

RELAZIONE DI STIMA DEL
VALORE DI MERCATO DEI MARCHI
DETENUTI DA KI GROUP SRL

INDICE

1. I PROFILI GENERALI.....	3
1.1. L'incarico	3
1.2. La finalità della Relazione	3
1.3. L'oggetto della Relazione e la configurazione di valore ricercata	5
1.4. La documentazione esaminata e la data di riferimento	5
2. LE GRANDEZZE ECONOMICHE E PATRIMONIALI	
DI KI GROUP 2019-2023	8
2.1. Le premesse.....	8
2.2. Il business model di Ki Group	8
2.3. Le grandezze economiche e patrimoniali di Ki Group 2019-2023	9
3. LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEI MARCHI DETENUTI DA KI GROUP: I PROFILI TEORICI.....	12
3.1. Le premesse.....	12
3.2. I metodi di valutazione per la stima del valore di mercato dei marchi	12
3.3. Le circostanze che incidono sulla selezione del metodo di stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group	16
4. LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEI MARCHI DETENUTI DA KI GROUP: I PROFILI METODOLOGICI.....	18
4.1. Le premesse.....	18
4.2. Le caratteristiche del marchio Ki	18
4.3. La stima del valore di mercato del portafoglio marchi Ki.....	20
5. LE CONCLUSIONI.....	27

1. I profili generali

1.1. L'incarico

Ki Group Srl (di seguito “**Ki Group** o la “**Società**”) con sede legale in Milano, [REDACTED] era una società attiva nella commercializzazione all'ingrosso e nella distribuzione di prodotti comunemente denominati “bio” (prodotti alimenti biologici e biodinamici, sia “freschi” che “secchi”, integratori alimentari naturali, cosmetici biologici o naturali e oggettistica).

In data 09.01.2024 è stata pubblicata la sentenza n. 23/2024 emessa dal Tribunale di Milano – Sezione Seconda Civile con cui è stata dichiarata l'apertura della liquidazione giudiziale unitaria ex art. 287 del nuovo Codice della Crisi d'Impresa per Ki Group.

Nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale di Ki Group il curatore dott. avv. Carlo Pagliughi ha incaricato lo scrivente dott. [REDACTED], dottore commercialista e revisore legale iscritto all'apposito Registro tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al numero [REDACTED], con studio in Milano di predisporre una relazione avente per oggetto la stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group.

1.2. La finalità della Relazione

La presente relazione (di seguito “**la Relazione**”) ha la finalità di stimare il valore dei marchi detenuti da Ki Group di seguito distinti per nazione nella quale è stata effettuata la registrazione¹:

¹ Fonte: elenco marchi detenuti da Ki Group Srl comunicato da Jacobacci & Partners in data 13.03.2024.

Unione Europea

- a) Ki;

Italia

- a) Bottega & Natura;
- b) Grandi Marche Bio;
- c) Katangian;
- d) Ki Fresco&Bio;
- e) La Forneria Biologica;
- f) Spighe & Spighe;
- g) Spighe & Spighe Margheritine;

Italia, Regno Unito e Unione Europea

- a) Soyalab².

La finalità della Relazione conduce a definirne i limiti. La Relazione è stata redatta esclusivamente con le finalità sopra illustrata. Il risultato del processo valutativo deriva da scelte di ordine metodologico e da modalità tecnico-applicative di stima dei parametri di riferimento coerenti solo con l'obiettivo di determinare il valore dei marchi. Il risultato della Relazione non può - né potrà - essere utilizzato per finalità diverse rispetto a quella dichiarata. Al contempo, tenuto conto che il processo valutativo ha carattere unitario, non potrà essere effettuato alcun utilizzo parziale della presente Relazione. Le grandezze, i parametri e il risultato valutativo esposti nella Relazione scaturiscono da un

²



unitario processo di stima, sì che essi hanno significato aziendale unicamente nel contesto valutativo in cui si collocano.

1.3. L'oggetto della Relazione e la configurazione di valore ricercata

L'oggetto della Relazione è costituito dal valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group.

La “configurazione di valore” assunta per la stima dei marchi di Ki Group è quella del valore di mercato, definito come il “prezzo al quale verosimilmente [l'attività reale o finanziaria] potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”³.

1.4. La documentazione esaminata e la data di riferimento

I documenti utilizzati ai fini della stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group sono:

- 1) i bilanci di esercizio di Ki Group al 31.12.2019, al 31.12.2020 e al 31.12.2021;
- 2) i bilanci di verifica provvisori di Ki Group al 31.12.2022 e al 31.12.2023;
- 3) la relazione di stima relativa al conferimento del “ramo azienda distribuzione” di origine Ki Group Spa ai sensi dell'art. 2465 cc predisposta dal [REDACTED];
- 4) la relazione di stima del valore economico attribuibile ai marchi di cui è titolare la Società al 31.12.2020 predisposta dal [REDACTED] in data 27.04.2021 (e la comunicazione inviata via email in data 22.04.2024)

³ OIV, Principi Italiani di Valutazione - PIV, Egea, 2015, pag. 27.

- 5) il verbale della riunione del CdA di Ki Group del 4.09.2020 con allegato il piano strategico e finanziario 2020-2023 e l' [REDACTED]
- 6) il verbale della riunione del CdA di Ki Group del 30.09.2021 con allegato il piano industriale 2021-2024;
- 7) il piano di risanamento 2022-2026 di Ki Group predisposto ai sensi dell'art 17 co. 3 CCII;
- 8) la relazione finale dell'esperto nella procedura di composizione negoziata della società Ki Group Srl in data 13.03.2023;
- 9) la proposta irrevocabile di acquisto di alcuni beni di Ki Group Srl presentata da [REDACTED] in data 11.05.2023;
- 10) il ricorso per l'omologazione della proposta di concordato semplificato ex art. 25 CCII predisposto in data 12.05.2023;
- 11) l'elenco dei marchi di Ki Group comunicato da Jacobacci & Partners in data 13.03.2024.

Nello svolgimento dell'attività, le informazioni e i documenti aziendali sono state utilizzate, secondo quanto espressamente previsto nell'incarico affidato, facendo affidamento sulla loro veridicità e sulla loro correttezza. Nessuna verifica indipendente è stata effettuata sui documenti e sulle informazioni ricevute nei diversi aspetti sopra rappresentati. In particolare, la titolarità dei marchi da parte di Ki Group e le informazioni relative alle loro registrazioni presso l'UIBM sono state tratte dall'elenco marchi comunicato da studio [REDACTED]; nessuna verifica indipendente è stata effettuata su tali aspetti.

Allo scrivente non sono stati consegnati i seguenti documenti: a) composizione dei ricavi di Ki Group per gli anni 2020-2022 con evidenza dei ricavi generati tramite marchi di terzi e ricavi generati con marchi propri; b) conti economici

sezionali di Ki Group relativi alla distribuzione di prodotti biologici con marchi propri per gli anni 2020-2022.

La data di riferimento è il 31.03.2024. I risultati dell'attività svolta sono basati sulle informazioni acquisite alla data di riferimento della stima. Da ultimo, non sono stati portati a conoscenza elementi informativi successivi alla data di riferimento, e precedenti a quella di rilascio della Relazione, tali da incidere in modo significativo sull'attività svolta.

2. Le grandezze economiche e patrimoniali di Ki Group 2019-2023

2.1. Le premesse

La descrizione della società Ki Group è rappresentata nella presente Relazione fornendo informazioni di natura descrittiva sul *business model* e illustrando l'assetto economico – patrimoniale per il periodo 2019-2023.

