133	20%	3.201.887	18%	2.772.722	12%	1.480.513	12%	803.330	27%	16%
Franchising	2.311.778	11%	1.916.442	10%	569.252	3%	1.188.866	5%	546.105	5%	292.505	10%	7%
Clienti Speciale	166.734	1%	167.068	1%	271.064	2%	90.645	0%	-	0%	-	0%	1%
E-COMMERCE	53.086	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	0%
Occasionali	300.954	1%	53.029	0%	24.627	0%	544.773	2%	501.022	4%	20.315	1%	2%
Stock	1.513.411	7%	1.142.074	6%	597.805	3%	107.013	0%	500.576	4%	166.744	6%	4%
Retail	8.603.100	39%	6.051.039	32%	8.247.966	48%	11.791.333	52%	7.369.234	61%	1.560.679	52%	47%
Totale	21.880.863	100%	18.882.378	100%	17.355.080	100%	22.671.737	100%	12.043.589	100%	3.000.411	100%	100%

Grafico 1 – Fatturato suddiviso per prodotti.

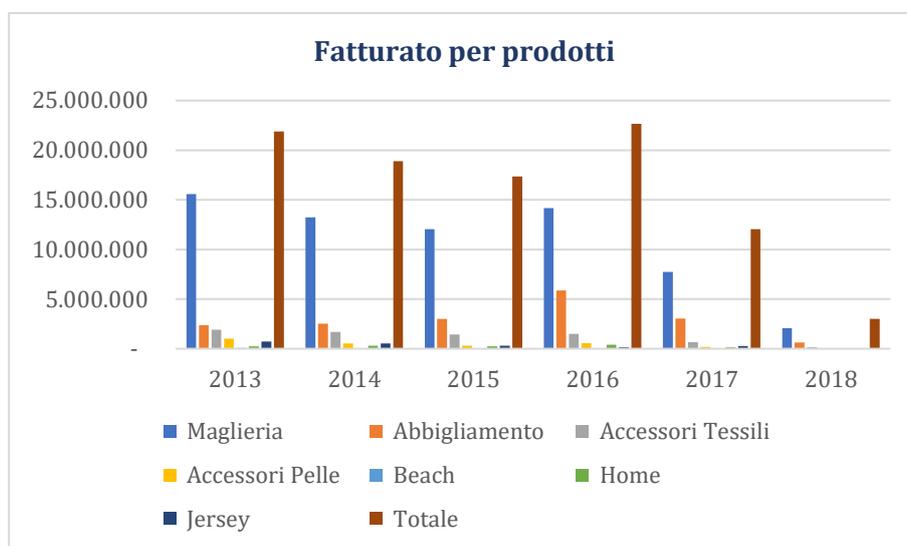
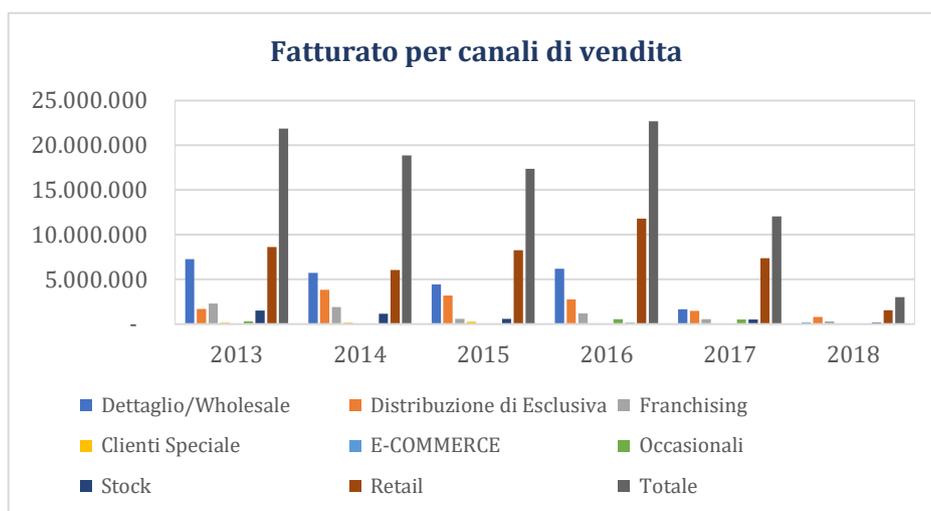


Grafico 2 – Fatturato suddiviso per canali di vendita.



