

8. GUT DISTRIBUTION: LA VERIFICA DI CONGRUITÀ DEL VALORE DEL MARCHIO KAOS

8.1. Le premesse

La descrizione di GUT Distribution è sviluppata nell'ambito della presente Relazione fornendo informazioni di natura descrittiva sul *business model* e sull'assetto economico – patrimoniale per il periodo 2019-2022. In particolare:

- i)* nel paragrafo 8.2 si illustra il *business model* di GUT Distribution e si descrive l'assetto patrimoniale e l'andamento economico di GUT Distribution nel periodo 2019 – 2022;
- ii)* nel paragrafo 8.3. si illustrano le caratteristiche del marchio “Kaos”;
- iii)* nel paragrafo 8.4 si descrive il processo di stima del valore del marchio “Kaos”.

8.2. Il business model di GUT Distribution e le grandezze economiche e patrimoniali 2019-2022

GUT Distribution è una società commerciale che opera come produttore e distributore di materiale cartolibrario, prodotti per la scuola e l'ufficio, prodotti promozionali da regalo e per il tempo libero.

In data 14.03.2023 GUT Distribution ha stipulato un contratto estimatorio con C'Art Group al fine di agevolare la vendita del magazzino di GUT Distribution.

Nella stessa data GUT Distribution ha stipulato un contratto di acquisto ordini con Giochi Preziosi Italia Srl avente ad oggetto la cessione degli ordini provenienti dai clienti di GUT Distribution a favore di Giochi Preziosi Italia Srl.

In data 22.03.2023 è stata pubblicata la sentenza n. 182/2023 emessa dal Tribunale di Milano in cui è stata dichiarata l'apertura della liquidazione giudiziale unitaria ex art. 287 del Codice della Crisi d'Impresa per GUT Distribution.

GUT Distribution è titolare del marchio "Kaos".

In via preliminare, occorre segnalare che in data 22.07.2021 GUT Distribution è stata oggetto di una scissione parziale proporzionale mediante la quale il business legato al marchio "Smemoranda" è stato assegnato alla beneficiaria Smemo 1979: i conti economici 2021 – 2022 non sono, quindi, direttamente comparabili con quelli 2019 – 2020.

La tabella che segue dà evidenza dei risultati economici realizzati da GUT Distribution nel periodo 2019-2022:

TAB. VIII.1 - *Conti economici riclassificati GUT Distribution 2019-2022 (euro)*

	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	31.12.2022	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	17.600.343	100,0%	15.765.295	100,0%	14.233.727	100,0%	11.606.286	100,0%
Altri ricavi e proventi	483.531	2,7%	405.408	2,6%	282.128	2,0%	844.530	7,3%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0	0,0%	269.025	1,7%	0	0,0%	0	0,0%
Acquisti	(9.564.647)	-54,3%	(8.038.504)	-51,0%	(8.665.970)	-60,9%	(6.873.272)	-59,2%
Costo per servizi	(6.021.748)	-34,2%	(6.821.844)	-43,3%	(5.496.250)	-38,6%	(4.111.098)	-35,4%
Costo per godimento beni di terzi	(1.681.246)	-9,6%	(849.090)	-5,4%	(1.716.625)	-12,1%	(2.230.905)	-19,2%
Costo per personale	(1.789.508)	-10,2%	(1.227.794)	-7,8%	(1.612.540)	-11,3%	(993.410)	-8,6%
Oneri diversi di gestione	(300.969)	-1,7%	(128.409)	-0,8%	(1.365.046)	-9,6%	(427.468)	-3,7%
Margine operativo lordo	(1.274.244)	-7,2%	(625.913)	-4,0%	(4.340.576)	-30,5%	(2.185.337)	-18,8%
Ammortamenti immateriali	(1.245.833)	-7,1%	0	0,0%	0	0,0%	(15.302)	-0,1%
Ammortamenti materiali	(1.122)	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Accantonamenti	(67.000)	-0,4%	(458.409)	-2,9%	(8.576.225)	-60,3%	(3.070.041)	-26,5%
Svalutazioni	(500.000)	-2,8%	(200.000)	-1,3%	(9.663.251)	-67,9%	(3.361.304)	-29,0%
Risultato operativo	(3.088.199)	-17,5%	(1.284.322)	-8,1%	(22.580.052)	-158,6%	(8.631.984)	-74,4%
Altri proventi finanziari	345	0,0%	6.713	0,0%	5.423	0,0%	325	0,0%
Interessi e altri oneri finanziari	(931.306)	-5,3%	(647.756)	-4,1%	(812.723)	-5,7%	(748.432)	-6,4%
Totale proventi e oneri finanziari	(930.961)	-5,3%	(641.043)	-4,1%	(807.300)	-5,7%	(748.107)	-6,4%
Rivalutazioni / Svalutazioni	0	0,0%	(69.257)	-0,4%	(123.581)	-0,9%	0	0,0%
Risultato ante imposte	(4.019.160)	-22,8%	(1.994.622)	-12,7%	(23.510.933)	-165,2%	(9.380.091)	-80,8%

Imposte sul reddito dell'esercizio	1.137.869	6,5%	430.928	2,7%	(2.394.087)	-16,8%	179.195	1,5%
Utile (perdita)	(2.881.291)	-16,4%	(1.563.694)	-9,9%	(25.905.020)	-182,0%	(9.200.896)	-79,3%

I ricavi di GUT Distribution nel periodo 2019 – 2022 si sono progressivamente contratti passando da 17,6 euro/mln. nel 2019 a 11,6 euro/mln. nel 2022, anche per effetto della scissione del business legato al marchio Smemoranda. Le principali voci di costo sono rappresentate dal costo per acquisti e dal costo per servizi. L'EBITDA (Margine operativo lordo) nel periodo 2019 – 2022 è sempre risultato negativo: al 31.12.2021 lo stesso ammonta a -4,3 euro/mln.

Negli anni 2020 e 2021 GUT Distribution si è avvalsa della facoltà, prevista dalla normativa Covid – 19, di non effettuare ammortamenti. Le svalutazioni sono state pari a 9,7 nel 2021 (di cui 7,4 euro/mln. relative a crediti e attivo circolante) e pari a 3,4 euro/mln. nel 2022 (di cui 3,3 euro/mln. relativi a crediti e attivo circolante). Gli accantonamenti relativi all'anno 2021 fanno principalmente riferimento al debito IVA, sanzioni e interessi, derivante dalla coobbligazione della procedura di gruppo IVA iniziata al 1.01.2019.

Gli stati patrimoniali riclassificati, con evidenza della posizione finanziaria netta di GUT Distribution, relativi al periodo 2019-2022 sono riportati nella tabella seguente:

TAB. VIII.2 - *Stati patrimoniali riclassificati GUT Distribution 2019 – 2022 (euro)*

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Crediti verso clienti	6.563.122	8.984.419	3.736.243	2.648.328
Altri crediti	2.971.694	3.765.938	756.209	468.629
Rimanenze	2.422.402	2.327.019	2.090.099	465.728
CAP. CIRCOLANTE LORDO	11.957.218	15.077.376	6.582.551	3.582.685
Debiti verso fornitori	10.096.352	8.874.333	8.229.368	13.323.237
Debiti previdenziali, tributari e altri debiti	1.261.100	2.202.103	3.403.290	4.281.086
CAP. CIRCOLANTE NETTO	599.766	4.000.940	(5.050.107)	(14.021.638)
Immobilizzazioni immateriali	2.880.005	8.617.941	50.000	50.000
Immobilizzazioni materiali	15.811	15.811	15.811	0
Partecipazioni	190.556	121.299	0	0
Crediti e altri titoli	4.169.551	2.312.611	100.000	3.776
CAPITALE INVESTITO LORDO	7.855.689	15.068.602	(4.884.296)	(13.967.862)
TFR	(142.931)	(126.255)	(79.760)	(49.876)

Altri fondi	(620.234)	(865.425)	(9.646.551)	(11.585.570)
CAPITALE INVESTITO NETTO	7.092.524	14.076.922	(14.610.607)	(25.603.308)
PATRIMONIO NETTO	1.062.665	4.322.781	(23.921.047)	(33.121.942)
Debiti vs. banche	6.167.962	9.957.413	9.669.833	7.912.131
Debiti vs. altri finanziatori	68.709	225.545	140.473	140.163
Disponibilità liquide	(206.812)	(428.818)	(499.867)	(533.663)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	6.029.859	9.754.140	9.310.439	7.518.631
TOTALE FONTI	7.092.524	14.076.921	(14.610.608)	(25.603.311)

Al 31.12.2022 le immobilizzazioni immateriali sono pari a 50 euro/mgl. e si compongono dal marchio “Kaos”. Alla stessa data le immobilizzazioni materiali risultano completamente svalutate. Il capitale circolante netto è negativo e pari a -14,0 euro/mln. mentre i fondi assommano a 11,6 euro/mln. Al 31.12.2022 il patrimonio netto di GUT Distribution risulta negativo e pari a -33,1 euro/mln. mentre la posizione finanziaria netta risulta positiva (debito) e pari a 7,5 euro/mln.

8.3. Le caratteristiche del marchio Kaos

Il marchio “Kaos” è un marchio che contraddistingue prodotti di cartoleria dal forte apporto estetico. Il marchio, nato nel 1955, ha ampliato la propria gamma di prodotti offrendo sul mercato *shopping bag* e borsellini.

1) La tutela legale

Il marchio “Kaos” è stato registrato a livello europeo. In allegato alla presente Relazione (All. 5) è riportato il dettaglio delle registrazioni del marchio “Kaos” e le relative classi merceologiche per le quali è stata effettuata la registrazione (le informazioni relative alla titolarità e alla registrazione dei marchi sono state tratte dal parere valutativo Granata).

2) La rappresentazione grafica del marchio

Il marchio “Kaos[®]” (figurativo a colori) è di seguito illustrato:

TAB. VIII.3 – Marchio Kaos

KAOS

3) Il posizionamento sul mercato italiano del marchio “Kaos”

Kaos è un marchio presente nel mercato italiano e contraddistingue principalmente prodotti di cartoleria per l’archiviazione e agende.

4) Il valore di iscrizione nel bilancio di esercizio di GUT Distribution del marchio “Kaos”

Il marchio “Kaos” risulta iscritto nell’attivo dello stato patrimoniale di GUT Distribution al 31.12.2022 per un valore netto contabile è pari a euro 50.000.

5) Le recenti valutazioni del marchio Kaos

a) Parere valutativo Barzanò&Zanardo

Nel parere redatto da Barzanò&Zanardo del giugno 2021 il marchio Kaos è stato valorizzato pari a 0,5 euro/mln³⁸.

b) Parere valutativo Granata

³⁸ Il valore del marchio Kaos è stato determinato sviluppando il “relief from royalty method” sulla base dei seguenti parametri: a) ricavi di vendita: ricavi Business Plan 2021 – 2023 marchio Kaos del 15.12.2020; b) vita utile marchio: 15 anni; c) tasso di royalty: 4,27%; d) tasso di sconto: 10,35%.

Nel parere valutativo Granata il 7.03.2023 al marchio Kaos è stato assegnato un valore compreso tra 45 euro/mgl. – 55 euro/mgl. (cfr. § 3.4.)

6) L'offerta ricevuta per il marchio Kaos

In data 21.03.2023 il sig. ██████████ ha presentato un'offerta per l'acquisto del marchio Kaos per un corrispettivo pari a euro 10.000.

8.4. La stima del valore di mercato del marchio Kaos

Il valore di mercato del marchio Kaos è stato stimato sviluppando il seguente algoritmo applicativo:

$$\text{Valore del marchio} = \sum_{t=1,n} \frac{\text{Ricavi} \cdot \text{RR} \cdot (1 - \text{tax rate})}{(1 + k_e)^t} + \text{TAB}$$

dove

Ricavi = ricavi generati dal bene immateriale;

RR = *royalty rate*;

tax rate = aliquota fiscale;

t = vita economica;

k_e = costo del capitale azionario;

TAB = *tax amortisation benefit*.

L'applicazione della formula di calcolo impone la stima dei flussi di royalty netti di imposta, del costo del capitale azionario, della durata della vita economica e del TAB. I criteri di calcolo dei parametri richiamati sono illustrati di seguito.

1) Il flusso di royalty netto di imposta

Il flusso di royalty netto di imposta risulta dall'applicazione della seguente formula di calcolo:

$$\text{Flussi di royalty netti di imposta} = \text{Fatturato} * \text{RR} * (1 - \text{tax rate})$$

2) Il fatturato

Il fatturato storico relativo alla commercializzazione da parte di GUT Distribution di prodotti a marchio Kaos nel periodo 2019 – 2022 è di seguito riportato:

TAB VIII.4. – Fatturato marchio Kaos 2019 – 2022 (euro/mgl.)

	2019	2020	2021	2022
Ricavi marchio Kaos	700	880	800	400

Avuto riguardo all'andamento dei ricavi storici 2019 – 2022 relativi alla commercializzazione di prodotti a marchio Kaos, i ricavi prospettici sono stati individuati lungo il periodo di vita economica muovendo dai ricavi registrati nel 2021³⁹ e ipotizzando una crescita prospettica nella misura del 2,0% pari al tasso di inflazione atteso a medio termine sulla base delle indicazioni della BCE.

3) Il tasso di royalty (“RR”)

In via preliminare al percorso di stima del tasso di royalty, si osserva che il marchio Kaos:

- a) è impiegato, come osservato nel § 8.3., da GUT Distribution per la commercializzazione di prodotti di cancelleria e agende nel mercato italiano;
- b) non è concesso in licenza da GUT Distribution a terzi;

³⁹ Cfr. nota 26.

- c) è stato valutato nella Perizia Barzanò&Zanardo sulla base di un tasso di royalty pari al 4,27%;
- d) ha registrato una marginalità operativa, ante riaddebito costi *intercompany*, pari al 10,5% del fatturato nel 2020, come risulta dal piano economico 2021 - 2023 del marchio Kaos.

Il tasso di royalty è stato stimato sviluppando la formula di Goldscheider (o altrimenti nota come “regola del pollice”)⁴⁰ secondo la quale il tasso di royalty riferibile al bene immateriale può essere ragionevolmente quantificato in un intorno del 25% dell’Ebit margin relativo al fatturato derivante dalla vendita di prodotti. Applicando tale parametro alla marginalità operativa 2020 (al lordo del riaddebito dei servizi *intercompany*) risultante dal piano economico 2021 – 2023 del marchio Kaos, si è ottenuto un tasso di royalty in un intorno del **2,63%**.

4) Il *tax rate*

Il *tax rate* è stato assunto pari al 27,9%, aliquota in vigore in Italia.

I flussi di royalty netti d’imposta sono di seguito riportati

TAB VIII.5. – Flussi di royalty netti d’imposta (euro/mgl.)

Anno	Ricavi	Flusso di Royalty	Imposte	Flusso di Royalty netto
1	800	21	(6)	15
2	816	21	(6)	15
3	832	22	(6)	16
4	849	22	(6)	16
5	866	23	(6)	16
6	883	23	(6)	17
7	901	24	(7)	17
8	919	24	(7)	17
9	937	25	(7)	18
10	956	25	(7)	18

⁴⁰ Intellectual Property, Valuation, Exploitation and Infringement damages, Smith G.V., Parr R., chapter 22, pag. 411

5) Il costo del capitale azionario

Il costo del capitale azionario è risultato pari al **12,14%**, come dettagliato nell'All.6.

6) La durata della vita economica

La durata della vita economica relativamente al marchio Kaos è stata assunta nell'intervallo di 5 anni – 10 anni.

7) Il calcolo del TAB

I parametri impiegati nel calcolo del TAB *factor* sono stati: a) *tax rate* = 27,90%, b) periodo di ammortamento fiscale del marchio Kaos = 18 anni (di conseguenza il beneficio fiscale dell'ammortamento è stato calcolato dividendo 100 per 18 anni e moltiplicando il valore ottenuto per 27,90%); c) costo del capitale azionario = 12,14%. Il TAB *factor* è risultato pari al 12,5%.

8) I risultati della stima

Sul fondamento di quanto esposto, il valore del marchio Kaos è risultato compreso nell'intervallo **67 euro/mgl. - 109 euro/mgl.**, come risulta dalla tabella che segue.

TAB. VIII.6 – Valore di mercato del marchio Kaos (euro/mgl)

<i>Tasso di attualizzazione</i>	12,14%	12,14%
<i>Vita utile economica</i>	5	10
Valori attuali cumulati dei flussi di royalties attesi (a)	60	97
<i>Tax amortisation benefit</i> (b)	7	12
Valore di mercato marchio Kaos (c= a + b)	67	109

Ad esito del percorso valutativo è stata sviluppata un'analisi di sensitività al variare del tasso di royalty impiegato (+/- 0,25%). I risultati ottenuti sono indicati nelle tabelle che seguono:

TAB. VIII.7 – Analisi di sensitività 5 anni (euro/mgl)

Tasso di royalty	Valore marchio Kaos
2,38%	61
2,63%	65
2,88%	74

TAB. VIII.8 – Analisi di sensitività 10 anni (euro/mgl)

Tasso di royalty	Valore marchio Kaos
2,38%	99
2,63%	109
2,88%	120