2.2. Il business model di Ki Group

Ki Group è stata costituita in data 21.01.2019. In data 11.02.2019 Ki Group ha deliberato un aumento di capitale sottoscritto da parte della società controllante [REDACTED] mediante conferimento del “ramo di azienda distribuzione”.

Ki Group era attiva nella commercializzazione all'ingrosso e distribuzione di prodotti comunemente denominati “bio” (prodotti alimentari biologici e biodinamici; integratori alimentari naturali; cosmetici biologici e naturali).

Il modello di business di Ki Group prevedeva, in via principale, la distribuzione di prodotti biologici con marchi terzi e, in via residuale, la distribuzione di prodotti biologici con marchi propri.

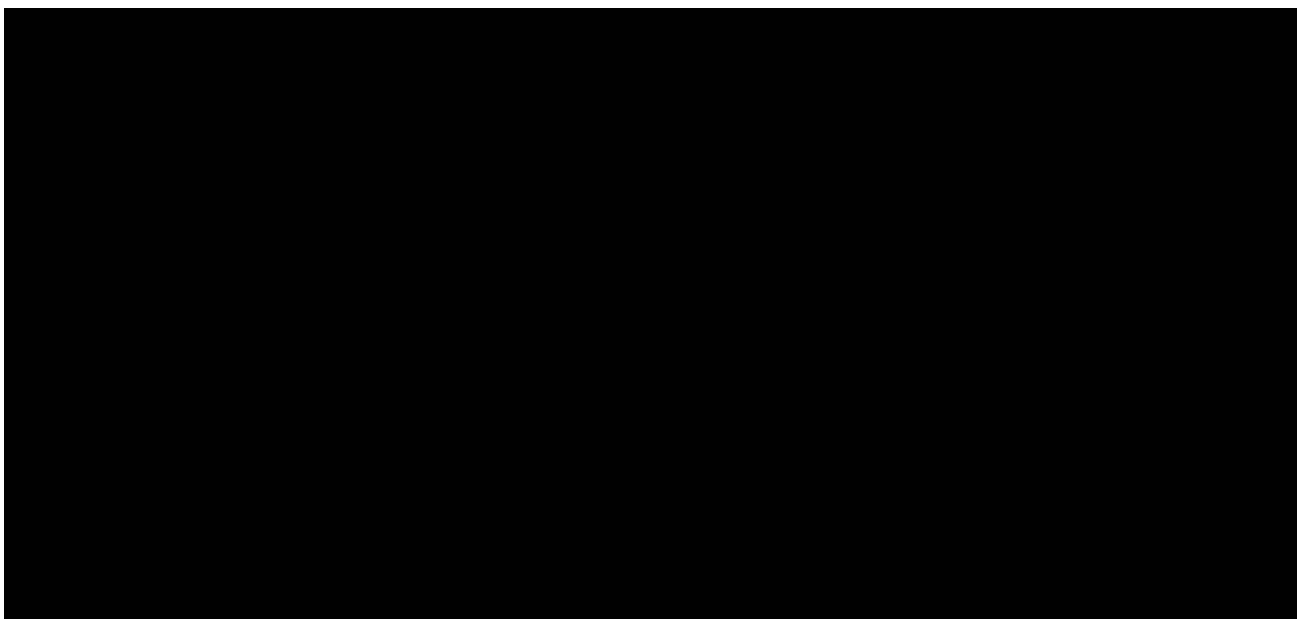
In data 21.07.2022 Ki Group ha depositato l'istanza per la composizione negoziata della crisi. Tale procedura si è conclusa negativamente in data 13.03.2023 con il parere del [REDACTED] senza individuare una delle soluzioni previste dall'art. 23 co. 1 CCII che fosse idonea al superamento della situazione di squilibrio patrimoniale o economico finanziario di cui all'art. 12 co. 1 CCII.

A seguire in data 12.05.2023 Ki Group ha presentato ricorso per l'omologazione del concordato semplificato ex art. 25 sexies CCII.

In data 09.01.2024 con sentenza n. 23/2024 il Tribunale di Milano – Sezione Seconda Civile ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale ex art. 287 CCII per Ki Group.

2.3. Le grandezze economiche e patrimoniali di Ki Group 2019-2023

La tabella che segue dà evidenza delle grandezze economiche di Ki Group relative al periodo 2019-2023:



Nel periodo 2019 – 2021 (antecedente alla presentazione dell'istanza di composizione della crisi) i ricavi di Ki Group si sono contratti da [REDACTED] a [REDACTED]. Le principali voci di costo sono rappresentate da quelle per acquisti prodotti, per servizi e per il personale. Il margine operativo lordo è sempre stato negativo nel periodo considerato. L'incidenza del margine operativo lordo rispetto al fatturato si è contratto da [REDACTED]

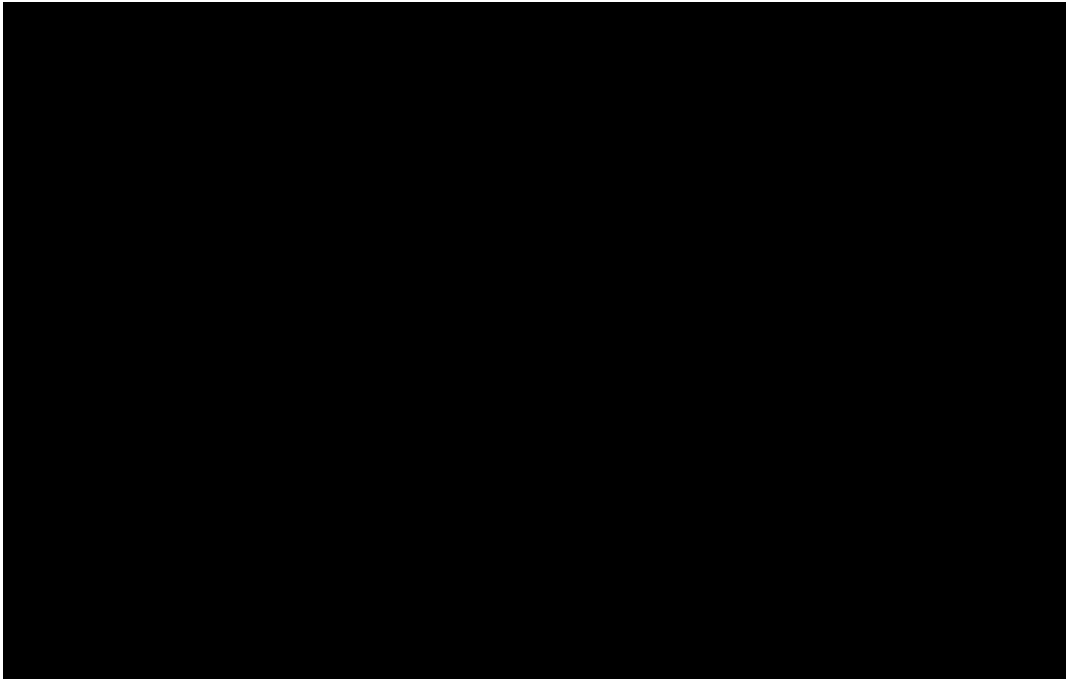
nel 2021. Le svalutazioni iscritte nel conto economico nel 2021, pari a circa [REDACTED] si riferiscono all'avviamento relativo all'attività di distribuzione per conto terzi⁴. Per effetto del calo dei ricavi e della contrazione dei margini operativi lordi, da un lato, e degli ammortamenti e della svalutazione dell'avviamento rilevati negli anni 2019 – 2021, dall'altro lato, Ki Group ha registrato importanti perdite operative.