Per quanto riguarda i dati prospettici, la Società non è stata in grado di fornire un piano delle vendite aggiornato a causa dell'assenza di riferimenti decisionali in materia. D'altro canto non è parso corretto basare l'analisi sui dati del piano che ha accompagnato la proposta di concordato, essendo mutata la situazione di contesto ed in particolare il sostegno finanziario.

Di conseguenza, si è proceduto a ricostruire un fatturato "normalizzato", rappresentativo delle condizioni ordinarie della Società. La ricostruzione è

avvenuta dall'analisi dei dati storici di contabilità generale, con il supporto informativo e interpretativo del responsabile amministrativo Dott.ssa Stefania Tomaselli.

Il fatturato normale è stato definito prendendo a riferimento i dati dell'anno 2016 che comprendono le stagioni Autunno-Inverno 2016/2017 e Primavera-Estate 2016.

I ricavi dell'anno 2016 pari a € 22.671.737 sono stati normalizzati apportando ai canali di vendita le seguenti rettifiche condivise con il responsabile amministrativo:

- *Canale Occasionale* sono stati ipotizzati pari a €0.
- *Canale Stock* sono stati stimati in € 700.000.
- *Canale Retail* sono stati scomputati minori ricavi per € 5.407.823 derivanti dai:
 - Negozi russi per € 4.855.650, dato dalla differenza tra il totale del retail nell'anno 2016 (€ 11.791.333) e la somma del canale retail delle stagioni AI 16-17 e PE 16, in considerazione dell'interruzione dei rapporti con la controllante.
 - Negozio Courmayeur per € 161.927, dato dalla somma del fatturato registrato nelle stagioni AI 16-17 e PE 16, in vista della conclusione del contratto di affitto a fine luglio 2018.
 - Outlet Serravalle per € 390.245, per via della sua chiusura.

Di conseguenza il fatturato "normalizzato" assunto per la stima del marchio, nonché per la stima del complesso aziendale, risulta pari a € 17.312.129, così come riportato in Tavola 3. Il fatturato tiene conto dei ricavi della controllata spagnola che detiene la boutique monomarca di Marbella.

Tavola 3 – Fatturato "normalizzato" suddiviso per canali di vendita (€).

Fatturato normalizzato	€	%
Dettaglio/Wholesale	6.176.386	36%
Distribuzione di Esclusiva	2.772.722	16%
Franchising	1.188.866	7%
Clienti Speciale	90.645	1%
E-COMMERCE	-	0%
Occasionali	-	0%
Stock	700.000	4%
Retail	6.383.510	37%
Totale	17.312.129	100%

7. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL PREMIUM PRICING

Il metodo del *premium pricing* si basa sulla stima dell'extra reddito dei prodotti dotati di marchio rispetto a prodotti *unbranded* o con marchio meno forte.

Per l'applicazione di questo metodo occorre identificare: la vita economica del marchio e i benefici rinvenibili dal suo impiego in termini di differenziale di prezzo con prodotti comparabili per qualità. Il differenziale di prezzo dovrà poi essere depurato dai costi richiesti per il mantenimento del marchio e dal relativo carico fiscale, al fine di giungere alla stima dei benefici netti effettivi ottenibili dall'uso del marchio.

Ne consegue che la valutazione con il metodo del premium pricing avviene in applicazione della seguente formula:

$$W_m = \sum_{t=1}^n \frac{[(F_t * (\Delta P\% - \Delta Q\%) - C) * (1 - tax)]}{(1 + i)^t}$$

dove:

W_m	rappresenta il valore corrente del marchio;
n	rappresenta la durata della vita economica;
F_t	rappresenta il fatturato annuo;
ΔP	rappresenta il differenziale di prezzo;
ΔQ	rappresenta il differenziale di qualità;
C	rappresenta i costi di mantenimento medi annui;
tax	rappresenta l'aliquota fiscale;
i	rappresenta il tasso di attualizzazione.

