

**AGGIORNAMENTO ALLA DATA DEL 31  
DICEMBRE 2018 DEL VALORE  
ECONOMICO ATTRIBUIBILE  
AL MARCHIO  
FMR**

# Indice

1. Introduzione .....	3
1.1 Premessa .....	3
1.2 Oggetto dell'Incarico .....	3
1.3 Informazioni utilizzate .....	3
1.4 Data di riferimento .....	3
1.5 Avvertenze .....	3
2. Descrizione dei Beni Immateriali .....	4
3. Mercato di riferimento .....	4
4. Dati economici consuntivi del marchio FMR .....	4
5. Metodologie di valutazione.....	5
5.1 Valutazioni di beni immateriali.....	5
5.1.1. Metodo del costo.....	5
5.1.2. Metodo comparativo .....	5
5.1.3. Metodo reddituale .....	5
5.1.4 Metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali.....	5
5.1.5 Metodo del Relief from Royalty .....	6
5.1.6 Metodo dell'Excess Earning Test.....	6
5.1.7 Metodo del Premium Pricing .....	6
6. Analisi valutativa del Marchio.....	7
6.1 Premessa .....	7
6.2 Marchio FMR — Metodo del Relief from Royalty .....	7
7. Conclusioni .....	8

# 1. Introduzione

## 1.1 Premessa

Lo scrivente (di seguito lo "Scrivente") Dott. Riccardo Lazzaro, nato a Padova (PD) il 26 settembre 1967 e domiciliato a Milano, Via E. De Amicis n. 53, iscritto nell'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro dei Revisori Contabili, ha ricevuto l'incarico (di seguito "Incarico") dalla società UTET Grandi Opere S.p.A. (di seguito il "Cliente") — con sede in Milano (MI), Via Lanzone n. 31 — di aggiornare, alla data del 31 dicembre 2018, la stima del valore economico del marchio, detenuto e utilizzato direttamente ed indirettamente dalla società FMR.

## 1.2 Oggetto dell'Incarico

La presente relazione (di seguito la "Relazione") ha lo scopo di aggiornare la stima del valore economico da attribuire al marchio FMR ai fini della successiva cessione.

## 1.3 Informazioni utilizzate

I dati, documenti e informazioni (nell'insieme le "Informazioni") su cui la Relazione si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società.

La documentazione fornita dalla Società ed utilizzata ai fini dello svolgimento dell'Incarico comprende:

- bilanci civilistici di ARCA S.r.l. relativi agli esercizi 2015 – 2016 - 2017;
- bilanci civilistici di UTET Grandi Opere S.p.A. relativi agli esercizi 2015-2016-2017-2018 (bozza);
- fatturato per marchio relativo al periodo 2015-2016-2017-2018;
- documentazione relativa al marchio FMR.

I dati e documenti sopra elencati sono stati integrati e completati nell'ambito di colloqui con il management della Società.

## 1.4 Data di riferimento

La data di riferimento della presente stima è il 31 dicembre 2018.

Ai fini del lavoro svolto dallo Scrivente si è avuta assicurazione da parte del Management della Società circa l'assenza di eventi successivi alla data di riferimento della valutazione che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

## 1.5 Avvertenze

Le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- la valutazione del Marchio è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale, alla luce di elementi prospettici ragionevolmente ipotizzabili e non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione del Marchio è stata condotta considerando le attuali condizioni di mercato e l'attuale contesto normativo e regolamentare;
- la valutazione del Marchio è stata effettuata sulla base dei ricavi consuntivi da questi generati. Tali dati consuntivi non sono stati oggetto di verifiche da parte dello Scrivente;
- la valutazione del Marchio è stata effettuata con il metodo del Relief from Royalty;

- l'Incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale connesse a problematiche non riportate nelle Informazioni;
- la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'Incarico";
- per "valore economico" si intende il valore di riferimento al quale un bene può essere negoziato tra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate e dal loro potere contrattuale. Tale valore può differire in modo significativo dal "prezzo", che riflette anche considerazioni soggettive per le parti e caratteristiche contingenti legate alla domanda e all'offerta.