Nel 2022 (anno nel quale è stata presentata l'istanza di composizione della crisi) i ricavi di Ki Group, come conseguenza della marginalizzazione dell'attività distributiva e della maggior focalizzazione sull'attività produttiva, si sono collocati a [REDACTED] mentre il margine operativo lordo è stato negativo e pari a [REDACTED]. [REDACTED]

Nel 2023 Ki Group non è stata operativa: i ricavi non sono stati, di conseguenza, significativi.

Gli stati patrimoniali riclassificati, con evidenza della posizione finanziaria netta di Ki Group, relativi al periodo 2019-2023 sono riportati nella tabella seguente:

⁴ [REDACTED]



3. La stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group: i profili teorici

3.1. Le premesse

L'ordine della trattazione del presente paragrafo è il seguente:

- a) in primo luogo, si descrivono i metodi di valutazione comunemente utilizzati nella prassi professionale per stimare il valore di mercato dei marchi (cfr. § 3.2.);
- b) in secondo luogo, si illustrano le scelte metodologiche e l'approccio seguito per la stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group (cfr. § 3.3.).

3.2. I metodi di valutazione per la stima del valore di mercato dei marchi

Per la stima dei marchi detenuti da Ki Group si è fatto riferimento ai principi di valutazione internazionali *IVS* (*International valuation standards*) e ai Principi Italiani di Valutazione Italiani *PIV* emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Secondo l'IVS 210⁵, la stima del valore di un bene immateriale può essere effettuata seguendo tre differenti approcci: i) *income approach*; ii) *market approach*; iii) *cost approach*.

a) *The income approach*

Secondo l'approccio reddituale (*the income approach*), il valore di un bene immateriale è correlato ai benefici economici attesi che esso sarà ragionevolmente in grado di generare lungo la vita utile⁶. Tra i metodi quello più

⁵ IVS 210 – *Intangible assets*, pag. 68.

⁶ IVS 210.60.

comunemente impiegato nell'ambito dell'approccio reddituale è il “*relief from royalty method*”⁷.

Secondo il *relief-from-royalty method*, il valore di un bene immateriale può essere stimato in funzione delle *royalties* che “astrattamente” possono essere percepite in forza della proprietà del bene, tenendo conto di analoghe transazioni avvenute tra terze parti indipendenti. Concettualmente, il *relief-from-royalty method* può essere “visto” come un metodo DCF applicato ai flussi di cassa che il proprietario del bene immateriale può ricevere concedendo in licenza d’uso il bene immateriale a terze parti.

La formula di calcolo del valore del bene immateriale è la seguente:

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

dove:

Ricavi = ricavi generati dal bene immateriale;

RR = *royalty rate*;

tax rate = aliquota fiscale;

t = vita utile economica;

k_e = costo del capitale azionario;

TAB = *tax amortisation benefit*.

L'applicazione del *relief-from-royalty method* è articolata in più fasi.

In primo luogo, occorre individuare i ricavi derivanti dall'utilizzo del bene immateriale oggetto di valutazione. E' fatto riferimento a questa “metrica” dal momento che le *royalties* sono calcolate sulla base di una percentuale dei ricavi. La proiezione dei ricavi deve tenere conto della vita utile del bene immateriale.

⁷ IVS 210.60.18, pag. 75.

In secondo luogo, occorre determinare il *royalty rate*. Nel caso in cui il bene immateriale fosse dato in licenza a terzi, il *royalty rate* potrebbe essere dedotto dal contratto di licenza a terzi. In caso contrario, è possibile sviluppare il criterio denominato “*market royalty rates*”. Detto metodo è basato sui “*market royalty rates*” riferibili a transazioni similari (o a qualche titolo comparabili). L’applicazione di questo criterio presuppone l’esistenza di *intangible assets* comparabili che siano oggetto di un contratto di licenza e per i quali siano disponibili i *royalty rates*. L’aspetto più delicato consiste nell’individuare *assets* comparabili dal momento che una *intellectual property* è tutelata proprio per garantire la sua unicità. La comparazione deve, dunque, essere effettuata nella prospettiva di identificare beni immateriali che presentino una funzionalità analoga e che siano utilizzati nello stesso ambito.

In terzo luogo, occorre applicare il tasso di *royalty* ai ricavi, derivanti dallo sfruttamento del bene immateriale, al netto degli eventuali costi “di mantenimento” che contrattualmente potrebbero essere imputati al proprietario e al netto delle imposte.

Infine, occorre attualizzare i flussi di *royalty* netti di imposte attesi sulla base del costo del capitale azionario. Tale tasso (k_e) riflette la remunerazione normale del capitale investito attesa per impieghi aventi livello di rischio assimilabile a quello del bene immateriale considerato. Lo stesso è, di norma, determinato in base al metodo denominato *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*) applicando la seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + rs$$

dove r_f esprime il rendimento di investimenti privi di rischio (cd. “*risk free rate*”); β è il coefficiente che misura il “rischio sistematico” del bene oggetto di stima;

$(r_m - r_f)$ esprime il premio per il rischio tipico di investimenti azionari (cd. “*equity risk premium*”) e r_s rappresenta il rischio specifico dell’asset.

b) *The market approach*

L’approccio di mercato⁸ (*the market approach*) fornisce un’indicazione di valore comparando il bene immateriale oggetto di stima con i beni che presentano caratteristiche simili e per i quali sono disponibili informazioni sul prezzo registrato in transazioni precedenti. La stima del valore del bene immateriale può essere effettuata secondo l’approccio di mercato se entrambe le seguenti condizioni sono soddisfatte:

- (a) sono disponibili informazioni per recenti transazioni relative a beni immateriali comparabili;
- (b) sono disponibili informazioni per correggere eventuali differenze esistenti tra il bene immateriale oggetto di stima e quelli che sono stati interessati dalle recenti transazioni.

Le transazioni che hanno ad oggetto beni immateriali spesso includono altri beni a questi fortemente collegati. A tal riguardo, l’IVS 210 osserva che: “*the heterogeneous nature of intangible assets and the fact that intangible assets seldom transact separately from other assets means that it is rarely possible to find market evidence of transactions involving identical assets. If there is market evidence at all, it is usually in respect of assets that are similar, but not identical*”⁹.

Ne consegue che la costante esigenza di dover apportare ai prezzi di vendita del bene immateriale (o ai multipli impliciti) dei correttivi volti a rendere confrontabili i prezzi dei beni immateriali dedotti dal mercato con quelli del bene immateriale oggetto di stima circoscrive l’applicabilità dell’approccio di mercato a specifiche circostanze.

⁸ IVS 210.50.

⁹ IVS 210.50.4, pag. 71.

c) *The cost approach*

Secondo l'approccio del costo (*“the cost approach”*), il valore di un bene immateriale deve essere determinato sulla base del costo di riproduzione di un bene immateriale simile (o che fornisce un servizio comparabile)¹⁰. Tale approccio può essere utilizzato soltanto nelle situazioni in cui il costo di riproduzione del bene immateriale (o il costo di rimpiazzo del bene) può essere stimato con adeguata approssimazione. Ne consegue che questo approccio è difficilmente utilizzabile per la stima dei beni immateriali in quanto il valore di questi ultimi è raramente correlato ai costi sostenuti per la loro realizzazione, sempre ammesso che siano identificabili. L'approccio del costo non è, pertanto, utilizzabile quando il bene immateriale è unico nel suo genere oppure la sua “creazione” è oramai datata nel tempo.