In sintesi, i fattori determinanti per la stima del marchio con il metodo del *premium pricing* sono i seguenti:

- vita economica;
- fatturato prospettico;
- differenziale di prezzo;
- differenziale di qualità;
- spese di mantenimento;
- carico fiscale.

Per la *individuazione della vita economica*, occorre constatare come, in assenza di politiche di sostegno e promozione, sia arduo anche per i marchi consolidati riuscire a conservare utilità effettive sotto il profilo relazionale e commerciale. Per questa ragione nelle perizie di stima la vita economica dei marchi viene assunta nell'ambito di un intervallo compreso tra tre e dieci anni. Nel caso specifico - assunte la notorietà del nome e la sua longevità, l'immagine intrinsecamente legata all'impiego di filati pregiati e alla lavorazione a mano dei capi di abbigliamento, nonché la solidità della rete distributiva - la vita economica del marchio può essere ragionevolmente assunta nel valore massimo pari a dieci anni (2018-2027).

Come spiegato in precedenza la *proiezione del fatturato* è stata determinata prendendo a riferimento i dati dell'anno 2016 e apportando alcune rettifiche ai canali di vendita *Occasionale, Stock e Retail*. L'analisi illustrata nel paragrafo 6 ha portato alla definizione di un fatturato "normalizzato" pari a € 17.312.129. Tale valore è stato fissato per il 2018 e per gli esercizi successivi è stato incrementato con un tasso di crescita dell'1% legato al contesto macroeconomico.

Con queste ipotesi il fatturato nell'ultimo anno della proiezione - pari a € 18.934.020 - non supera il volume d'affari raggiunto nel 2016 (€ 22.671.737) e nel 2013 (€ 21.880.863).

Tavola 4 - Proiezione del fatturato "normalizzato" (€).

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
17.312.129	17.485.250	17.660.103	17.836.704	18.015.071	18.195.221	18.377.174	18.560.945	18.746.555	18.934.020

Occorre poi accertare il contributo del marchio a supporto del fatturato realizzato in termini di differenziale di prezzo, vale a dire identificare il *premium price*.

Secondo le informazioni fornite dalla *Società*, in sede di stesura della perizia ai fini del concordato preventivo, è stato possibile confrontare i prezzi medi praticati al cliente finale di *Malo* con quelli dei concorrenti. La comparazione è stata articolata per marchio e categoria di prodotto, tenendo conto del livello di qualità dei prodotti comparabili. Laddove la qualità dei capi di abbigliamento non sia risultata omogenea a quella dei prodotti *Malo* è stata stimato un fattore correttivo a titolo di *differenziale di qualità*, compreso tra lo 0 e il 35% per i prodotti di fascia alta, tra il 35 e il 70%

per quelli di fascia media e superiore al 70% per quelli di fascia bassa, al fine di giungere alla determinazione di un differenziale di prezzo netto.

Nello specifico, sono stati presi in considerazione i prezzi medi praticati al pubblico e relativi alle categorie di prodotto che incidono maggiormente sul fatturato complessivo di *Malo*, ovvero la maglieria uomo e donna (67%) e l'abbigliamento uomo e donna (19%). Tra le varie categorie di prodotto sono stati individuati i capi commerciali riportati nella Tavola 5, che sono stati confrontati con i prodotti a marchio *Cruciani*, *Fedeli*, *Colombo* e *Fabiana Filippi*, evidenziando il relativo livello di qualità dei prodotti.

Tavola 5 – Indicazione dei prodotti associabili ad ogni categoria.