## 2. Descrizione dei Beni Immateriali

### Il Marchio FMR

Di seguito si riporta una tabella riassuntiva in cui sono evidenziate le denominazioni del marchio, l'area geografica ove risulta registrato, le date di registrazione e le varie classi di appartenenza:

DENOMINAZIONE	AREA GEOGRAFICA	DATA CONCESSIONE	CLASSI
FMR	Italia	21/10/2008	16,35,41,42
FMR Fondazione	Italia	11/06/2008	16,35,41,42
FMR Symposium	Italia	21/10/2008	16,35,41,42
101% Italia FMR	Italia	09/03/2011	16,18,20,21,24,25
FMR	Italia	10/05/2011	21
FMR	Italia	03/03/1986	3,9,14,16,18,20,24,25,35,38
FMR	Unione Europea	16/02/2000	16
FMR	Unione Europea	03/12/2008	16,35,41,42
FMR Symposium	Unione Europea	15/04/2009	16,35,41,42
FMR	Internazionale	06/04/2007	16,35,41,42
FMR	Internazionale	29/04/2008	16,35,41,42
FMR	U.S.A.	28/07/2009	16
FMR	U.S.A.	16/02/2010	16

## 3. Mercato di riferimento

Si rileva che il mercato di riferimento non si è modificato rispetto al periodo in cui è stata effettuata la precedente analisi del valore economico del marchio.

## 4. Dati economici consuntivi del marchio FMR

Di seguito si riporta una tabella riepilogativa che evidenzia, per il periodo 2015-2018, la ripartizione dei ricavi prodotti e previsti per ogni singolo marchio:

Descrizione Attributo Provvigioni	MARCHIO	2015	2016	2017	2018	
FMR Editoria	FMR	5.065.437	2.955.768	1.754.444	1.087.558	
FMR Opera con foto	FMR	550.400	69.051	-	-	
<b>TOTALE MARCHIO FMR</b>		<b>5.615.837</b>	<b>3.024.819</b>	<b>1.754.444</b>	<b>1.087.558</b>	Media 2015-2018
						<b>2.870.664</b>
						Totale 2015-2018
<b>Totale marchio UTET</b>		<b>7.837.086</b>	<b>9.506.605</b>	<b>8.276.245</b>	<b>6.871.164</b>	<b>32.491.100</b>
Costo licenza		220.000	220.000	220.000	220.000	880.000
% ROY		3%	2%	3%	3%	2,7%

## 5. Metodologie di valutazione

### 5.1 Valutazioni di beni immateriali

Le principali metodologie impiegate per la valutazione dei marchi sono sinteticamente descritte di seguito.

#### 5.1.1. Metodo del costo

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

#### 5.1.2. Metodo comparativo

Il valore del bene viene calcolato applicando multipli derivanti da transazioni simili. Si basa sull'attribuzione ad un bene immateriale del valore corrispondente ai prezzi realizzati in transazioni recenti aventi per oggetto beni simili. 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.

#### 5.1.3. 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 immateriali vengono comunemente utilizzate le seguenti due varianti del metodo reddituale: il metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali e il metodo del Relief from Royalty.

#### 5.1.4 Metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali

Tale metodo implica l'attualizzazione dei redditi differenziali generati dalla disponibilità di un bene immateriale rispetto al reddito generato in situazioni di mancanza di tale bene.

Tale criterio è utilizzato nei casi in cui si ritiene che un complesso di beni immateriali (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).

#### **5.1.5 Metodo del Relief from Royalty**

Il metodo del Relief from Royalty stima il valore dei beni immateriali specifici sulla base di un **ipotetico 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 (le royalty appunto) per il suo utilizzo. Il metodo del Relief from Royalty prevede quindi la stima dei flussi di ricavi derivanti dalla vendita di un prodotto e l'applicazione di un tasso di royalty che consenta di valutare l'ammontare attribuibile al bene immateriale oggetto di valutazione.

Il tasso di royalty è solitamente l'ammontare in percentuale che viene pagato per l'utilizzo dei diritti del bene immateriale 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 immateriali omogenei.

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

#### **5.1.6 Metodo dell'Excess Earning Test**

Con questo metodo il tasso di royalty per un bene immateriale è stimato partendo dal margine operativo della società (EBIT), a cui è sottratto il rendimento normale atteso per gli altri beni aziendali (i cosiddetti 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 immateriali della società. Da questo extra-rendimento va estrapolato il rendimento dell'immateriale specifico che si vuol misurare, applicando una percentuale riconducibile ad esso.

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

#### **5.1.7 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.

## 6. Analisi valutativa del Marchio

### 6.1 Premessa

La valutazione del Marchio è stata effettuata con il **metodo del Relief from Royalty** 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 e delle licenze;
- soddisfa la duplice esigenza di evitare sovrapposizioni con altri beni immateriali e di non comportare approssimazioni significative considerando la fattispecie in esame.

Al fine di determinare il valore economico del Marchio con il metodo del Relief from Royalty, sono state seguite le seguenti fasi e sottofasi:

A. determinazione del tasso di royalty

A.1 Excess Earning Test;

A.2 determinazione del tasso di royalty;

B. determinazione del tasso di attualizzazione;

C. determinazione della vita economica;

D. calcolo dei flussi di royalty.

### 6.2 Marchio FMR — Metodo del Relief from Royalty

#### A. Determinazione del tasso di royalty

Il tasso di royalty applicato è stato determinato sulla base dei tassi di royalty di mercato derivanti dalle transazioni relative a marchi comparabili del settore.

La percentuale individuata è pari **al 3,00%**.

#### B. Determinazione del tasso di attualizzazione

WACC			
Pre-tax cost of debt	2,7%		Riferimento mutuo BPM 2016
Tax rate	24,0%		Rif IRES 2017
Post-tax cost of debt		2,1%	$=a*(1-t)$
Risk free rate	0,974%		Bund 30 anni <a href="https://it.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield">https://it.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield</a>
Risk premium	7,5%		Tabelle Damodaran e Fenebris.com Frankfurt
Beta titolo	0,89		Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
Cost of shareholder's equity		7,65%	$=rf+(rm*b)$
Mk. Capit./Capital Requirements	0,492		$(E/(E+D))$
Debt/Capital Requirements	0,508		$D/(E+D)$
WACC		4,81%	$=(Ke*i)+(Kd*i)$

Il tasso di attualizzazione è stato stimato pari **al 7,65%**.

Nel calcolo del WACC si è assunto un tasso risk-free dello 0,974%, un beta "unlevered" di 0,89 pari alla media del campione di società comparabili selezionate, un premio per il rischio di mercato del 7,5%, una struttura finanziaria obiettivo D/E (debt/equity) di 0,508 calcolata come media dei valori del campione selezionato di società comparabili, e un costo lordo del debito del 2,7%.

#### C. 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 necessario prendere in considerazione la presumibile vita economica dei marchi, ancorché differente.

L'orizzonte temporale futuro da assumere per l'applicazione del Relief from Royalty è funzione di molteplici fattori quali il suo perdurare nel tempo, la forza del marchio, 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.

Anche in considerazione della situazione di crisi del settore specifico è stata individuata, prudenzialmente, una vita economica pari a 5 anni.

#### D. Calcolo dei flussi di royalty

I flussi di royalty sono stati calcolati applicando il tasso di royalty precedentemente individuato alla media dei ricavi totali prodotti e attesi, relativi al periodo 2015/2018.

#### Determinazione del valore economico

La determinazione del valore economico è avvenuta attualizzando il valore dei flussi di royalty considerato pari al valore terminale avendo ipotizzato una crescita nel periodo considerato pari a zero, in presenza di una situazione di crisi del settore.

Di seguito si riporta la tabella di calcolo:

fatturato	2.870,7	Fatturato atteso sostenibile nel medio periodo
royalty rate	2,70%	Royalty rate allineato a quello Utet
<b>CASH FLOW ROYALTIES</b>	<b>77,5</b>	
	<b>4,81%</b>	Pre-tax cost of debt
tasso di crescita	0,0%	
Numero anni perpetuity	5	
<b>Valore attuale flussi di royalties</b>	<b>337,4</b>	

Il valore economico del Marchio FMR, così determinato, risulta pari a € 337 migliaia.

## 7. Conclusioni

Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione e con riferimento alla data del 31 dicembre 2018, il valore economico del Marchio FMR è stimato pari a € 337.000 (trecentotrentasettemila).

Fermo restando il valore economico dei beni oggetto di valutazione riportato sopra, lo Scrivente ribadisce, come indicato nelle Avvertenze, che di fatto il prezzo di cessione di tale marchio potrebbe anche differire in modo significativo dal valore economico, in considerazione delle caratteristiche contingenti legate alla domanda e all'offerta.

Milano, 20 maggio 2019

Dott. Riccardo Lazzaro