3.3. Le circostanze che incidono sulla selezione del metodo di stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group

Nel § 1.3 della Relazione si è rappresentato che la “configurazione di valore” da usare nel processo di stima del valore dei marchi detenuti da Ki Group è il Valore di Mercato.

Nella scelta del metodo valutativo per stimare il valore dei marchi si è tenuto conto che: a) Ki Group è in liquidazione giudiziale; b) i marchi detenuti da Ki Group erano impiegati per la commercializzazione di prodotti biologici, attività quest'ultima residuale rispetto a quella principale consistente nella commercializzazione di prodotti biologici di terzi; c) Ki Group non ha messo a disposizione dello scrivente né la composizione dei ricavi per gli anni 2020-2022 con evidenza dei ricavi generati tramite marchi di terzi e ricavi generati con

¹⁰ IVS 210.70.1, pag. 79.

marchi propri, né i conti economici sezionali per gli anni 2020-2022 relativi alla distribuzioni di prodotti biologici con marchi propri.

Il Valore di Mercato, come definito nel § 1.3., è il prezzo al quale un'attività potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, dopo un appropriato periodo di commercializzazione. Il Valore di Mercato dovrebbe, dunque, essere determinato sviluppando il metodo di mercato.

Nel caso in esame, l'unicità dei marchi detenuti da Ki Group, da un lato, e l'impossibilità di individuare prezzi relativi a transazioni di mercato aventi per oggetto beni comparabili, dall'altro lato, non hanno permesso di fare ricorso all'approccio di mercato.

In un tal contesto, si è, dunque, ritenuto ragionevole stimare il valore dei marchi detenuti da Ki Group seguendo l'approccio reddituale tenuto conto che neanche il metodo del costo può essere attendibilmente applicato al caso di specie.

In definitiva, lo scrivente ha determinato il valore dei marchi detenuti da Ki Group sviluppando, nell'ambito dell'approccio reddituale, il *relief-from-royalty method*. Tale metodologia è stata sviluppata secondo le logiche e sulle base delle grandezze economiche illustrate nel § 4.


4. LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEI MARCHI DETENUTI DA KI GROUP: I PROFILI METODOLOGICI

4.1. Le premesse

Nel presente paragrafo si illustrano:

- a) le principali caratteristiche dei marchi detenuti da Ki Group (§ 4.2);
- b) il processo di stima del valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group (§ 4.3) secondo le logiche richiamate nel § 3.

4.2. Le caratteristiche del marchio Ki

Il marchio principale detenuto da Ki Group è “Ki”, marchio storico che contraddistingue prodotti biologici e naturali. Ki Group è, inoltre, titolare del marchio “”

Ki Group è titolare anche dei seguenti marchi secondari: 1) Bottega & Natura; 2) Grandi Marchi Bio; 3) Kantagian; 4) La Forneria Biologica); 5) Spighe & Spighe; 6) Soyalab. Si tratta di marchi secondari usati da Ki Group per la vendita di prodotti biologi e naturali tramite canali di vendita alternativi. Gli elementi caratteristici di questi marchi sono illustrati nell'**all. 1**.

Il portafoglio marchi di Ki Group è composto, dunque, dal marchio principale Ki e da altri marchi secondari (di seguito “**portafoglio marchi Ki**” o **marchio “Ki”**).

Di seguito si riportano le caratteristiche del marchio principale “Ki”:

- 1) La tutela legale

Il marchio “Ki” è stato registrato a livello comunitario in data 14.01.2004 e rinnovato in data 1.12.2020 per le seguenti classi merceologiche: 5; 29; 30; 31; 32 e 33 con scadenza il 15.01.2031.

2) La rappresentazione grafica del marchio

Il marchio “Ki” è, di seguito, illustrato:

TAB. IV.1 – Marchio Ki



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

Il marchio “Ki” è riconosciuto a livello nazionale nel mercato dei prodotti biologici e naturali.

4) Il valore di iscrizione del marchio “Ki” nel bilancio di Ki Group

Ki Group ha provveduto con la rivalutazione dei marchi [REDACTED], “Ki”, “[REDACTED]”, “[REDACTED]”, “[REDACTED]”, “Spighe&Spighe” nel bilancio di esercizio al 31.12.2020 per un importo complessivo pari a euro [REDACTED]. A seguito di tale rivalutazione Ki Group ha iscritto un maggior valore di marchi per il suddetto importo e, come contropartita, ha iscritto una riserva di patrimonio netto.

Al 31.12.2023 il marchio “Ki” non risulta iscritto nell’attivo dello stato patrimoniale: il suo valore contabile è stato interamente svalutato nel bilancio al 31.12.2022.

5) Le recenti valutazioni del marchio “Ki”

In data 27.04.2021 è stata predisposta dal [REDACTED] la “Relazione di stima del valore economico attribuibile ai marchi di cui è titolare la Società al 31.12.2020” avente per oggetto la valutazione del valore economico dei marchi “[REDACTED]”, “Ki”, “[REDACTED]”, “Spighe&Spighe”.

4.3. La stima del valore di mercato del portafoglio marchi Ki

Il valore di mercato del portafoglio marchi Ki è stato stimato sviluppando il seguente algoritmo applicativo:

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

dove:

Ricavi = ricavi riferibili al 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 delle suddette grandezze sono illustrati di seguito.

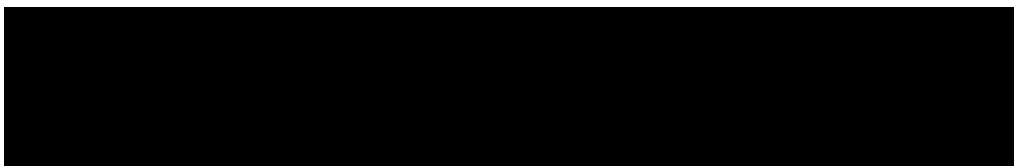
1) Il flusso di royalty netto di imposta

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

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

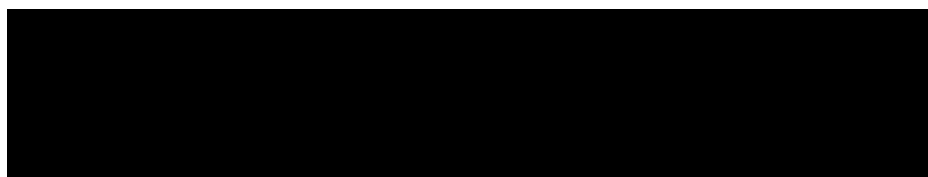
Il fatturato

Il fatturato di Ki Group nel periodo 2021 – 2023 è riportato nella seguente tabella:

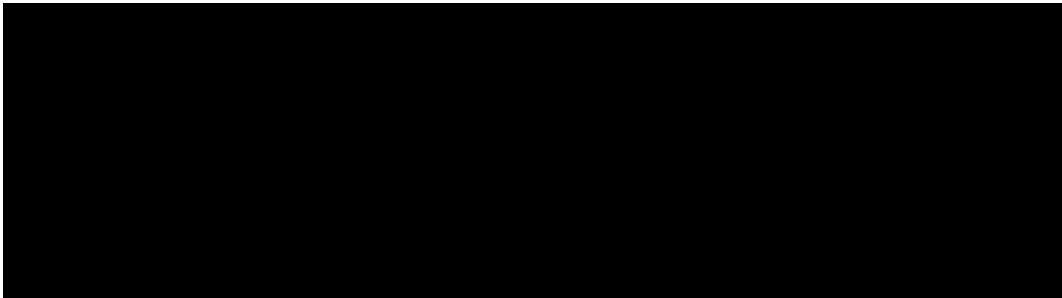


Tenuto conto che il modello di business di Ki Group prevedeva, in via principale, la distribuzione di prodotti biologici con marchi terzi e, in via residuale, la distribuzione di prodotti biologici con marchi propri, il fatturato relativo alla commercializzazione di prodotti biologici a marchio Ki nel periodo 2021 – 2023 è stato determinato, in assenza di informazioni specifiche fornite allo scrivente da parte della Società, sulla base delle evidenze emerse dall'esame della seguente documentazione:

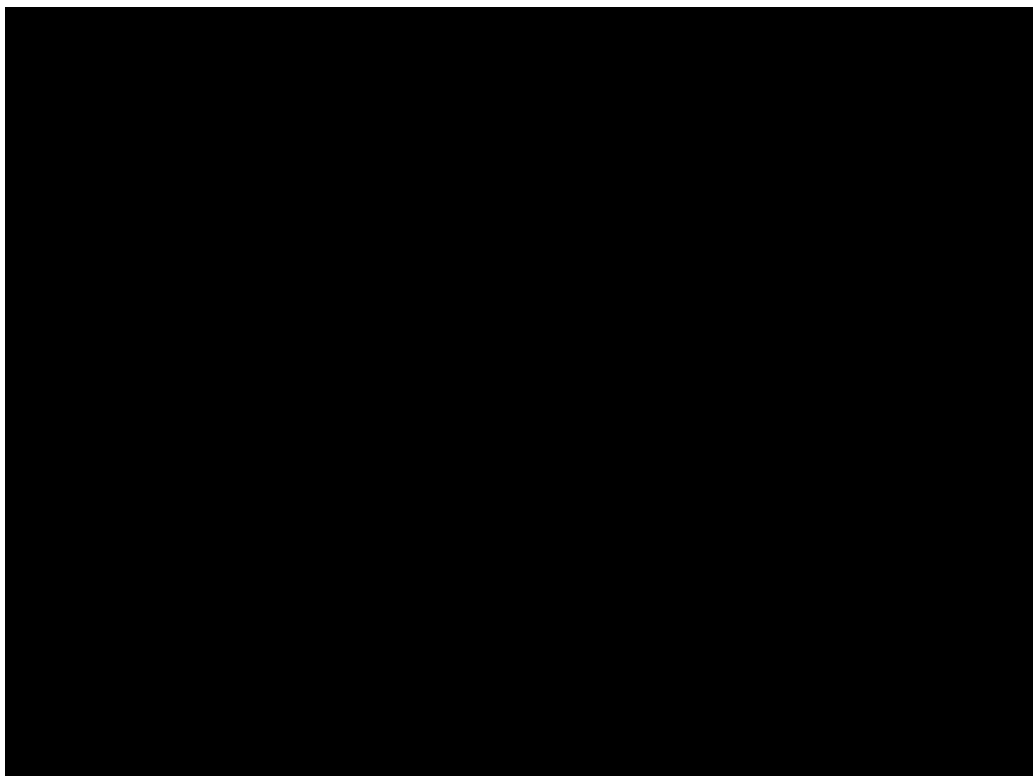
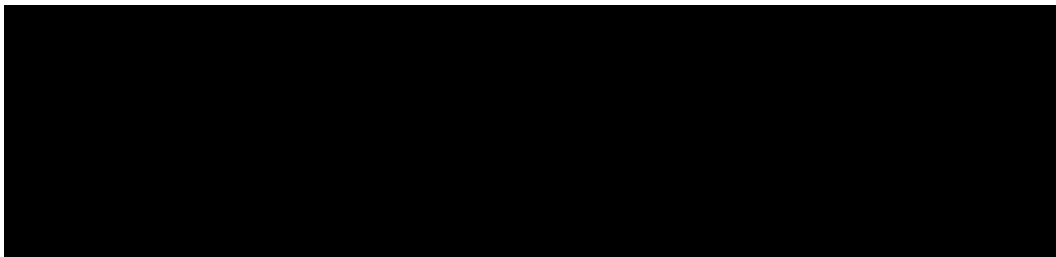
- a) nel piano di risanamento di Ki Group 2022-2026 è rappresentata la struttura di distribuzione di Ki Group distinguendo tra “Brand del Gruppo” e “Brand Distribuiti”. Il peso percentuale dei ricavi derivanti dalla vendita di “Brand del Gruppo” sui ricavi 2020 è indicato nella misura del 33% mentre il peso percentuale dei ricavi derivanti dalla



¹¹ Ki Group – Piano di Risanamento 2022-2026 pag. 7.



In assenza di informazioni supportate da prove documentali, il fatturato relativo alla commercializzazione di prodotti biologici a marchio Ki nel periodo 2021 – 2023 è stato stimato applicando una percentuale del 15% ai ricavi totali realizzati da Ki Group nello stesso periodo, come riportato nella seguente tabella:



2,0%, pari al tasso di inflazione atteso a medio termine sulla base delle indicazioni fornite dalla BCE.

Il tasso di royalty (“RR”)

In via preliminare al percorso di stima del tasso di royalty, si osserva che il portafoglio marchi Ki è stato impiegato da Ki Group per la commercializzazione di prodotti biologici e naturali (e non è stato, dunque, concesso in licenza a società indipendenti).

Per tale ragione, il tasso di royalty di mercato è stato stimato come segue:

- 1) sviluppando la formula di Goldsheider (o altrimenti nota come “regola del pollice”)¹⁴ 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 netta registrata dalle società comparabili nel 2022 (**all. 3**) si è ottenuto un tasso di royalty di mercato pari a **1,05%**;
- 2) sviluppando un’analisi sui tassi di royalty desumibili da transazioni simili o a qualche titolo comparabili. A tal fine è stata impiegata la banca dati relativa alle royalties elaborata da Markables. Le logiche di selezione delle transazioni simili e di calcolo del tasso di royalty medio di mercato sono illustrate nell’**all. 4**. Il tasso di royalty medio di mercato è risultato compreso **tra il 0,5% e il 1,0%** con un valore mediano pari al **0,7%**.

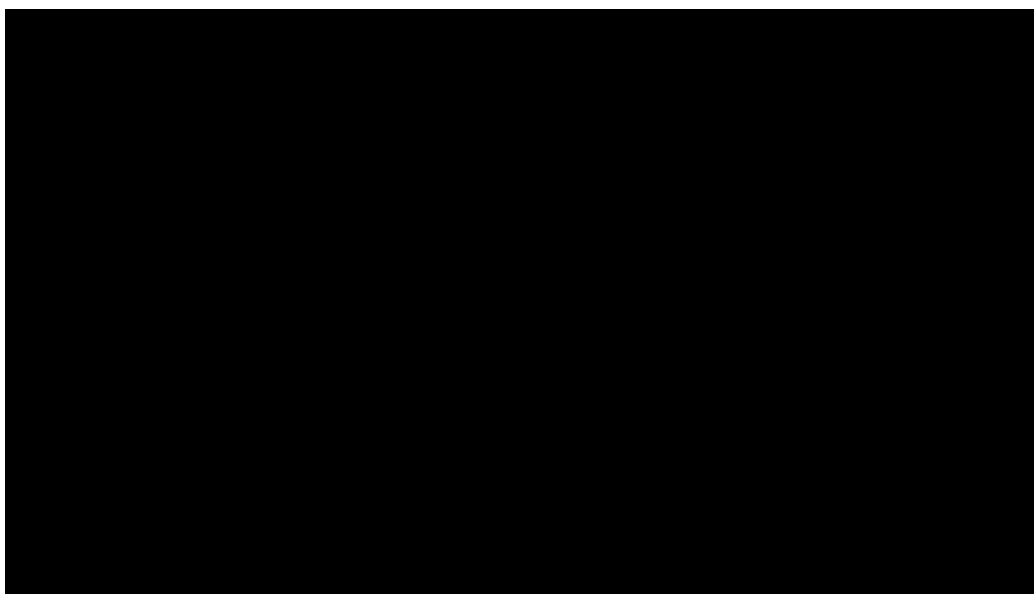
Avuto riguardo alle evidenze emerse dall’applicazione delle metodologie sopra illustrate, il tasso di royalty è stato assunto pari al **1,00%**.