Maglieria uomo
<ul style="list-style-type: none">• Cardigan 2/28• Girocollo• Bomber c/zip e tasche• Collo alto
Maglieria donna
<ul style="list-style-type: none">• Girocollo 1 filo• 2 collo alto 1 filo• 3 girocollo m/3-4 over 1 filo• 4 cardigan 1 filo - no tasche
Abbigliamento uomo
<ul style="list-style-type: none">• Camicia cotone• Pantalone chinos cotone• Giacca monopetto cashmere• Bomber /picot cashmere
Abbigliamento donna
<ul style="list-style-type: none">• Camicia seta• Pantalone chino skinny• Giacca monopetto cashmere• Cappotto double cashmere

I differenziali di prezzo, al netto del differenziale di qualità, sono stati poi ponderati con il mix di vendita delle categorie di prodotto sul fatturato *Malo*. Tale metodologia ha portato ad un differenziale di prezzo netto pari al 12,01%, approssimato ai fini della stima al 12% (cfr. Tavola 6).

Tavola 6 – Determinazione del differenziale netto di prezzo.

Categorie di fatturato	Mix di fatturato	Differenziali netti di prezzo	Differenziali ponderati
Maglieria uomo	26,67%	15,03%	4,01%
Maglieria donna	44,44%	8,81%	3,92%
Abbigliamento uomo	8,89%	15,96%	1,42%
Abbigliamento donna	20,00%	13,35%	2,67%
		Media	12,01%

Dal differenziale di prezzo è stata poi sottratta l'incidenza delle *spese di mantenimento* del marchio sul fatturato, ovvero delle spese di pubblicità e marketing necessarie a sostenere l'efficacia del marchio su base standard. In base alle informazioni fornite dalla Società emerge che le spese di promozione sostenute nel periodo oggetto di analisi 2013-18 sono risultate mediamente pari al 3% del fatturato (il 2% nel periodo 2013-17) (cfr. Tavola 7). Tale incidenza risulta modesta rispetto alle esigenze di supporto del marchio e quindi ai fini della stima si è deciso di applicare un coefficiente maggiore, pari al 4,00%.

Tavola 7 - Incidenza delle spese di pubblicità (€).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fatturato (€)	21.880.863	18.882.378	17.355.080	22.671.737	12.043.589	3.000.411
Spese di pubblicità (€)	430.997	495.228	591.193	530.938	232.427	211.661
Spese di pubblicità (%)	1,97%	2,62%	3,41%	2,34%	1,93%	7,05%

Per giungere poi alla stima del *premium price netto*, occorre scomputare il carico fiscale pari al 27,9%, relativo alle aliquote di imposta prospettiche a titolo IRAP (3,9%) ed IRES (24%).

L'ultimo passaggio da compiere per determinare il valore attuale del marchio *Malo* attraverso il metodo del premium pricing è la *stima del tasso di attualizzazione*.

I flussi di reddito derivanti dall'impiego dei marchi vengono attualizzati ad un costo opportunità pari al costo medio delle fonti di finanziamento (*WACC* o *Weighted Average Cost of Capital*), dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio (k_e) e del costo del capitale di terzi al netto dello scudo fiscale (k_d netto).

La prima componente (k_e) è stata calcolata come somma di due premi: rischio generico e rischio specifico.

Sia il rischio generico (r) che il premio per il rischio di mercato ($r_m - r$) sono stati stabiliti considerando un'indagine empirica promossa dal prof. Pablo Fernandez della IESE Business School di Madrid, *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*, pubblicata ad aprile 2018. Per il rischio generico è stato poi tenuto conto del rialzo dei tassi successivo ad Aprile.

Il premio per il rischio generico è risultato pari al 2,60%, mentre il premio per il rischio di mercato ($r_m - r$) assegnato al nostro Paese è pari al 6,40%.

Il premio per il rischio specifico è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica (di settore e di posizione competitiva) e in una componente sistematica propria dell'investimento azionario.

Il premio per il rischio specifico, stimato con la tecnica del CAPM, si determina mediante la seguente relazione algebrica: $[\beta \cdot (r_m - r)]$, dove ai simboli già noti si aggiunge il beta che misura la componente specifica del rischio d'azienda.