¹⁴ Intellectual Property, Valuation, Exploitation and Infringement damages, Smith G.V., Parr R., chapter 22, pag. 411

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 lungo la vita economica sono di seguito riportati:



2) Il costo del capitale azionario

Il costo del capitale azionario è stato stimato pari al **10,40%** (**all. 2**).

3) La durata della vita economica

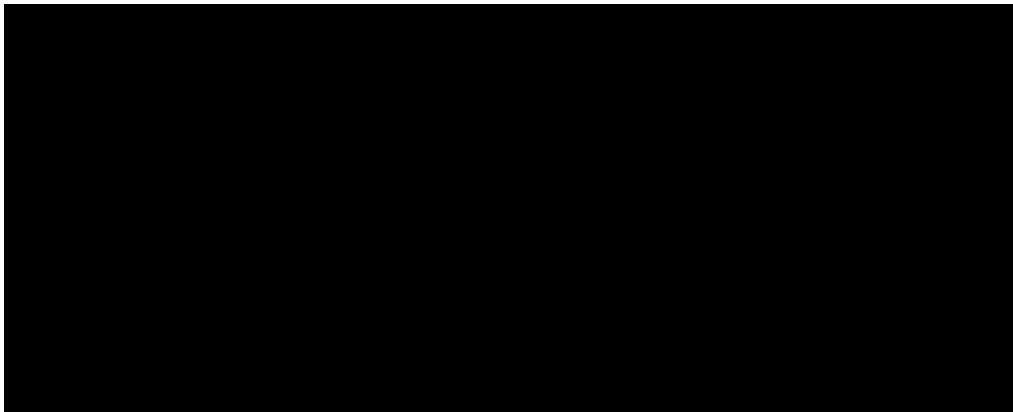
La durata della vita economica relativamente al portafogli marchio Ki oggetto di valorizzazione è stata stimata pari a 7 anni/10 anni. Tali grandezze sono state individuate considerando la vita economica assegnate ai marchi relativi alle società comparabili oggetto di PPA (**all. 4**) e tenendo conto della procedura di liquidazione giudiziale in corso di Ki Group.

4) Il calcolo del TAB

I parametri impiegati nel calcolo del TAB *factor* sono stati: a) *tax rate* = 27,9%; b) periodo di ammortamento fiscale del marchio = 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 = 10,40%.

Il TAB *factor* è risultato pari al 14,1% .

5) I risultati della stima



Ad esito del percorso valutativo è stata sviluppata un'analisi di sensitività al variare del tasso di royalty impiegato (+/- 0,50%). I risultati ottenuti sono indicati nelle tabelle che seguono:

TAB. IV.8 – Analisi di sensitività 7 anni (euro/mgl)

Tasso di royalty	Valore marchio
	Ki
0,75%	22
1,00%	30
1,25%	37

TAB. IV.9 – Analisi di sensitività 10 anni (euro/mgl)

Tasso di royalty	Valore marchio
	Ki
0,75%	28
1,00%	38
1,25%	47

I risultati dell'analisi di sensitività confermano la ragionevolezza dell'intervallo di valori di mercato del portafoglio marchi Ki sopra individuato.

5. Le conclusioni

Il processo di stima del valore di mercato del portafoglio marchi Ki è caratterizzato dai seguenti punti qualificanti e dai seguenti limiti:

- a. la presente Relazione si propone di stimare il valore di mercato dei marchi detenuti da Ki Group;
- b. le informazioni e i documenti aziendali sono state utilizzate facendo affidamento sulla loro veridicità e sulla loro correttezza. Nessuna verifica indipendente è stata effettuata sui documenti e sulle informazioni ricevute nei diversi aspetti sopra rappresentati. In particolare, la titolarità dei marchi da parte di Ki Group e le informazioni relative alle registrazioni sono state tratte dal documento predisposto da ██████████; nessuna verifica indipendente è stata effettuata su tali aspetti;
- c. Ki Group non ha consegnato allo scrivente i seguenti documenti: a) la composizione dei ricavi per gli anni 2020-2022 con evidenza dei ricavi generati tramite marchi di terzi e ricavi generati con marchi propri; b) i conti economici sezionali relativi alla distribuzione di prodotti biologici con marchi propri per gli anni 2020-2022;
- d. il valore di mercato del portafoglio marchi di Ki Group è stato individuato sviluppando un approccio reddituale. Si tratta di un metodo comunemente impiegato nella prassi professionale per la stima del valore dei beni immateriali. Non è stato, invece, possibile per le ragioni descritte nel § 3.3., sviluppare l'approccio di mercato;

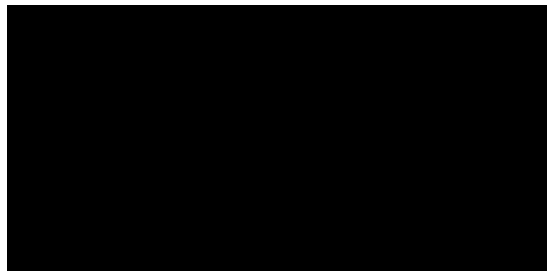
- e. l'unicità del portafoglio marchi di Ki Group e l'assenza di informazioni analitiche relativamente a transazioni simili hanno reso difficile la stima del tasso di royalty e della vita economica: il percorso sviluppato nella presente Relazione ha condotto, ad avviso dello scrivente, a grandezze complessivamente ragionevoli. Gli altri parametri impiegati per lo sviluppo del *relief-from-royalty method* sono stati determinati secondo logiche di mercato;
- f. in assenza di informazioni specifiche e supportate da prove documentali, i ricavi storici per gli anni 2021-2023 relativi alla commercializzazione di prodotti biologici a marchio Ki sono stati stimati nella misura del 15,0% dei ricavi totali di Ki Group. Tale percentuale appare coerente con le evidenze emerse per l'anno 2020 e complessivamente rappresentativa dell'ammontare dei ricavi riferibili alla commercializzazione di prodotti biologici a marchio Ki per il periodo 2021-2023;
- g. a partire dal 2022 Ki Group è stata interessata da un processo di ristrutturazione aziendale che è "sfociato" nella liquidazione giudiziale nel mese di gennaio del 2024. Per tale ragione, la stima del valore del portafoglio dei marchi di Ki Group è stata sviluppata sulla base dei ricavi medi 2021-2022 riferibili alla commercializzazione di prodotti biologici a marchio Ki.

Avuto riguardo alla finalità della presente Relazione illustrata nel § 1.2, tenuto conto della documentazione riportata nel § 1.4, considerati gli esiti numerici ai quali hanno condotto i processi valutativi sviluppati nella presente Relazione, tenuto altresì conto dei limiti e degli aspetti qualificanti sopra riportati, lo

scrivente ritiene che il valore di mercato del portafoglio marchi Ki Group sia compreso

tra 30 euro/mgl e 38 euro/mgl.

Milano, 6 maggio 2024



ALLEGATI

Allegato 1 – Il portafoglio marchi Ki

Allegato 2 – Il costo del capitale azionario

Allegato 3 – Il mercato di riferimento dei marchi detenuti da Ki Group

Allegato 4 – La stima di “*market royalty rate*” per il portafoglio marchi Ki

Allegato 1 – Il portafoglio marchi Ki

Ki Group è titolare del marchio principale Ki e dei seguenti marchi che sono utilizzati per la distribuzione dei prodotti biologici tramite differenti canali di vendita e relativamente a sottocategorie di prodotti biologici:

- a) Bottega & Natura;
- b) Grandi Marche Bio;
- c) Kantangian;
- d) La Forneria Biologica.
- e) Spighe&Spighe;
- f) Soyalab.

Di seguito si riportano per ciascun marchio le seguenti informazioni: a) nazione; b) numero di registrazione; c) data di registrazione; d) classe; e) scadenza; f) altri marchi.

Il marchio “Bottega & Natura” è stato registrato in Italia al n 602828 in data 24.08.1993 in relazione a prodotti delle classi 03, 29, 30 e 31 con scadenza 21.08.2030.

Il marchio “Grandi Marche Bio” è stato registrato in Italia al n 1425392 in data 25.02.2011 in relazione a prodotti delle classi 03, 05, 29, 30, 31, 32 e 33 con scadenza 29.07.2030.

Il marchio “Kantangian” è stato registrato in Italia al n 1425391 in data 25.02.2011 in relazione a prodotti della classe 03 con scadenza 29.07.2030.

Il marchio “La Forneria Biologica” è stato registrato in Italia al n, 944195 in data 11.11.2004 in relazione a prodotti della classe 30 con scadenza 28.02.2031.

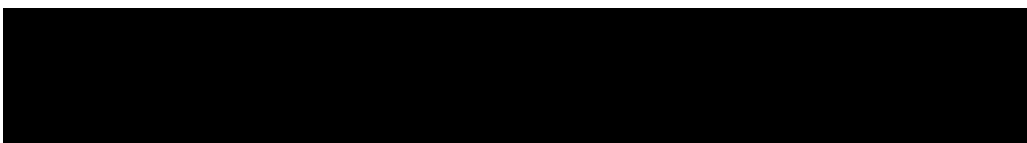
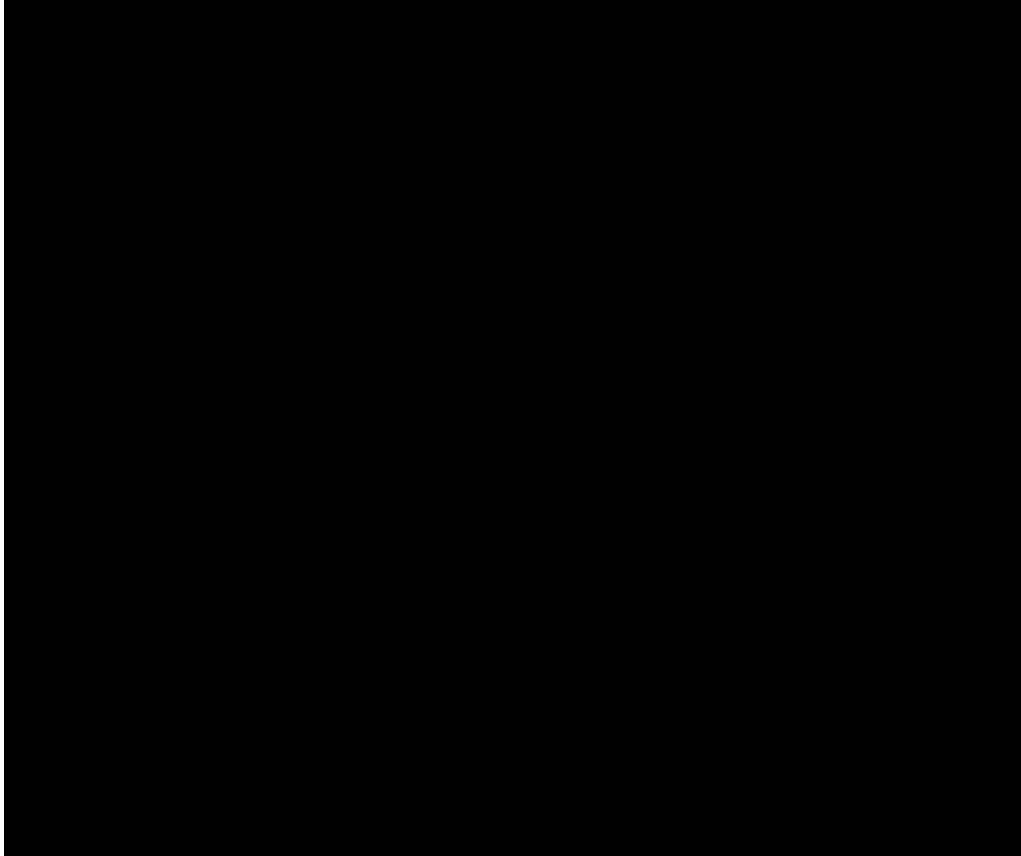
Il marchio “Spighe & Spighe” è stato registrato in Italia al n. 1360664 in data 22.10.2020 in relazione a prodotti delle classi 30 e 31 con scadenza 29.01.2029. Oltre al marchio “Spighe & Spighe”, Ki Group è titolare del marchio “Spighe & Spighe – Margheritine”.

Il marchio” Soyalab” è stato registrato: a) in Italia al n. 1601370 in data 26.06.2014 in relazione a prodotti delle classi 29, 30, 31 e 32 (scaduto 11.11.2023); b) in Regno Unito al n. UK 00912860367 in data 30.09.2014 in relazione a prodotti delle classi 29, 30, 31 e 32 con scadenza 08.05.2024; c) in Unione Europa al n. 12860367 in data 30.09.2014 in relazione a prodotti delle classi 29, 30, 31 e 32 con scadenza 08.05.2024.