Nel caso di specie la determinazione del beta- definito come il rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore) - non è fornita direttamente dal mercato, dal momento che la *Società* non è quotata. Occorre, quindi, individuare tale coefficiente in via indiretta, partendo dal beta *levered* medio del settore di società comparabili quotate.

Nella fattispecie, il coefficiente beta è stato stimato effettuando un'analisi su *Datastream Thomson Reuters*, prendendo a riferimento il Gruppo LVMH operante nel settore *Clothing & Accessory* che ha acquisito nel 2013 la società *Loro Piana*, specializzata nella produzione di capi in cashmere di alta qualità. In base ai dati impiegati nella precedente perizia e simili agli attuali (riportati sotto in aprentesi), si osserva che il beta assegnato a Gruppo LVMH è pari a 1,11 (1,10), quello industriale riferito ad un campione ristretto di società comparabili è pari a 0,93 (0,90) e quello dell'intero settore è pari a 1,26 (1,28) (dati Reuters).

Considerando le caratteristiche dell'azienda target si è ritenuto opportuno applicare il beta pari a 1,11.

Il premio per il rischio specifico, calcolato con la tecnica del CAPM, risulta dunque pari a 7,10%.

Al tasso di congrua remunerazione dell'impresa, dato dalla somma del premio per il rischio finanziario e del premio per il rischio specifico, è stata poi aggiunta una

maggiorazione a titolo di compensazione dello stato di crisi del marchio pari al 30%. Di conseguenza il k_e risulta pari al 12,62%.

La seconda componente pari al costo del debito (k_d lordo) è stata stimata inserendo un valore di mercato pari al 5,5%. Il costo reale del debito (k_d netto) è stato ottenuto depurando il risparmio fiscale sugli oneri finanziari, applicando la nuova aliquota IRES del 24%. Il k_d netto è stato stimato pari al 4,18% per il periodo analitico.

Per quanto riguarda i pesi del costo del capitale proprio e del capitale di terzi, si è deciso di adottare delle percentuali standard, rispettivamente pari al 50% e al 50%.

In base alle considerazioni *supra* esposte risulta che il costo medio ponderato del capitale è pari all'8,40%.

Tavola 8 – Componenti del tasso di attualizzazione.

Costo del debito: i	5,50%
Aliquota fiscale: t	24,00%
$K_d = i * (1 - t)$	4,18%
R_f = tasso privo di rischio	2,60%
$R_m - R_f$ = premio per il rischio di mercato	6,40%
Beta di settore	1,11
Premio per stato di crisi	30%
$K_e = (R_f + (R_m - R_f) * \text{Beta}) * (1 + \text{Premio crisi})$	12,62%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50%
Wacc	8,40%

Alla luce dell'analisi *supra* svolta, si giunge alla stima del marchio *Malo* attraverso il metodo del premium pricing. L'exkursus valutativo effettuato si è basato sulle seguenti determinanti che sono state in precedenza motivate:

- vita economica del marchio: dieci anni (2018-2027),
- fatturato normale: € 17.312.129,
- tasso di crescita: 1%,
- differenziale di prezzo netto: 12%,
- spese di mantenimento: 4% del fatturato,
- carico fiscale: 27,9%,
- tasso di attualizzazione: 8,40%.

Il valore del marchio *Malo* è quindi pari a € 6.840.376, così come desumibile dalla sommatoria algebrica dei flussi di reddito differenziali attualizzati (cfr. Tavola 9).

Tavola 9 – Stima con il metodo del premium pricing (€).

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ricavi	16.988.983	18.483.125	18.667.956	18.854.636	19.043.182	19.233.614	19.425.950	19.620.210	19.816.412	20.014.576
Differenziale di prezzo netto	2.038.678	2.217.975	2.240.155	2.262.556	2.285.182	2.308.034	2.331.114	2.354.425	2.377.969	2.401.749
Costi di mantenimento	679.559	739.325	746.718	754.185	761.727	769.345	777.038	784.808	792.656	800.583
Premium price lordo	1.359.119	1.478.650	1.493.437	1.508.371	1.523.455	1.538.689	1.554.076	1.569.617	1.585.313	1.601.166
Imposte	379.194	412.543	416.669	420.835	425.044	429.294	433.587	437.923	442.302	446.725
Premium price netto	979.925	1.066.107	1.076.768	1.087.535	1.098.411	1.109.395	1.120.489	1.131.694	1.143.011	1.154.441
Wacc	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%
Van Marchio	903.989	907.282	845.345	787.637	733.869	683.771	637.093	593.601	553.078	515.322

8. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY

Il metodo dei tassi di royalty stima il marchio come valore attuale dei corrispettivi ricevibili da una controparte generica che intende avvalersi del bene per la sua vita residua.

La stima si basa sull'ipotesi di separabilità del marchio dalla *Società* che ne detiene la proprietà, giudicando la *vis* attrattiva che il marchio potrebbe esercitare sui consumatori tramite i rapporti già avviati con fornitori, intermediari e clienti. Il corrispettivo assegnato da una potenziale controparte viene commisurato all'entità dei ricavi che è ragionevole prevedere al momento della perizia, ovvero dei valori in atto.

Ne consegue che la valutazione con il metodo dei tassi di royalty avviene in applicazione della seguente formula:

$$W_m = \sum_{t=1}^n \frac{[(F_t * r - C_t) * (1 - tax)]}{(1 + i)^t}$$

dove:

Wm	rappresenta il valore corrente del marchio;
n	rappresenta la durata della vita economica;
F _t	rappresenta il fatturato annuo;
r	rappresenta il tasso di royalty;
C	rappresenta i costi di mantenimento medi annui;
tax	rappresenta l'aliquota fiscale;
i	rappresenta il tasso di attualizzazione.

Per l'*individuazione del tasso di royalty* si è fatto riferimento ai dati di settore non essendo disponibili contratti di licenza relativi al marchio target. Segnatamente è stata effettuata un'analisi sui tassi impiegati nel settore di riferimento, utilizzando la banca dati *Royalty Statistics* (www.royaltystatistics.com), attraverso l'impiego delle seguenti chiavi di ricerca:

- Settore: *Abbigliamento e Tessuto*
- Tipo di accordo: *Licenza del marchio*
- Paese: *Europa, America, Asia e Mondiale*

In base ai dati analizzati è emerso che i valori medi si collocano al 4,85% per il quartile inferiore, al 6,00% per la mediana e al 9,00% per il quartile superiore (cfr. Tavola 10). Alla luce di quanto esposto e considerando le caratteristiche del marchio, si è assunto il tasso di royalty medio del quartile superiore del settore.

Tavola 10 – Analisi tasso di royalty.

Paese	Tipologia	Settore	Campione	Tasso		
				Quartile Sup.	Mediana	Quartile Inf.
Europa	Licenza del marchio	Abbigliamento e Tessuto	25	10,00%	6,00%	4,50%
America	Licenza del marchio	Abbigliamento e Tessuto	251	8,00%	6,00%	5,00%
Asia	Licenza del marchio	Abbigliamento e Tessuto	27	10,00%	6,00%	5,00%
Mondiale	Licenza del marchio	Abbigliamento e Tessuto	62	8,00%	6,00%	4,90%
			Media	9,00%	6,00%	4,85%

Sono poi state stimate le *spese di mantenimento* legate alla promozione, conservazione e sviluppo del marchio. In base alle motivazioni già indicate per il metodo del premium pricing si è ritenuto plausibile applicare un coefficiente di mantenimento pari al 4,00% del fatturato.

Dopodiché, per giungere alla stima della *royalty netta*, occorre scomputare il carico fiscale pari al 27,9%, relativo alle aliquote di imposta prospettiche a titolo IRAP (3,9%) ed IRES (24%).

I flussi di reddito derivanti dall'impiego del marchio sono stati attualizzati al costo medio ponderato del capitale dell'8,40%, come in precedenza (cfr. Tavola 8).

Si giunge così alla stima del marchio *Malo* attraverso il metodo del tasso di royalty, in virtù delle seguenti determinanti:

- vita economica del marchio: dieci anni,
- fatturato normale: € 17.312.129,
- tasso di crescita: 1%,
- tasso di royalty: 9%,
- spese di mantenimento: 4% del fatturato,
- carico fiscale: 27,9%,
- tasso di attualizzazione: 8,40%.

Il valore del marchio *Malo* è quindi pari a € 4.275.235, così come desumibile dalla sommatoria algebrica dei flussi di reddito differenziali attualizzati (cfr. Tavola 11).

Tavola 11 – Stima con il metodo del tasso di royalty (€).

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fatturato normale	16.988.983	18.483.125	18.667.956	18.854.636	19.043.182	19.233.614	19.425.950	19.620.210	19.816.412	20.014.576
Fee % su marchio proprio	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Royalty 1	1.529.008	1.663.481	1.680.116	1.696.917	1.713.886	1.731.025	1.748.336	1.765.819	1.783.477	1.801.312
Spese mantenimento	679.559	739.325	746.718	754.185	761.727	769.345	777.038	784.808	792.656	800.583
Royalty 2	849.449	924.156	933.398	942.732	952.159	961.681	971.298	981.010	990.821	1.000.729
Aliquota d'imposta	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
Royalty netta	612.453	666.317	672.980	679.710	686.507	693.372	700.306	707.309	714.382	721.525
Wacc	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%
VAN	564.993	567.051	528.341	492.273	458.668	427.357	398.183	371.001	345.674	322.076

9. VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO

Alla luce delle considerazioni *supra* esposte, si giunge alla definizione del valore economico attribuibile al marchio *Malo*. La stima è stata effettuata adottando il criterio del premium pricing e il criterio del tasso di royalty ed ipotizzando un'evoluzione del fatturato partendo da una situazione "normalizzata".

L'applicazione dei due criteri di stima ha portato alla definizione dei seguenti valori: € 6.840.376 con il premium pricing ed € 4.275.235 con il tasso di royalty.

Il valore economico del marchio può essere quindi identificato in un valore medio di € 5.557.806, dato dalla media risultante dai due metodi.

Tavola 12 - Valore economico medio del marchio (€).

Metodo Premium Pricing	Metodo dei tassi di royalty	Valore economico medio
6.840.376	4.275.235	5.557.806

10. CONCLUSIONI

Lo scrivente ha ricevuto l'incarico di effettuare una perizia di stima sul valore del marchio *Malo* di proprietà della società fallita *Malo S.p.a.*

La valutazione è effettuata in ipotesi di continuità aziendale, così come richiesto dal Curatore, e, di conseguenza, non è stato stimato un valore agli avviamenti commerciali dei negozi nei quali proseguirà l'attività. Per il negozio di Courmayeur, in chiusura, non è stata rilevata alcuna offerta di subentro e quindi non è stato attribuito un key money.

Rispetto a quanto previsto nella perizia redatta dallo scrivente in data 20.12.2017 a supporto del Piano presentato per il concordato preventivo, in questa sede si è provveduto a rivedere la stima del fatturato prospettico, in assenza degli apporti finanziari che erano stati inseriti nel Piano.

Il processo valutativo del marchio è stato quindi condotto con l'applicazione del criterio premium pricing e del tasso di royalty al fatturato "normalizzato", ottenuto prendendo a riferimento i dati dell'anno 2016 e apportando gli assestamenti necessari a riflettere lo scenario più probabile allo stato attuale

I valori del marchio sono risultati pari rispettivamente a € 6.840.37, con il metodo del premium pricing, e a € 4.275.235, con il metodo del tasso di royalty.

A conclusione del procedimento estimativo è possibile quindi assegnare al marchio, comprensivo anche del dominio, un valore medio pari a € 5.578.000 (cinque milioni e cinquecentosettantottomila euro), che racchiude le considerazioni

fatte sui due metodi di valutazione. Tale misura è comprensivo del valore del dominio, assunta la natura interdipendente di questi due beni immateriali.

Il sottoscritto confida di aver assolto all'incarico affidatogli e, restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza.

Firenze, lì 30 luglio 2018



Prof. Giovanni Liberatore