Allegato 2 – Il costo del capitale azionario

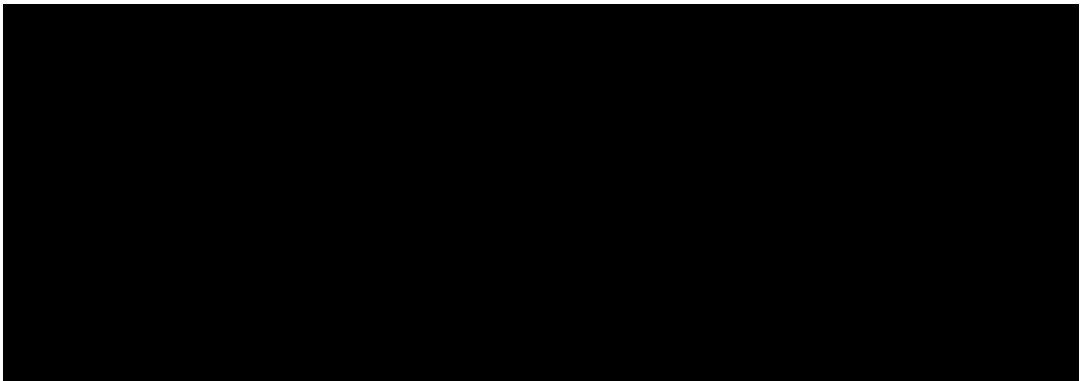
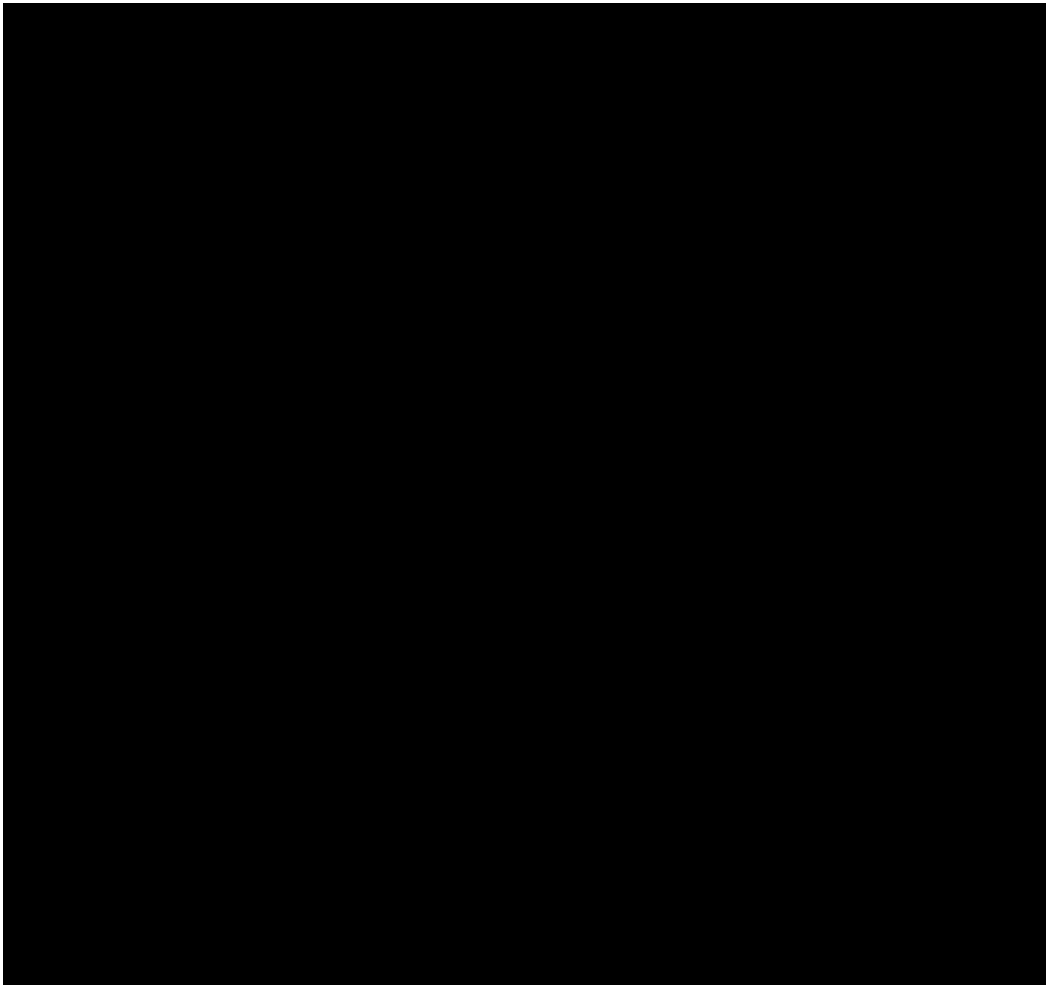
Il costo del capitale azionario è stato determinato seguendo l'approccio denominato CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), secondo la nota relazione:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_s$$



Tab .1. – *Determinazione del tasso K_e*

Tasso risk free (r_f)	3,40%
Beta levered (β_l)	1,00x
Equity risk premium ($r_m - r_f$)	6,00%
Specific risk	1,00%
Costo del capitale azionario (k_e)	10,40%



Allegato 4 – La stima di “market royalty rate” per il portafoglio marchi Ki

Il tasso di royalty medio di mercato è stato individuato sviluppando un’analisi sui tassi di royalty impliciti nella valorizzazione di marchi comparabili con il portafoglio marchio Ki. A tal fine è stata utilizzata la banca dati Markables¹⁸.

Markables fornisce, tra le altre, informazioni relativamente ai tassi di royalty impliciti nelle valorizzazioni dei marchi effettuate dalle società in sede di *Purchase Price Allocation* (“PPA”) conseguenti ad operazioni di acquisizione di altre società, tramite un processo di *reverse engineering*.

I criteri usati per la selezione delle transazioni che hanno riguardato società che hanno sviluppato una valorizzazione di marchi in sede di PPA sono di seguito indicati:

Fase 1: Oggetto della transazione

Sono state selezionate le transazioni che hanno avuto per oggetto “*trademark*”.

Fase 2: Settore di riferimento

Sono state selezionate le transazioni che hanno interessato aziende attive nei seguenti settore:

6112 – *wholesale trade service of food, beverage and tobacco;*

6122 – *wholesale trade service on a fee or contract basis of food, beverage and tobacco.*

Fase 3: Area di riferimento della transazione

Come area geografica di riferimento si è assunto il mercato europeo per la società target.

Fase 4: Ragione della valutazione

Sono state selezionate le valutazioni di beni immateriali effettuate ai fini di PPA.

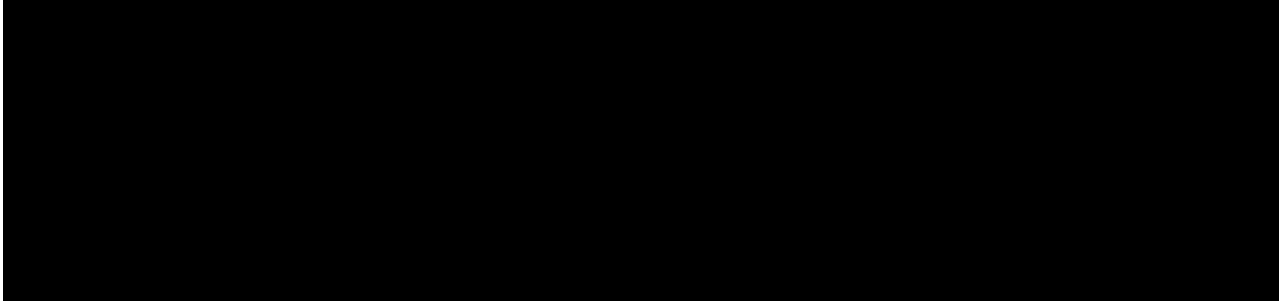
Fase 5: Periodo temporale

Sono state selezionate le transazioni avvenute nel periodo 2010 – 2023.

Ad esito della ricerca sopra descritta sono state individuate nove transazioni che hanno avuto ad oggetto marchi potenzialmente comparabili con quello in esame. Tali transazioni sono state sottoposte ad una ulteriore analisi qualitativa volta a verificare l’effettiva comparabilità con il portafoglio marchio Ki in merito ai prodotti commercializzati.

¹⁸ <https://www.markables.net/>. La ricerca dei marchi comparabili è stata effettuata in data 17.04.2024.

A seguito di quest'analisi sono state individuate otto transazioni comparabili. Di seguito sono riportati gli elementi caratteristici delle suddette transazioni:



Tramite la banca dati Markables, sono stati estratti per ciascuna transazione i seguenti dati:

- a) il tasso di royalty implicito nella valorizzazione del marchio effettuata in sede di PPA;
- b) la vita economica del marchio.

I tassi royalty impliciti relativi nella valorizzazione del marchio nell'ambito delle transazioni sono riportati nella tabella seguente:

A large black rectangular redaction box covering the table content of the page.

La vita economica assegnata a ciascun marchio in sede di PPA è di seguito riportata:

