



UNIVERSITÀ DI PISA

Facoltà di Economia
Corso di laurea specialistica
“FINANZA D’AZIENDA E MERCATI FINANZIARI”
Curriculum Finanza per le decisioni aziendali

Anno Accademico 2008 – 2009

LA VALUTAZIONE ECONOMICO – FINANZIARIA DEL BRAND
IL CASO TRE MARIE

Relatore:

Prof.ssa ADA CARLESI

Candidata:

LAURA DI GIOVANNI

INDICE

Introduzione	5
1. Intangibles assets	7
1.1 Importanza delle risorse invisibili nella strategia aziendale	13
1.2 Goodwill	15
1.3 Il brand	18
1.4 Brand valuation e brand <i>evaluation</i>	24
1.4.1 Un modello di brand <i>evaluation</i> : Brand Asset Valuator™	26
1.5 Perché valutare il brand	29
2. Approcci e metodi per la valutazione del brand	31
2.1 Approccio basato sul costo	32
2.2 Approccio basato sul mercato	34
2.3 Approccio basato sul reddito	39
2.4 Considerazioni sulla quantificazione dei Cash Flow	50
2.5 Classificazione dei diversi metodi di valutazione	58
2.6 Alcuni metodi di valutazione	61
2.5.1 Herp's model	61
2.5.2 Sander's Hedonic method	61
2.5.3 BrandFinance	63
2.5.4 Damodaran's valuation model	64
2.5.5 Interbrand	66
2.7 Considerazioni generali	72
3. Sammontana S.p.A.: la valutazione del brand "Tre Marie"	75
3.1 GranMilano S.p.A.: Tre Marie	79
3.2 Scelta dei metodi di valutazione	81

3.3 Azienda di confronto: Fresystem S.p.A.	84
3.4 Il valore del brand Tre Marie	87
3.4.1 Flusso di cassa medio generato dal brand Tre Marie	87
3.4.2 Calcolo del costo medio ponderato WACC	91
3.4.3 Tasso di crescita “g”	94
3.4.4 Valore del brand Tre Marie	95
Appendice 1 Bilancio Fresystem 2006-2008	97
Appendice 2 Stato Patrimoniale e Conto Economico GranMilano S.p.A.	133
Considerazioni conclusive	145
Bibliografia	149

INTRODUZIONE

Dagli anni '80 ad oggi si è posta sempre più attenzione al brand, a ciò che rende un prodotto unico, diversificandolo dagli altri in modo da garantire una sorta di stabilità all'azienda produttrice. Dieci anni fa i brand erano visti come un'estensione del marketing: una sorta di alone che circondava l'azienda, rendendola emotivamente attraente. Oggi si inizia a comprendere che i brand sono un'estensione della strategia di business, che definiscono l'essenza stessa della differenziazione e generano domanda; le marche hanno a che fare con prodotti, servizi, punti vendita, cultura aziendale, politiche di pricing o canali distributivi esattamente come hanno a che fare con il marketing e la comunicazione. Investire nella marca significa investire nella domanda, nell'azienda.

Questa nuova visione ha portato allo sviluppo di diversi metodi di valutazione del brand, in quanto, in un mercato così concorrenziale come abbiamo oggi, ciò che permette di creare un valore aggiunto è sempre più spesso il marchio, e molte delle operazioni di M&A degli ultimi anni hanno avuto ad oggetto proprio il brand.

La brand valuation può essere definita come il processo attraverso il quale un esperto qualificato forma un'opinione sul valore di un brand, basato su un set di premesse o ipotesi, tenendo conto dell'obiettivo per cui la sua valutazione è stata richiesta. Conoscere il valore del proprio brand è importante sia in caso di operazioni di finanza straordinaria, sia per potersi confrontare con la concorrenza, ma soprattutto è importante per l'azienda perché permette di comprendere e di "mettere in ordine" le risorse che possiede, in modo da identificare quelle che consentono di creare un valore da quelle che non lo consentono o addirittura lo distruggono. E' necessario sapere come e per quanto tempo il brand contribuisce al successo generale dell'azienda.

E' importante, quindi, valutare il brand, però prima di iniziare un processo di stima dobbiamo definire: le ragioni per cui viene fatta la valutazione; cosa si intende per brand, cioè l'oggetto della valutazione; il metodo di valutazione più idoneo.

In questo lavoro ci proponiamo di esaminare i significati che possiamo dare al termine brand, i diversi approcci per la sua valutazione e i rispettivi metodi.

Grazie al supporto del Dott. Davide Baldassini in qualità di Responsabile Amministrativo, del Dott. Stefano Giusti Direttore amministrativo e della Famiglia Bagnoli proprietaria di Sammontana S.p.A., si è resa possibile un'analisi empirica attraverso la valutazione del brand Tre Marie. Per questa saranno analizzate le fasi che hanno portato a stimarne il valore e le difficoltà che possiamo incontrare nella brand valuation.

Nel capitolo 1 verranno descritte le risorse intangibili dell'azienda, tra cui il brand, l'importanza che queste hanno per la strategia aziendale e i vantaggi che una marca può apportare all'azienda. Nel capitolo 2 si specificano i diversi approcci di valutazione e i relativi metodi con alcune specificazioni e la descrizione dei metodi di valutazione più conosciuti. Il capitolo 3 è dedicato alla stima del brand Tre Marie, identificando tutte le fasi del processo valutativo seguito: dalle ragioni che muovono la valutazione, alla scelta del metodo, all'individuazione di una comparable, fino ad arrivare al valore del brand.

1. INTANGIBLES ASSETS

Il fatto che l'azienda sia un aggregato di risorse non è un concetto nuovo; infatti già nel 1959 E. Penrose definiva l'azienda in questi termini: "The Firm is a collection of resources"; le risorse sono l'insieme dei fattori tangibili e intangibili controllati dall'impresa e utilizzati nei suoi processi produttivi. Sono "sostanze" dotate della proprietà di autoalimentarsi e di alimentare altre sostanze della stessa natura; il processo vitale dell'impresa è basato sulla sua capacità di generare nuove risorse a partire da quelle possedute¹, questo è alla base della teoria Resource Based View la quale sostiene che le cause ultime che attivano i meccanismi di creazione del valore sono da ricercare nel legame tra risorse, capacità e competenze²

Le risorse presenti nell'azienda possono essere classificate come risorse tangibili, intangibili e umane. Le prime sono le risorse finanziarie e le risorse fisiche: sono quelle più semplici da valutare e spesso sono le uniche che compaiono in bilancio, inoltre sono facilmente riproducibili e quindi non sufficienti per la difesa del vantaggio competitivo. Le risorse finanziarie si riferiscono alla capacità di indebitamento e di autofinanziamento dell'impresa, quindi alla capacità di investimento e di recupero ciclico delle risorse. Le risorse fisiche sono gli assets tangibili di proprietà, utilizzati nella produzione e nell'amministrazione delle risorse tangibili (es. impianti, macchinari...).

Le risorse umane sono il knowledge e le esperienze dell'imprenditore, degli impiegati e dei manager (es. lealtà dei dipendenti, disponibilità ad adattarsi ed a relazionarsi con soggetti esterni...).

¹ Enzo Peruffo, Luiss 2008, *docenti.luiss.it/peruffo/files/2008/12/risorse-e-competenze_lez.pdf*

² Per approfondimenti si rimanda a Francesco De Leo, *Le Determinanti del Vantaggio Competitivo. Il Contributo della Resource Based View*, EGEA, 1995.

Le risorse intangibili (in seguito definite anche intangibles) sono risorse fondamentali nell'azienda in quanto contribuiscono in misura rilevante al raggiungimento di un vantaggio competitivo e a generare valore d'impresa; sono un fattore critico di successo riconoscibile e riconosciuto per i vantaggi competitivi offerti all'impresa.

“Le risorse invisibili sono la vera fonte della forza competitiva e il fattore chiave nell'adattabilità dell'azienda per tre ragioni: esse sono difficili da accumulare, sono suscettibili di molti usi contemporaneamente e sono sia risorse (input) sia risultato (output) dell'attività imprenditoriale e lavorativa.”³ (Itami Hiroyuki, 1988).

Le risorse invisibili sono quelle risorse basate sull'informazione o che la incorporano (fiducia dei consumatori, immagine di marca, controllo della distribuzione, capacità del management...), il concetto di informazione è inteso nel senso più ampio: esso ricomprende sia le informazioni possedute dall'impresa al suo interno, sia le informazioni prodotte dall'impresa e sedimentate presso gli attori con cui questa interagisce. Si può affermare che ad ogni flusso informativo è collegato un intangibile asset. A seconda dei flussi informativi possiamo identificare tre tipologie di informazioni e di correlate risorse immateriali⁴ (fig.1):

- Informazioni ambientali, che muovono dall'ambiente all'azienda (es. competenze produttive, informazioni sul consumatore e canali per acquisire informazioni)
- Informazioni aziendali, che muovono dall'azienda all'ambiente (es. reputazione dell'azienda, immagine della marca, immagine aziendale)

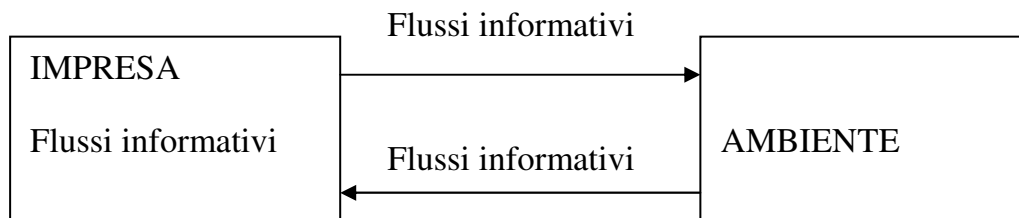
³ Itami Hiroyuki, *Le Risorse Invisibili*, GEA, 1988.

⁴ Pozza, Lorenzo, *Le risorse immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, E-GEA, 1999.

- Informazioni interne, che nascono e si esauriscono nell'azienda (es. cultura dell'azienda, stato d'animo dei lavoratori, capacità del management, capacità dell'azienda di gestire le informazioni).

Fig. 1. Flussi Informativi Aziendali

Fonte: nostra elaborazione



Generalmente gli intangibles vengono classificati in due categorie:

- Risorse di conoscenza, cioè tutto ciò che si è “creato” in azienda con l’esperienza: know how, competenze
- Risorse di fiducia, cioè che l’azienda è stata in grado di trasmettere: rapporto con i clienti, con i fornitori, ciò che il prodotto rappresenta per i consumatori⁵.

Come detto le risorse invisibili sono difficili da accumulare; l’accumulazione può avvenire secondo due modalità: compiendo azioni specifiche per raggiungere lo scopo (pubblicità, R&S, formazione) oppure tramite le operazioni, cioè le risorse sono accumulate come sottoprodotti delle operazioni giornaliere ad esempio mandando tecnici dell’azienda direttamente a contatto con la clientela (nei punti vendita) in modo da guadagnare la fiducia della stessa e avere le informazioni necessarie sui clienti (bisogni e reclami).

Sono soggette a più usi contemporaneamente in quanto possono essere utilizzate in tutte le fasi aziendali, ad esempio il know how può essere impiegato sia nella R&S che nel marketing, contemporaneamente, senza essere soggetto a logorio

⁵ Per approfondimenti si rinvia a Mazzei, Roberto, *Brand Equity: Il Valore della Marca*, EGEA, 1999.

nell'una o nell'altra attività; spesso l'uso contemporaneo e molteplice porta ad un incremento del valore della risorsa intangibile stessa.

Sono sia risorse input che output in quanto possono essere il risultato di un'operazione congiunta svolta all'interno dell'organizzazione aziendale, e possono essere impiegate in una successiva fase dello svolgimento dell'attività.

Essendo le risorse intangibili invisibili per definizione, non sono facilmente individuabili all'interno dell'azienda, per cui per poter classificare un bene come intangibile vi sono alcuni requisiti di carattere economico da dover rispettare:

- Consistenza di flussi di investimento richiesti
- Generazione di benefici economici differenziabili
- Possibilità di "separare" il bene dall'azienda (trasferibilità).

La prima caratteristica è individuabile esaminando gli investimenti compiuti dall'azienda ad esempio nella ricerca, nella promozione dei marchi; il secondo aspetto può essere identificato ad esempio dai risultati delle indagini di mercato che indicano un differenziale di prezzo/volumi rispetto ai prodotti omogenei dei concorrenti. Ricordiamo che per investimento si intende un esborso iniziale di risorse in cambio della generazione futura di nuove risorse.

Il terzo elemento, la trasferibilità, fa riferimento all'autonomia dell'oggetto della valutazione rispetto all'azienda stessa, il bene può essere ceduto, estraendolo dall'azienda in cui si è formato, individualmente o congiuntamente ad uno o pochi altri beni materiali o immateriali. Dall'esperienza si è rilevato che i più comuni esempi di beni immateriali sono:

- ✓ l'immagine associata alla denominazione dell'azienda ed ai suoi segni distintivi
- ✓ i marchi particolari
- ✓ il portafoglio prodotti
- ✓ le tecnologie ed il know how tecnico
- ✓ il potenziale di ricerca e sviluppo
- ✓ il portafoglio clienti
- ✓ le reti di vendita e le strutture per l'erogazione dei servizi

- ✓ la capacità di raccolta dei mezzi finanziari
- ✓ la capacità di raccolta dei proventi tipici
- ✓ le autorizzazioni⁶.

Questi sono i risultati di studi svolti nel corso degli anni, per il fatto che le risorse immateriali non sono da sempre considerate come fattore critico di successo. Se pensiamo alla fase iniziale del capitalismo industriale la tecnologia era talmente semplice da essere incorporata in un'unica macchina, qui si aveva la trasformazione di risorse materiali in altre risorse materiali; con l'avvento dei metodi produttivi di Ford (scomposizione del prodotto in componenti standard ed intercambiabili) e di Taylor (parcellizzazione del lavoro in fasi elementari) il processo di trasformazione vede diminuire la materialità e richiede un flusso crescente di informazioni. Nel corso del '900 siamo passati da un'economia fondata sui valori di scambio, dove beni standard sono prodotti mediante combinazioni produttive standard, ad una economia dove prevalgono i valori d'uso, orientata al soddisfacimento dei bisogni specifici con la produzione di beni altamente differenziati frutto di combinazioni produttive specifiche. Chiaro è che in questo passaggio hanno assunto un ruolo preponderante le risorse immateriali in quanto la differenziazione fa riferimento soprattutto ad elementi cognitivi e d'immagine che un certo prodotto/marca trasmette.

Oggi, la maggiore attenzione alle risorse immateriali si rileva soprattutto nei settori ad alto tasso di innovazione dove la capacità di ricerca, i caratteri distintivi dei prodotti e i contenuti specifici delle tecnologie sono fondamentali per la crescita e l'affermazione dell'azienda.

In generale l'economia attuale vede una crescita dell'importanza delle risorse immateriali che in alcuni settori predominano i componenti materiali del patrimonio; ciò ha portato allo sviluppo di operazioni aventi ad oggetto tali risorse.

A ragione di quanto detto sopra negli ultimi anni si sono sviluppate normative che hanno ad oggetto questo tipo di risorse: l'International Accounting Standard

⁶ G. Brugger, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, Finanza Marketing e Produzione, fascicolo 1, pag. 44.

(IAS) individua una normativa omogenea per questo tipo di risorse. Lo IAS 38 al paragrafo 8 stabilisce che “un’attività immateriale è un’attività non monetaria identificabile priva di consistenza fisica”; nei paragrafi seguenti indica le risorse immateriali e le caratteristiche che permettono di classificarli come tali che sono l’identificabilità (è separabile dall’azienda o derivante da diritti contrattuali o altri diritti legali), il controllo (l’azienda ha il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dalla risorsa in oggetto e può limitare l’accesso a tali benefici da parte di terzi), i benefici economici futuri. Al par.21 si esplica che “un’attività immateriale deve essere rilevata come tale se e solo se: a) è probabile che affluiranno all’entità benefici economici futuri attesi attribuibili all’attività; e b) il costo dell’attività può essere misurato attendibilmente”. Il par.33 stabilisce che “in conformità all’IFRS (International Financial Reporting Standards) 3, aggregati aziendali, se un’attività immateriale è acquisita in un’aggregazione aziendale, il suo costo è il fair value (valore equo) alla data di acquisizione. (...) Quindi, il criterio di rilevazione basato sulla probabilità nel paragrafo 21a) si considera sempre soddisfatto per le attività immateriali acquisite in aggregazioni aziendali.”, il criterio previsto al par.21b) si considera sempre soddisfatto per le risorse immateriali acquisite in aggregazioni. Per quanto concerne, invece, le attività immateriali derivante dallo sviluppo (o dalla fase di sviluppo di un progetto interno) il par.57 dello IAS 38 stabilisce che possono essere rilevate se e solo se l’azienda può dimostrare: che l’attività immateriale può essere completata e disponibile per l’uso o per la vendita, la sua intenzione a completarla per l’uso o la vendita, la sua capacità di usarla o venderla, il modo in cui l’attività immateriale genererà benefici economici futuri, la disponibilità di risorse tecniche, finanziarie o di altro tipo idonee per completare lo sviluppo e per l’uso o la vendita dell’attività immateriale, la sua capacità di valutare adeguatamente il costo attribuibile all’attività durante lo sviluppo. Sulla base di ciò il par.63 dice che “Marchi, testate giornalistiche, diritti di editoria, anagrafiche clienti ed elementi simili nella sostanza, se generati internamente non devono essere rilevati come attività immateriali”. Queste però, anche se contabilmente non possono essere rilevate,

costituiscono, insieme alle altre attività descritte in questo capitolo, le risorse invisibili dell'azienda.

1.1 Importanza delle risorse invisibili nella strategia aziendale

L'essenza di una strategia di successo è inclusa in ciò che è chiamata sintonia strategica dinamica, cioè la rispondenza nel tempo fra fattori esterni all'azienda, fattori interni e il contenuto della strategia stessa.

Strategia è ciò che determina la struttura delle attività aziendali e che fornisce le linee guida delle politiche di coordinamento delle stesse affinché l'azienda sia in grado di interagire con le mutevoli condizioni dell'ambiente esterno e di influenzarle. Le strategie di un'azienda devono adeguarsi all'ambiente esterno, alle risorse interne e alle sue caratteristiche organizzative.

Per quanto riguarda l'ambiente esterno si parla di sintonia con il consumatore, cioè creare risorse invisibili in modo da fidelizzare il cliente verso l'azienda, sintonia competitiva, cioè ottenere vantaggi competitivi in modo da combattere la concorrenza per creare barriere e per rispondere per primi alle necessità del mercato, ma anche cooperare con la concorrenza e vincere senza combattere ad esempio entrando in un mercato molto specifico e ristretto.

Con riferimento alle risorse interne dobbiamo dire che a differenza delle risorse fisiche e finanziarie, una risorsa invisibile come la tecnologia si può usare contemporaneamente in più di un'area senza diminuirne il valore nelle altre; le risorse invisibili mantengono il loro valore nonostante l'uso molteplici e contemporaneo e in alcuni casi lo aumentano. Attraverso l'uso di risorse invisibili si crea sinergia che permette di ottenere un vantaggio gratuito e questo si ha quando le risorse accumulate in una parte dell'azienda vengono usate in altre parti, contemporaneamente, senza che le stesse abbiano un aggravio di spesa. La sinergia creata da una risorsa invisibile permette all'azienda di crearsi un vantaggio competitivo ad un costo minore⁷.

⁷ Itami, Hiroyuki, *Le Risorse Invisibili*, GEA, 1988.

Se si analizza il modello di Porter⁸ (fig. 2) sulle strategie di base per ottenere un vantaggio competitivo, possiamo rilevare che un ruolo determinante è svolto dalle risorse immateriali. Secondo il modello di Porter esistono due tipi fondamentali di vantaggio competitivo: il contenimento dei costi e la differenziazione. Le strategie per poter raggiungere uno di questi vantaggi sono: leadership di costo, differenziazione e focalizzazione (sui costi o sulla differenziazione). Le strategie di leadership di costo e di differenziazione intendono raggiungere un vantaggio in un'ampia gamma di segmenti del settore di riferimento, le strategie di focalizzazione intendono concentrarsi in un segmento circoscritto⁹.

E' opportuno evidenziare lo stretto legame tra vantaggio competitivo e risorse immateriali. Se vogliamo raggiungere una situazione di vantaggio competitivo facendo leva su una strategia di leadership di costo, dobbiamo raggiungere delle economie di scala (un aumento degli input utilizzati nel processo produttivo determina un aumento più che proporzionale degli output); oggi, però, il concetto di economie di scala è stato in parte sostituito da quello di economie di informazione: è l'informazione il più importante fattore propulsivo dello sviluppo economico del paradigma post-fordista. Anche le curve di esperienza hanno un ruolo importante per il raggiungimento di questo tipo di vantaggio: i costi unitari collegati ai processi di produzione e vendita decrescono all'aumentare dell'esperienza cumulata, ma l'esperienza altro non è che informazioni sedimentate all'interno dell'azienda. Quindi le risorse immateriali che si formano all'interno dell'azienda (come visto in precedenza) e che sono basate su informazioni interne possono essere fonti di vantaggi competitivi cercati dall'impresa.

Se l'obiettivo della strategia è la differenziazione, dobbiamo rendere il nostro prodotto più complesso, quindi processi produttivi complessi e processi di consumo complessi. Il prodotto, quindi, è visto come "sistema di prodotto", in quanto il suo contenuto non si esaurisce nelle caratteristiche fisiche. Per poter fare ciò

⁸ Porter, Michael, *Il Vantaggio Competitivo*, 1985.

⁹ Pozza, Lorenzo, *Le Risorse Immateriali. Profili di Rilievo nelle Determinazioni Quantitative d'Azienda*, EGEA, 1999.

si fa sempre più ricorso alle risorse immateriali che hanno i caratteri dell'unicità, della difficile "acquisibilità" e difficile "copiabilità". Un esempio di risorsa immateriale per fondare la differenziazione è la conoscenza approfondita dei clienti e dei loro bisogni; queste informazioni passano dall'ambiente all'azienda.

Anche la focalizzazione è generata attraverso le risorse immateriali, in quanto può essere focalizzazione sui costi o focalizzazione sulla diversificazione. In entrambi i casi vale ciò che è stato detto in precedenza sulle altre strategie, la differenza sta nel fatto che il vantaggio che fa leva sulla focalizzazione è incentrato in un segmento più ristretto.

Quanto detto sopra chiarifica il ruolo fondamentale, ma non esclusivo, che le risorse immateriali hanno per generare un vantaggio competitivo per l'azienda.

Fig.2 Le tre strategie di base

Fonte: M.E. Porter, Il Vantaggio Competitivo, p.19.

		Vantaggio competitivo	
Ambito Competitivo		Leadership di costo	Differenziazione
		Focalizzazione sui costi	Focalizzazione sulla differenziazione

1.2 Goodwill

L'attenzione posta oggi al valore delle risorse immateriali come parte fondamentale del valore dell'azienda è dovuta non soltanto alla consapevolezza che queste risorse sono la caratteristica distintiva di quest'ultima, ma anche all'attuale nor-

mativa in materia di goodwill derivante dalle operazioni di fusione e acquisizione.

Il goodwill può essere definito come la differenza tra il valore di libro e il prezzo effettivamente pagato nella transazione se quest'ultimo è maggiore del primo, altrimenti si avrà un badwill.

Principalmente il goodwill viene rilevato nell'ambito della valutazione d'azienda dove il valore finale della valutazione è maggiore del valore di libro della stessa: questa differenza positiva è generata dalla presenza di risorse immateriali nell'azienda che ne fanno aumentare il valore; per questo il valore dell'azienda nel suo complesso, evidenziando le risorse intangibili, sarà dato da:

$$W \text{ impresa} = W \text{ cessione beni immat.} + W \text{ residuo impresa}$$

In linea generale il goodwill fa riferimento a cinque macro-categorie:

- Risorse basate sulla tecnologia
- Risorse basate sui contratti
- Risorse artistiche
- Risorse basate sui clienti
- Risorse basate sul marketing.

Si può notare come queste non siano risorse facilmente individuabili all'interno dell'azienda, necessitano di un'attenta analisi per potergli attribuire un valore in quanto si fondano su aspetti che sono di difficile valutazione, come la fedeltà, la fiducia, il know-how...tutti elementi che sono nati e si sono sviluppati all'interno dell'azienda con l'esperienza, la ricerca e ponendo il consumatore al centro dell'attenzione in modo da far arrivare ad esso le informazioni positive necessarie affinché abbia un'opinione positiva del prodotto/servizio che la stessa offre e ne rimanga fedele.

Nonostante l'importanza data alle risorse immateriali dal '900 ad oggi all'interno delle strategie aziendali, sul piano contabile, almeno fino allo scorso decennio, non veniva rilevato esplicitamente il valore del goodwill: questo era contabilizza-

to nel valore dell'azienda. E' opportuno, invece, fare una valutazione specifica per tali risorse perché questo permette di applicare un metodo più idoneo per determinare il valore dell'oggetto della valutazione; nelle aziende in cui il successo è fortemente legato agli elementi immateriali, l'estensione dell'analisi a questi ultimi permette un apprezzamento più realistico della redditività aziendale; permette anche un collegamento tra le analisi di tipo economico-finanziario e le analisi di tipo strategico; inoltre c'è meno divergenza tra le valutazioni di tipo patrimoniale e quelle economico-finanziarie: le stime di tipo patrimoniale sono maggiormente accostabili a quelle fondate sull'esame della capacità di generare risorse¹⁰.

La netta separazione del valore dei beni immateriali dal valore dell'impresa è fatta al fine di evitare duplicazioni di valori che nel caso contrario porterebbero ad una sopravvalutazione della stessa.

Sul piano normativo, l' "International Financial Reporting Standard 3" (IFRS 3) stabilisce che il goodwill derivante da un'acquisizione, che rappresenta il valore delle risorse immateriali dell'azienda, venga specificatamente assegnato a queste risorse e che ogni anno si controlli se ci sono state variazioni di valore e/o eventuali eventi o cambiamenti di circostanze che hanno ridotto il valore dello stesso. Inoltre l'IFRS 3 al par.52 dà una sua definizione di avviamento nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione ma che può essere ampliata al caso generico: "L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale rappresenta un pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente".

La presenza di una nuova normativa specifica accentua l'importanza di queste risorse e il maggior valore che queste possono apportare all'azienda che le possiede.

¹⁰ G. Brugger, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, Finanza Marketing e Produzione, fascicolo 1, pagg 33-42.

1.3 Il brand

Per comprendere sin da subito l'oggetto di questo lavoro, è opportuno iniziare questo paragrafo con la distinzione tra prodotto e brand: "Il prodotto è qualcosa che viene realizzato in una fabbrica; il brand è qualcosa che viene comperato dall'acquirente. Un prodotto può essere copiato da un concorrente; un brand è unico. Un prodotto può essere superato, un brand di successo è senza tempo"¹¹.

Questo confronto ci permette di capire che il brand è un insieme di elementi che vanno la di là della fisicità del prodotto/servizio offerto dall'azienda: la marca è una risorsa di fiducia, intesa come capacità dell'azienda di generare fiducia negli stakeholder; la fiducia ha un ruolo fondamentale nel processo di acquisto in quanto "si sostituisce alle informazioni, dimostrandosi un'alternativa ad esse" (Vicari, 1995). Il livello di fiducia nei confronti di una marca rappresenta la quantità di informazioni positive che il consumatore ha raccolto su di essa con l'esperienza.

Il brand è un termine che può avere diversi significati: può essere inteso come il nome, il logo e i fattori visivi associabili ad un prodotto, che lo differenziano da quello della concorrenza (si parla in questo caso di trademark valuation e si avrà una valutazione separata rispetto agli altri elementi comunque imputabili al brand); oppure possiamo considerare il nome, il logo, i fattori visivi, le proprietà intellettuali e in generale tutti gli elementi distintivi come il packaging, i colori, i diritti di produzione, i copyrights, etc., in questa definizione si considera il brand come un'esperienza che trascende dal logo e dai soli elementi visivi (si parla di brand e di brand valuation); alcuni col termine brand si riferiscono alla business unit che opera "sotto" il brand, in questo caso il riferimento è alla branded business valuations (una valutazione d'azienda). (Nel corso di questo lavoro il brand è inteso nella seconda definizione.)

¹¹ Stephen King from WPP Group, London.

Consapevolezza, fedeltà e qualità percepita sono le tre caratteristiche principali del successo di un brand.

Consapevolezza. I consumatori devono essere consapevoli circa il prodotto; sceglieranno l'articolo riconosciuto nel caso debbano fare una scelta tra due articoli. La domanda di un brand aumenterà quando si sarà creata molta consapevolezza e accettabilità nei consumatori. Ci sono quattro tipi di consapevolezza: dominante (il brand fa richiamare l'intera categoria del prodotto ex. Kleenex), top-of-mind (il primo brand della categoria a cui il consumatore pensa ex. Coca-Cola), recall (capacità del consumatore di richiamare alla mente una marca, in seguito alla menzione di una categoria di prodotti) e recognition (capacità dell'individuo di riconoscere una marca tra tutte quelle presenti sul mercato).

Fedeltà. Indica la disponibilità dell'individuo ad acquistare un determinato prodotto. Vi sono cinque categorie. I "non-users" cioè consumatori che usano diversi tipi di prodotti, ma non hanno un brand di preferenza. I "price switchers": coloro che acquistano i prodotti che hanno il prezzo più basso e ottengono la massima soddisfazione; questi non acquistano prodotti branded perché costosi e non gli riconoscono un differenziale. La terza categoria è quella denominata "passively loyal" ossia coloro che acquistano per abitudine e non per una determinata ragione, possono cambiare scelta in ogni momento per qualsiasi ragione. I "fence sitters" sono coloro interessati alla convenienza ed al prezzo, preferiscono prodotti a basso prezzo ma devono essere in una conveniente situazione per l'acquisto del prodotto. L'ultima categoria è "committed clients" a cui piace acquistare un particolare prodotto in qualsiasi luogo a qualsiasi momento.

Qualità percepita. I consumatori sono disposti a pagare un prezzo maggiorato (price premium) per il prodotto/servizio ma è necessario che venga percepita l'elevata qualità dello stesso.¹²

Ogni marca, per essere definita tale, deve essere caratterizzata da tre componenti intrinseche: la componente identificativa, la componente fiduciaria, la compo-

¹² A. Seetharaman, Zainal Azlan Bin Mohd Nadzir, S. Gunalan; *A conceptual study on brand valuation*; Journal of Product & Brand Management; vol.10; N. 4; pagg. 243-256; 2001.

nente valutativa. La componente identificativa fa riferimento alle caratteristiche distintive ovvero ai segni di riconoscimento della marca (nome, logo, attributi concreti, caratteristiche fisiche e materiali, quindi il marchio), la componente fiduciaria si riferisce al ruolo che la marca riveste nel processo d'acquisto (diminuire il rischio percepito nell'acquisto, risparmiare sui costi di raccolta delle informazioni, ridurre i tempi d'acquisto), la componente valutativa è relativa ai significati e alle valenze che un individuo attribuisce alla marca ed è l'aspetto più importante per la valutazione della brand equity in quanto la qualità e la quantità delle associazioni evocate dalla marca è uno dei più importanti condizionamenti e limiti del suo valore finale. Il valore della marca, quindi, è legato al valore che il cliente attribuisce ai prodotti sui quali è veicolata, per cui è opportuno fare un'analisi della componente valutativa della marca attraverso il modello della catena mezzi-fini¹³.

Le associazioni cognitive generate dal brand nei consumatori sono identificabili a tre livelli di astrazione:

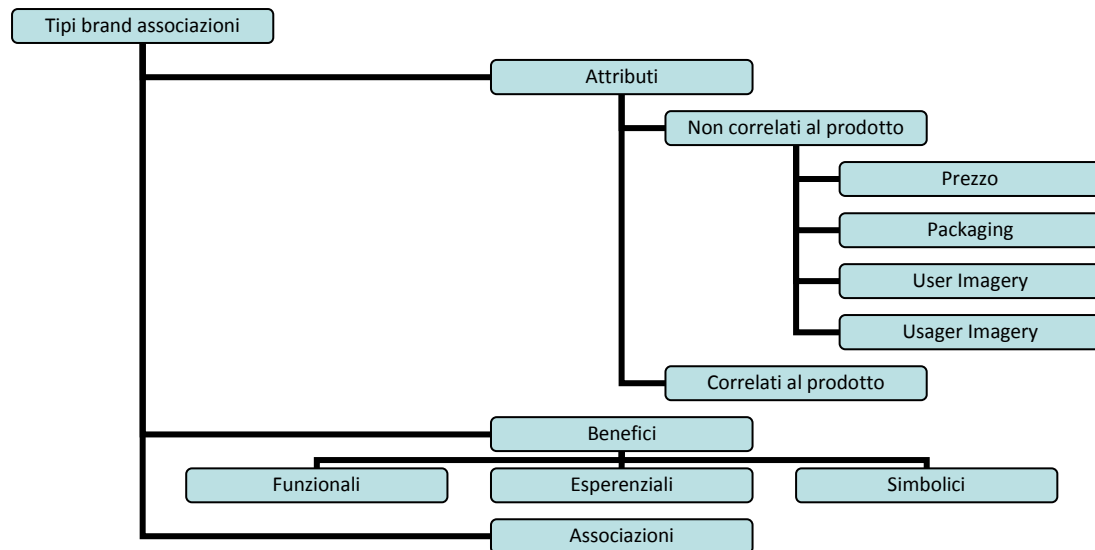
- gli attributi dell'offerta
- i benefici traibili dal prodotto/servizio
- i valori individuali

Nella figura 3 sono evidenziati i tipi di brand associazioni:

¹³ Busacca B., *Le risorse di fiducia dell'impresa*, UTET, Torino, 1994-b

Fig. 3 Tipi di brand associazioni

Fonte: Keller K., *Conceptualising, Measuring, and Managing Customer- Based Brand Equity*, Journal of marketing, vol. 57, 1-22, 1993



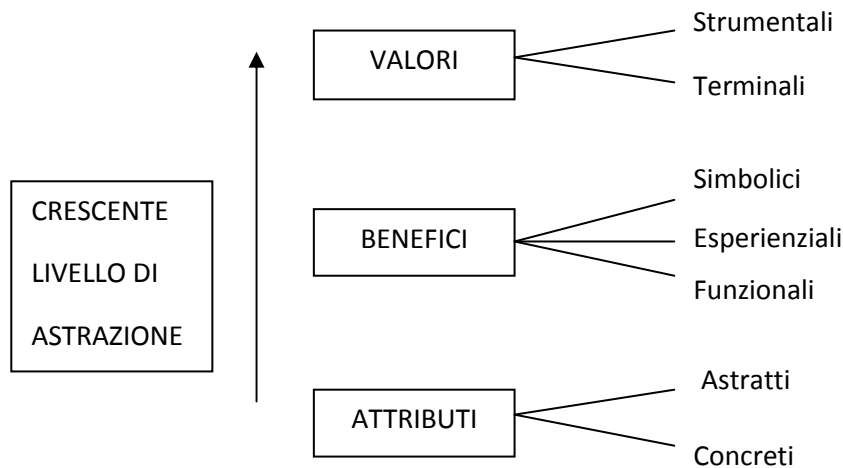
Gli attributi sono le connotazioni descrittive della marca che caratterizzano il prodotto/servizio offerto: possono essere correlati al prodotto, cioè elementi necessari per far funzionare il prodotto e quindi sono attributi unidimensionali, misurabili e direttamente connessi alle caratteristiche del prodotto; oppure possono essere non correlati al prodotto e quindi anche se non sono necessari alla performance del prodotto, sono un elemento essenziale per la decisione d'acquisto e sono: informazioni sul prezzo, packaging e user e usager imagery, ossia concetti legati all'immagine che si forma nei consumatori, alle persone che usano il prodotto, al luogo e al tipo di situazioni in cui il prodotto/servizio viene utilizzato.

I benefici sono le valutazioni personali dei consumatori su tutti gli attributi del prodotto/servizio e possono essere: benefici funzionali, relativi alle performance del prodotto; benefici esperenziali, legati alle emozioni e all'esperienza d'uso, e benefici simbolici, quello che la marca trasmette da un punto di vista sociale. Le associazioni sono riferite ai valori evocati dalla marca e ciò che questa riesce a trasmettere.

La figura 4 rappresenta la componente valutativa della marca secondo la catena mezzi-fini:

Fig. 4 La componente valutativa della marca: una rappresentazione secondo il modello della catena mezzi-fini.

Fonte: Roberto Mazzei, Brand Equity: Il valore della marca, p. 44.



La catena mezzi-fini collega le caratteristiche intrinseche dei prodotti (mezzi) agli obiettivi di ordine generale (fini) che il consumatore desidera raggiungere; il valore della marca è correlato al valore che essa rappresenta per il cliente come conseguenza dell'associazione cognitiva fra marca, attributi e benefici che questa offre nell'ambito di un sistema ben definito di valori. La marca avrà, quindi, un valore maggiore per l'impresa quanto più elevato è il valore attribuito ad essa dai consumatori. Per arrivare al suo livello massimo di valore è necessario che la marca completi il suo ciclo di evoluzione, che può essere scomposto in tre fasi:

- a) la *marca-attributo distintivo*, dove la marca svolge una funzione informativa nei confronti dei consumatori mentre per l'impresa è un fattore distintivo dell'offerta;
- b) la *marca-risorsa di business specific*, dove la marca, per i consumatori, è sinonimo di garanzia, assicurando la presenza dei benefici in tutte le sue manifestazioni, mentre per l'impresa favorisce la nascita di nuovi prodotti all'interno di linee già esistenti (line extension);

c) la *marca-vettore di sviluppo*, dove la marca svolge, nei confronti del consumatore, funzione informativa, di garanzia e comunicativa, mentre permette all'impresa strategie di brand extension (marca come vettore di sviluppo) ed è generatrice di valore.

Per l'impresa il valore della brand equity dipende dal potenziale della marca di creare valore nel tempo, piuttosto che dal valore della marca in senso stretto. Potenziale che si articola in *potenziale di differenziazione*, cioè difficile acquisibilità e limitabilità degli intangibles assets, meccanismi di isolamento che permettono di creare barriere all'entrata, di determinare liberamente politiche di pricing; *potenziale di relazione*, cioè valore che si crea per i consumatori in termini di fiducia, valore per i finanziatori e gli azionisti perché si possono creare politiche di sviluppo del capitale economico, valore per il trade perché la marca permette la collaborazione con i canali distributivi in un'ottica orientata alla soddisfazione del cliente. *Potenziale di estensione*, ossia permette l'attuazione di diverse strategie di sviluppo dell'impresa fondate su prodotti e linee esistenti, sull'introduzione di nuovi prodotti nell'ambito delle linee esistenti, sulla modificazione della gamma nell'ambito di linee collegate (integrazione) e non collegate (diversificazione); *potenziale di apprendimento* in quanto la marca è una risorsa basata sulla fiducia e questo può generare per l'impresa altre risorse di fiducia e conoscenza.

Il valore della marca, ossia la brand equity, risiede non solo nelle relazioni di fiducia tra clienti e impresa, ma si estende a tutti i rapporti che l'organizzazione ha con i soggetti esterni; la brand equity esprime i vantaggi derivanti dal rapporto di fedeltà cliente-marca e da quelli derivanti dai legami che la marca può instaurare con tutti i soggetti esterni.

Quando si parla di brand equity intendiamo il valore economico creato attraverso lo sviluppo di risorse di marketing customer-based, cioè all'immagine della marca, alla fedeltà della clientela e alle relazioni con la stessa; inoltre è inteso come potenziale di sviluppo della fiducia e/o come ulteriore sviluppo di risorse. Nella brand equity si fa riferimento sia ai diritti insiti nella possibilità di utilizzare il

brand come elemento distintivo dell'impresa o di un prodotto/servizio, sia all'immagine di cui l'impresa gode, e alle risorse di fiducia che sono state generate e che i consumatori ripongono nell'impresa¹⁴.

Per questo la dimensione della brand equity può essere riassunta nella fedeltà del cliente, nelle relazioni con soggetti esterni all'impresa e nella conoscenza della marca: notorietà (brand recognition e brand recall) e immagine del marchio.

1.4 Brand valuation e brand evaluation

Vi sono molte definizioni di brand equity, soprattutto nei paesi anglosassoni, di cui vorremmo ricordarne tre che ci permettono poi di capire le due ottiche fondamentali d'analisi del brand:

- ✓ Aaker (1991) identifica la brand equity come l'insieme di vantaggi e responsabilità collegate al brand, al suo nome e al suo simbolo, che si aggiungono o si detraggono dal valore stabilito, per un prodotto o un servizio, dall'azienda e/o dai clienti dell'azienda;
- ✓ Leuthesser (1988) definisce il brand come l'insieme delle associazioni e comportamenti da parte dei clienti dell'azienda, degli stakeholder, che permettono al brand di generare grandi volumi o grandi margini che non si avrebbero senza il brand;
- ✓ Simon e Sullivan definiscono la brand equity in termini di incremento dei flussi di cassa scontati che risultano dai redditi di un prodotto con brand rispetto ai redditi di uno stesso prodotto senza brand¹⁵.

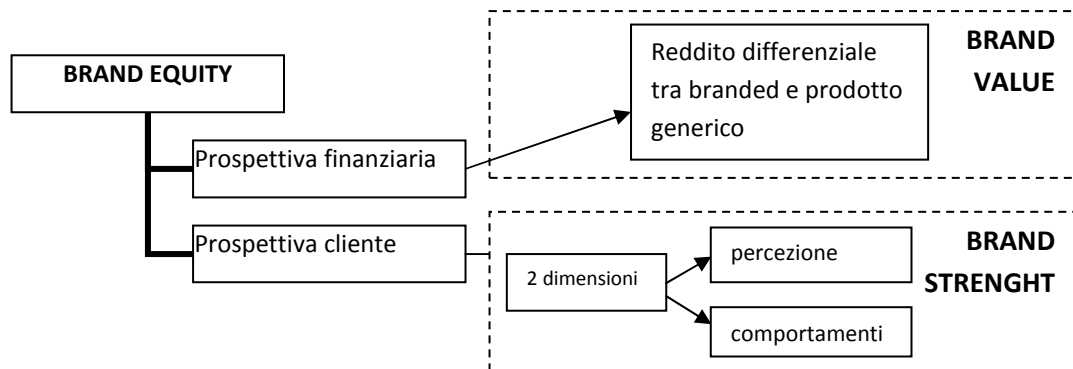
Le prime due definizioni caratterizzano il brand equity come valore “comportamentale” o “percepito” mentre la terza si riferisce ad un valore finanziario od economico del brand. Queste due, infatti, sono le prospettive che coesistono in letteratura e spesso brand equity e brand value sono usati come sinonimi. La figura 5 mostra le diverse prospettive del significato di brand equity.

¹⁴ Mazzei, Roberto, *Brand Equity: Il Valore della Marca*, EGEA, 1999.

¹⁵ Salinas, Gabriela; *The International Brand Valuation Manual*; Wiley; 2009.

Fig. 5 Diverse prospettive del significato di Brand Equity

Fonte: Gabriela Salinas, The International Brand Valuation Manual, p.14.



Con il termine brand value facciamo riferimento ad un'analisi di tipo economico-finanziario e il valore che vogliamo ottenere è monetario: in questi casi parliamo di brand valuation; mentre con brand equity facciamo un'analisi non monetaria, di marketing e in questi casi si parla di brand evaluation. I modelli di brand evaluation si basano sulle percezioni dei clienti e sulle attitudini comportamentali quantificabili; differiscono per le diverse scale utilizzate, per le definizioni di indici utilizzate e per le basi del confronto. Possono comunque essere considerati come misure ed indici relativi. Alcuni dei più famosi metodi di brand evaluation sono:

- ❖ Brand Asset Valuator™ (Young & Rubicam)
- ❖ Equitrend (Total Research)
- ❖ BrandDinamics™ (Millward Brown)
- ❖ The Brand Equity Ten (David Aaker).

Anche se questi modelli non ci portano ad un risultato di tipo economico sono comunque molto importanti perché stimolano la comprensione della forza del brand e delle sue debolezze nell'ambiente competitivo, sono risorse costruttive per chi deve fare la valutazione e strumenti utili per capire la possibile evoluzione del brand nel mercato e le sue potenzialità.

Da un punto di vista economico il brand può creare valore in due modi: dal lato della domanda può portare ad un incremento della stessa e ad un certo livello di stabilità della stessa, questo può permettere anche la costituzione di economie di scala che portano ad una riduzione dei costi operativi del prodotto branded; dal lato del prezzo il prodotto branded può essere venduto ad un prezzo più alto di quelli dei concorrenti unbranded e quindi permette di ottenere ricavi più alti. Inoltre un brand forte può trasferire il valore associato al brand ad altre e/o nuove categorie di prodotto/servizio e quindi trasla su queste i vantaggi associati. Per quanto concerne i costi operativi non solo un prodotto branded può portare ad economie di scala, ma si possono ottenere condizioni economiche migliori per eventuali finanziamenti e ancora migliorare le condizioni per la distribuzione dei prodotti dell'azienda.

Questi vantaggi sono ottenibili attraverso un'analisi del brand congiunta: la prima in un'ottica non economica per capirne il valore verso gli stakeholders, la seconda di tipo economico per individuarne i vantaggi che porta all'azienda stessa. Per concludere è opportuno chiarificare che questo lavoro pone l'attenzione sul valore economico-finanziario del brand, salvo tener presente la fondamentale importanza che un'analisi di marketing ha nello svolgimento dello stesso.

1.4.1 Un modello di brand evaluation: Brand Asset Valuator™

In questo paragrafo verrà analizzato il modello Brand Asset Valuator™ studiato da Young & Rubicam alla metà degli anni '90 e faremo un confronto dei risultati anche in ottica economico-finanziaria, come proposto da Marco Lombardi nel 1998¹⁶.

In questo modello la marca è considerata come una specie vivente che ha delle regole genetiche ed evolutive naturali. Vi sono quattro pilastri attraverso cui una marca passa nella sua esistenza e che segnano il suo ciclo di vita e la sua posizio-

¹⁶ M. Lombardi, *Un nuovo modello di valutazione del valore di marca: il Brand Asset Valuator*, Micro & Macro Marketing, vol. 7, fasc. 3, pagg. 341-355, 1998.

ne all'interno dell'ambiente competitivo. Questi pilastri fanno riferimento alle percezioni che i consumatori hanno nei confronti della marca stessa e sono: *diversità, rilevanza, stima e familiarità*. La *diversità* è la specificità percepita di una determinata marca, è ciò che la distingue dalle altre. Se al suo ingresso nel mercato la marca ha un alto livello di diversità sicuramente le viene garantita una buona base di partenza per raggiungere il secondo, il terzo e, ad ultimo, il quarto pilastro e quindi affermarsi in modo marcato nel mercato. Una bassa diversità è tipica delle commodity che hanno elevata familiarità e rilevanza; diversità in declino indica, invece, che la marca ormai matura sta appassendo.

Il secondo pilastro è la *rilevanza*, cioè se la marca è di reale beneficio ai consumatori; se così non fosse, difficilmente riuscirà ad attrarli e a mantenerli in gran numero. La combinazione di diversità e rilevanza rappresenta la vitalità della marca, il suo potenziale di crescita nel futuro, la sua forza (brand strength): con la diversità la marca può nascere e continuare a vivere, con la rilevanza potrà espandersi. Si parla anche di "diversità rilevante" come la capacità della marca di distinguersi dalle altre marche e di rispondere alle esigenze dei consumatori.

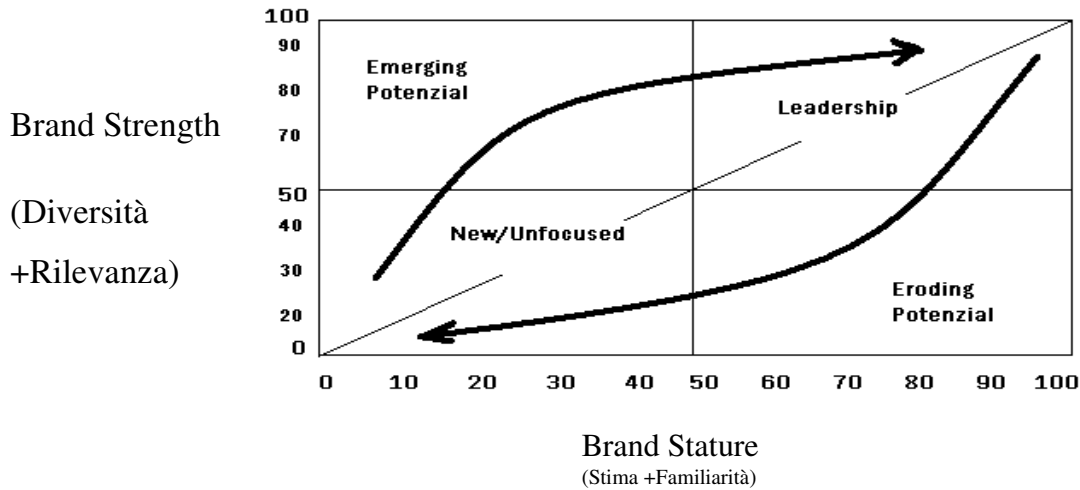
La *stima* è la considerazione in cui è tenuta la marca da parte dei consumatori; se la diversità rilevante sarà elevata, i consumatori risponderanno con alta considerazione. A questo punto il culmine è raggiunto con l'ultimo pilastro: la *familiarità*. Familiarità non è solo conoscere la marca, ma anche comprendere fino in fondo quello che la marca rappresenta fino a considerarla parte del proprio ambiente. La combinazione di stima e familiarità rappresenta la statura, la grandezza attuale della marca (brand stature).

La brand strength mostra quello che potrà essere la marca nel futuro, la brand stature quello che ha costruito nel passato.

Una volta definite le basi del modello, questo va avanti incrociando brand strength e brand stature nel power grid (fig.6):

Fig. 6 Power Grid

Fonte: M. Lombardi, Un nuovo modello di valutazione del valore di marca: il Brand Asset Valuator, Micro & Macro Marketing, vol.7, fasc. 3, p.350, 1998.



Nel quadrante *leadership* troviamo le marche che hanno livelli massimi in tutti e quattro i pilastri (es. Coca-Cola, Barilla), in quello opposto (*new/unfocused*) vi sono le marche che stanno iniziando il loro ciclo vitale o lo sviluppo in un nuovo settore. Il quadrante *emerging potential* è indicativo delle marche che hanno un significativo potenziale di crescita mentre nell'*eroding potential* troviamo marche mature che mostrano pericolosi segni di debolezza, che non sono riuscite a tenere alta la loro vitalità e che stanno iniziando un cammino di declino.

Per poter confrontare quest'analisi con risultati economico-finanziari, negli USA fu selezionato e studiato un campione di 62 imprese che rispondessero a due requisiti fondamentali: che per ogni impresa la marca esaminata dal BAV™ rappresentasse la maggior parte del suo fatturato e che questo fosse ottenuto in modo principale da vendite al consumo. Collocando le varie imprese nei rispettivi quadranti del power grid è emerso che:

- ✓ marche del quadrante nord/ovest, quindi con potenziale di crescita, con rilevanza e differenza in aumento, ma con bassa statura, hanno i più alti margini

di profitto, la più alta crescita di profitto, la più alta crescita del valore di borsa, il più alto tasso P/E e i dividendi più bassi;

- ✓ il quadrante sud/est mostra un'efficienza finanziaria opposta: solo i dividendi sono più alti, in modo da tenere più alto il valore di borsa.

Questa analisi è stata fatta confrontando i valori del 1993 con quelli del 1998: è emerso che le imprese che sono cresciute in diversità hanno avuto anche una sensibile crescita di profitto operativo e di margini operativi, decisamente maggiore a quelle che sono peggiorate in diversità. Anche l'aumento della rilevanza produce un effetto positivo, ma in maniera inferiore rispetto all'aumento della diversità.

Il BAVTM segue un approccio capace di individuare lo stadio di sviluppo in cui si trova una marca e la direzione che potrebbe prendere senza una strategia adeguata.

Attraverso il percorso di analisi appena descritto si rileva come un processo di brand evaluation sia necessario anche per ottenere risultati di tipo economico-finanziario.

1.5 Perché valutare il brand

Prima di valutare un brand è necessario definire cosa si intende per brand, quindi qual è l'oggetto della valutazione, i motivi che spingono alla valutazione e l'approccio che vogliamo seguire; tutto ciò è necessario per scegliere il metodo di valutazione più idoneo per la nostra analisi.

Una volta chiarito l'oggetto dell'analisi è opportuno stabilire le ragioni che spingono alla valutazione, che possono essere:

- brand management, cioè per prendere decisioni sulla brand extension o sull'architettura del brand, per misurare il ritorno degli investimenti impiegati per il brand, per strategie di marketing; in questo caso la valutazione è basata su un modello dinamico e sul ruolo che il brand ha all'interno del "modello delle variabili chiave";

- contabilità e transazione, contabilità in quanto negli ultimi anni è richiesto che i beni intangibili identificabili derivanti da un'acquisizione vengano inseriti in bilancio al fair value, diversamente dalla prassi usata in precedenza dove il valore in eccesso veniva inserito sotto l'unica voce "goodwill". Oppure per motivi di transazione, che può essere interna e/o esterna. Per transazione interna si intende: per motivi fiscali, cioè spesso il brand viene imputato ad una holding che lo dà in licenza ad una controllata in modo che questa paghi il tasso royalty e i ricavi maggiori generati dal brand vengono evidenziati in paesi dove la tassazione sui profitti è inferiore, per evitare ciò le autorità richiedono la valutazione per determinare se c'è stato un trasferimento del fair value del brand in un'altra giurisdizione fiscale; per cartolarizzazione del marchio, cioè vengono raccolti fondi in cambio di garanzie sulla base di ricavi futuri generati dalla licenza del marchio. Per transazioni esterne consideriamo acquisizioni di aziende con brand, in questi casi viene fatta la due diligence per verificare il valore economico degli assets acquisiti. La valutazione fatta per ragioni di contabilità e di transazioni è focalizzata sul valore che il brand ha in un determinato momento.

A questo punto possiamo passare alla selezione dell'approccio da seguire e alla scelta del metodo di valutazione più idoneo.

2. APPROCCI PER LA VALUTAZIONE DEL BRAND

Una volta stabilite le ragioni che muovono la valutazione e identificato l'oggetto dell'analisi, siamo pronti per procedere con la stima. Per fare ciò è importante distinguere tra approcci e metodi di valutazione: l'approccio fa riferimento ai tre modi con cui un asset può essere valutato, i metodi sono modelli che specificano le relazioni che ci sono tra le variabili che determinano il brand value. Prima di analizzare i diversi modelli è opportuno studiare gli approcci da cui questi derivano in modo da facilitarne anche la comprensione e la logica sottostante. Vi sono almeno 39 modelli proposti da diversi studiosi e analisti e tutti si fondano su uno dei tre approcci seguenti¹⁷:

1. Approccio al costo
 - a. Costo storico di creazione
 - b. Costo di sostituzione
 - c. Costo di riproduzione/ricreazione
 - d. Capitalizzazione delle spese riferibili al brand
2. approccio al mercato
 - a. Transazioni di vendita comparabili
 - b. Royalty savings
3. approccio al reddito
 - a. Price premium
 - a.1 Conjoint analysis
 - a.2 Hedonic analysis
 - b. Royalty savings
 - b.1 Brand strength e confronto col mercato
 - b.2 Differenziale di margine operativo

¹⁷ Per la stesura il principale riferimento è stato il manuale "The International Brand Valuation Manual" di Gabriela Salinas, Wiley, 2009.

- b.3 Knoppe formula
- b.4 Group analysis
- b.5 Altri
- c. Driver della domanda/analisi della brand strength
- d. Confronto del margine lordo
- e. Confronto del profitto operativo
- f. Confronto con il profitto teorico di un prodotto generico
- g. Flussi di cassa o reddito differenziale con una società di confronto
- h. Flussi di cassa incrementali
- i. Free cash flow al netto del profitto derivante dalle risorse materiali
- l. Utili in eccesso
- m. Valore dell'azienda al netto del valore delle risorse materiali
- n. Opzioni reali.

L'analisi sarà rivolta allo studio dei diversi approcci, in quanto è su questi che poi si sono sviluppati i vari metodi; nei paragrafi a seguire verranno pertanto descritti gli approcci specificando i vantaggi e gli svantaggi di ognuno.

2.1 Approccio al costo

Attraverso l'approccio al costo il brand è valutato considerando i costi sostenuti per lo sviluppo dello stesso (acquisizione del brand, creazione o mantenimento), in tutto il periodo e in tutte le fasi del suo sviluppo (R&S del prodotto, promozione, perfezionamento del prodotto). L'ottica di analisi per sviluppare questo approccio può seguire quattro logiche differenti.

Il metodo del *costo storico di creazione* misura la somma spesa nello sviluppo del brand al tempo in cui questo è avvenuto, il valore così ottenuto sarà da imputare al brand. Questo metodo può essere idoneo come riferimento ma non è un obiettivo punto di vista in quanto la situazione al momento della valutazione può essere diversa da quella in cui si è avuto lo sviluppo dello stesso e quindi il valore che si ottiene può non essere corretto. Per superare il limite di questo metodo è

stato introdotto il *Costo di sostituzione*, cioè si considera il valore monetario necessario per sostituire il brand con un altro che abbia le stesse caratteristiche al momento della valutazione e quindi che tenga conto ad esempio dell'attuale situazione competitiva. E' sicuramente un metodo migliore del costo storico di creazione in quanto non è inclusa l'inadeguatezza e l'obsolescenza che caratterizza il brand passato e quindi il valore del brand che si ottiene è più realistico, però nella pratica non è molto utilizzato anche perché non tiene conto dei profitti generati dal brand e quindi del valore in termini monetari che questo apporta all'azienda. Un altro approccio simile a quello appena analizzato è basato sul *Costo di riproduzione/ricreazione*, che determina il costo potenziale di sviluppo del brand necessario per portarlo allo stato attuale, quindi si considerano tutti i costi che dovremmo sostenere per realizzare un nuovo brand che abbia le stesse caratteristiche di quello oggetto di valutazione; è chiaro che in questo modo si terrà conto anche dell'obsolescenza e dell'inadeguatezza del brand.

Tra i metodi che seguono l'approccio al costo, il più corretto sembra essere la *Capitalizzazione delle spese riferibili al brand*, che prevede la riespressione a valori correnti dei costi sostenuti per lo sviluppo della marca, quindi dei costi necessari per arrivare al livello di fiducia e di conoscenza che la marca ha oggi. Probabilmente il valore così ottenuto sarebbe più veritiero di quello che si potrebbe ottenere attraverso i metodi appena visti, però, anche se può sembrare semplice applicare questo modello, nella pratica non è così poiché è necessario individuare la percentuale esatta di ogni spesa che può essere attribuita direttamente alla marca (ad esempio i costi di Ricerca & Sviluppo devono essere suddivisi tra quelli sostenuti per lo sviluppo della marca e quelli sostenuti per altre attività); inoltre è soggetto agli stessi limiti visti sopra per quello che concerne la mancata considerazione dei vantaggi che il brand apporta all'azienda.

L'approccio ai costi, in tutte le sue varianti appena analizzate, considera i costi necessari per generare il brand oggetto di valutazione: questo procedimento è molto complesso in quanto è difficile riuscire ad imputare la porzione esatta dei costi sostenuti per lo stesso e stabilire il momento esatto di inizio dello sviluppo,

inoltre, e questo è sicuramente l'aspetto più importante, non tiene conto, in nessun caso, dei benefici che il brand apporta all'azienda sia in termini di minor costi, che di maggior ricavi. Una marca di successo avrà sicuramente una buona posizione competitiva, una determinata forza che la rendono unica e gli permettono di generare i vantaggi appena detti, ma questi metodi non li considerano.

Per questo potremmo dire che l'approccio ai costi è un buon indicatore di valore per quelle risorse facilmente sostituibili all'interno dell'azienda, come il software, ma non per il brand.

Per cercare di ovviare ai limiti dell'approccio ai costi alcuni analisti hanno proposto di considerare il valore del brand risultante da operazioni di mercato, come verrà descritto nel dettaglio nel paragrafo successivo.

2.2 Approccio al mercato

L'approccio di mercato considera recenti transazioni (acquisizioni, vendite...) che hanno avuto ad oggetto un brand simile a quello oggetto della valutazione e per le quali sono disponibili informazioni sul prezzo della transazione. Si parla in questo caso di *Transazioni di vendite comparabili*: il valore del brand è determinato con riferimento ai dati di mercato disponibili di una transazione avente ad oggetto un brand comparabile. Questo approccio richiede l'identificazione di un brand omogeneo a quello oggetto di valutazione, per il quale ci sia stata una recente transazione; è un modo di analisi a limitata applicabilità in quanto non c'è un vero mercato attivo del brand, inoltre è difficile riuscire ad identificare brand omogenei tra loro: come abbiamo descritto nel primo capitolo di questa analisi ogni brand ha delle proprie caratteristiche che lo rendono unico. L'approccio di mercato è idoneo per la valutazione di risorse non uniche; per il brand può essere usato come metodo di confronto, nel caso ci sia una transazione che abbia ad oggetto un brand analogo, per verificare la validità del valore ottenuto attraverso l'impiego di un altro metodo. L'utilizzo come metodo di confronto, comunque, può essere fatto quando c'è un sufficiente numero di transazioni comparabili (ex

le quote di produzione del latte, le emissioni di energia), quando la transazione è tra parti indipendenti e quando la transazione è effettuata ad una data pertinente: in questi casi sarà più agevole identificare un brand analogo.

All'interno dell'approccio ai mercati possiamo includere anche il *royalty savings*, denominato anche *royalty relief*: una tecnica basata sul presupposto che un'azienda che non ha diritti su un brand lo chiede in licenza ad una terza parte, oppure il proprietario del brand lo dà in licenza ad un terzo il quale dovrà pagare una certa somma per il suo utilizzo. Questo metodo prevede la stima delle vendite future alle quali verrà applicato un certo tasso royalty; il valore così determinato, dopo aver tolto le tasse, verrà scontato in modo da ottenere il valore attuale che corrisponde al brand value. Il metodo ora descritto è definito anche misto oppure appartenente alla categoria che si basa sull'approccio del reddito in quanto considera sia i valori del mercato che le vendite future previste. I passi da seguire per determinare il valore del brand secondo questo approccio sono:

- determinare le vendite nette relative al brand per un orizzonte prospettico generalmente di 3-5 anni;
- determinare il royalty rate di transazioni comparabili considerando:
 - la forza del brand
 - la durata e i termini previsti dell'accordo
 - l'esclusività della licenza
 - il potere di negoziazione delle parti
 - il ciclo di vita del prodotto
 - le condizioni del mercato
 - il livello di margine operativo;
- moltiplicare le vendite nette previste per il tasso royalty così da ottenere il valore royalty totale;
- applicare l'aliquota fiscale sul tasso royalty totale;
- determinare il tasso di crescita perpetuo del brand, la vita economica utile e il tasso di sconto;
- scontare il tasso royalty dopo le tasse in modo da ottenere il valore attuale.

In formula:

$$W^j = R * a_{\overline{n}|i} \quad (1)$$

dove:

n = vita utile stimata del bene

i = tasso di attualizzazione

R = ammontare annuo delle royalty ottenibili tramite la licenza in uso del marchio:

$$R = r * S \quad (2)$$

r = coefficiente espressivo delle royalty (si può considerare come l'ammontare delle royalty che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso del marchio stesso, oppure come il beneficio prodotto dalla mancata corresponsione di royalty da parte del proprietario del marchio che, in caso contrario, avrebbe dovuto pagare per ottenere il diritto ad utilizzare il bene), generalmente si desume dal mercato: si individuano marchi comparables dati in licenza, omogenei a quello oggetto di valutazione e si sceglie quello più idoneo per la nostra valutazione

S = fattore per parametrare il coefficiente, generalmente si fa riferimento ai ricavi di vendita dei beni associati e/o associabili al brand da valutare. Per limitare l'aleatorietà connessa al fatturato atteso dovremmo tener conto del fatturato storico e delle ipotesi sottostanti la proiezione dei ricavi, gli effetti legati alla durata della licenza, le condizioni stabilite in relazione alla cessazione del rapporto.

Detto ciò la (1¹⁸) può anche essere scritta come:

$$W^j = \sum_{i=1}^n (rS_i - C_i) * a_{\overline{n}|i} \quad (3)$$

¹⁸ Mazzei, Roberto, *Brand Equity: Il Valore della Marca*, EGEA, 1999.

Il royalty relief combina valori di mercato (tasso royalty) con grandezze generate dal brand all'interno dell'azienda che lo possiede (fatturato), potremmo dire che questo ci permette di rendere più specifico il valore ottenuto riferito al brand da valutare, in altre parole con questo metodo non ci limitiamo a considerare solo valori di mercato, derivati da operazioni su altri brand, ma aggiungiamo una componente specifica di quello oggetto di valutazione che è il fatturato. Il valore del tasso royalty è specifico per ogni industria, per cui dobbiamo scegliere con attenzione il settore a cui appartiene il brand da valutare; questo passaggio può sembrare di scarso rilievo, ma nella realtà non è così in quanto brand che hanno caratteristiche monetarie e patrimoniali simili, ma appartenenti a settori differenti, possono avere royalty rate anche molto diversi tra loro.

Il royalty savings, considerando il fatturato atteso, rimuove le difficoltà presenti nell'identificazione di un profitto differenziale attribuibile al brand: come si vedrà in seguito, l'approccio ai redditi prevede la quantificazione di un flusso differenziale direttamente imputabile al brand, generalmente attraverso il confronto tra flussi generati dalla società col brand oggetto di valutazione e quelli di un'altra società senza brand. Il vero problema, però, nell'applicazione di questo metodo è che pochi brand sono effettivamente comparabili; il tasso royalty, inoltre, include altre variabili oltre al brand, per cui è necessario scindere la parte di tasso imputabile direttamente al brand e quella relativa ad altre obbligazioni presenti nel contratto di licenza. Secondo alcuni autori¹⁹ il valore del brand che si ottiene con questa metodologia è inferiore a quello effettivo in quanto qui viene considerato solo l'uso del brand (attraverso il royalty rate), ma non l'aver il controllo totale dello stesso e quindi tutti i benefici e gli stimoli che questo può dare all'azienda stessa; questo è confermato guardando la definizione data all'inizio del tasso royalty: in generale si considera il prezzo per sfruttare il brand, però sappiamo che i vantaggi che quest'ultimo può apportare all'azienda proprietaria non sono limitati al non dover pagare il tasso, ma si ampliano in termini di

¹⁹ Smith e Parr (2005), Lasinski (2002) e Pavri (1999).

aumento dei ricavi, riduzione dei costi, stimoli al management ad esempio attraverso line extension...

Vi sono alcune metodologie per poter individuare il tasso royalty: la più intuitiva è definita *Brand strength e confronto col mercato* che prevede di determinare il tasso royalty esaminando il range di tassi royalty specifici del settore di appartenenza. Per individuare un idoneo tasso royalty è opportuno tener conto di quelle che sono le caratteristiche del brand oggetto di valutazione, quindi la sua forza in termini di qualità ed attributi che possiede rispetto ai competitors e le clausole specifiche del contratto di licenza. Qui ritroviamo i limiti relativi all'impiego di grandezze direttamente proposte dal mercato, per questo si ritiene più opportuno considerare il *Differenziale di margine operativo* dove vengono analizzati i differenziali di margine operativo annuali e si usano questi come implicito tasso royalty. In generale, i margini operativi dell'azienda oggetto di studio vengono confrontati con quelli di un'azienda senza brand o con un brand simile ma inferiore. Quello che si ottiene è il royalty rate da applicare per determinare il valore del brand. Il problema riconducibile a questo metodo sta nel fatto che il margine operativo può essere generato anche da fattori non riconducibili al brand e questo può portare ad una sopra/sotto valutazione del valore. Per ovviare a questi limiti Helmut Knoppe nel 1967 introdusse la c.d. *Knoppe formula*:

$$\text{Royalty rate in \%} = \frac{(\text{profitto del prodotto dato in licenza} * 100)}{(\text{vendite del prodotto dato in licenza} * 3)} \quad (4)$$

Questa formula si basa sul principio amministrativo tedesco secondo cui un manager deve pagare una royalty fintanto che ottiene un profitto operativo appropriato per lo sfruttamento del prodotto avuto in licenza. Per Knoppe la somma ottimale da corrispondere è un tasso royalty che va dal 25% al 33,33% dei profitti del licensor (proprietario del brand) prima delle tasse.

Un'altra tecnica per determinare il royalty rate è la *Group analysis*: vengono riunite in un gruppo omogeneo variabili appartenenti a diversi gruppi e da questo si

determina il tasso royalty. L'obiettivo è massimizzare il grado di omogeneità nel gruppo e ridurre le variabili esterne ad esso. Si sviluppa in quattro fasi:

1. collezionare dati sui contratti di licenza e selezionare le variabili che saranno usate nel gruppo di analisi (possono riferirsi a caratteristiche contrattuali come i termini del contratto, la durata, l'esclusività, o a misure di profittabilità come il margine operativo, le vendite);
2. selezionare un metodo di raggruppamento (gerarchico) e standardizzare i dati;
3. stabilire un numero ottimale di gruppi in modo da ottenere un appropriato gruppo che contenga i dati del brand oggetto di valutazione così come è stato fatto per le comparables;
4. determinare il royalty rate attraverso l'uso dei gruppi con i dati del brand e delle comparables basandosi sulla mediana dei dati royalty o dei livelli di profitto del gruppo di società.

Questo metodo può essere usato per valutare gli intangibles assets là dove vi sono molteplici comparables e fattori di confronto e dove vi sono bassi profitti dati dall'intangibles. Non è un metodo facilmente applicabile data la complessità nelle fasi di sviluppo, inoltre è sottoposto a soggettività e l'accesso ai dati necessari per la sua applicazione è molto limitato.

Per la determinazione del tasso royalty, i metodi più agevoli per valutare un brand fanno riferimento o all'individuazione dello stesso in un range presente sul mercato, oppure all'analisi dei margini operativi differenziali, che supera i limiti del precedente.

Nonostante le critiche generali imputabili al royalty relief sopra evidenziate, nella prassi è il metodo più comunemente utilizzato, anche perché è uno dei pochi, se non l'unico, riconosciuto adeguato dalle autorità fiscali.

2.3 Approccio al reddito

Il metodo royalty relief, come descritto, è un metodo misto in quanto unisce variabili di mercato con grandezze reddituali. Valutare un brand seguendo

l'approccio al reddito richiede l'identificazione dei redditi, profitti o flussi di cassa attribuibili al brand, per il suo periodo di vita utile, e scontati o capitalizzati per ottenere il valore attuale. L'approccio ai redditi è quello più seguito per la valutazione del brand in quanto supera i limiti degli altri approcci: in generale, si considerano tutti i vantaggi che questo può offrire e, non considerando variabili di mercato, è meno aleatorio. Come sappiamo i valori di mercato possono essere influenzati da una moltitudine di variabili, una fra tutte la forza contrattuale delle parti che rende estremamente poco oggettiva la valutazione.

La soggettività è un difetto tipico delle valutazioni in quanto valutare significa fare una stima e quindi è inevitabile che il valore ottenuto sia caratterizzato da questo limite; possiamo comunque cercare di ridurre l'aleatorietà attraverso l'impiego di grandezze reddituali. Seguendo questo tipo di approccio la valutazione può essere realizzata attraverso un differenziale di prezzo, oppure calcolando una percentuale che rappresenti il peso che il brand ha nel processo d'acquisto, o la differenza tra i profitti operativi e/o i flussi di cassa netti, o i flussi di cassa incrementali dovuti alla presenza del brand oppure determinando il valore del brand come differenza tra il valore dell'azienda e quello generato dalle risorse materiali e immateriali presenti nella stessa.

La metodologia di analisi più intuibile è denominata *Price premium*: viene stimato il profitto incrementale generato dal brand confrontando il suo prezzo con quello di un generico prodotto unbranded; in questo modello si parte dal presupposto che certe caratteristiche, come la qualità percepita e la consapevolezza, permettono all'azienda di vendere il prodotto branded ad un prezzo maggiorato. Il valore totale del brand è determinato come il valore attuale dei profitti unitari, al netto delle tasse, attribuibili al brand moltiplicato per il volume delle vendite. Nonostante la facile comprensione del metodo, non può essere sempre applicato soprattutto nelle società che hanno un canale di distribuzione indipendente non disposto a collaborare con questa analisi e nelle società che vendono prodotti o servizi che sono difficili da comparare. Due tecniche sono riconducibili al price premium: la *conjoint analysis* e l'*hedonic analysis*.

La *Conjoint analysis* è una tecnica statistica usata per determinare l'importanza che i consumatori assegnano ad ogni diversa caratteristica del prodotto e l'impatto che queste hanno nelle preferenze generali per lo stesso. Nello specifico si richiede ai consumatori di ridurre la quantità di un attributo per ottenerne un po' di più di un altro in modo da essere comunque soddisfatti, e viene chiesto per ogni coppia di attributi. Dall'analisi delle scelte effettuate dai consumatori si individua la combinazione di attributi che essi vorrebbero per il prodotto, incluso il brand, e il prezzo che sarebbero disposti a pagare per uno specifico prodotto con queste caratteristiche. Il valore del brand è così determinato. Il vantaggio di questo metodo statistico è che si riduce il grado di soggettività a cui la valutazione del brand è sottoposta; gli svantaggi sono dati dalle assunzioni molto restrittive: secondo questo tipo di analisi il brand non dovrebbe influenzare le altre caratteristiche del prodotto, ma questo è un prerequisito poco realistico in quanto gli "effetti" del brand ricadono anche sulla percezione di queste. Inoltre la soggettività muove a diversi livelli: introduce certi elementi di costruzione e applicazione che rendono irrealizzabile la determinazione di un fair value.

Attraverso l'*Hedonic analysis* il prezzo o il valore è considerato funzione delle caratteristiche dell'asset oggetto di stima. Per la determinazione del suo valore il brand è considerato come una qualsiasi altra caratteristica del prodotto. Considerando n caratteristiche x_i , la funzione del prezzo y sarà:

$$y = \beta_0 + \beta_1 * x_1 + \beta_2 * x_2 + \dots + \beta_n * x_n + \varepsilon \quad (5)$$

dove:

β_0 = costante che rappresenta il prezzo senza tener conto delle caratteristiche

β = coefficiente di ogni singola caratteristica

ε = coefficiente di errore random

L'hedonic price analysis quantifica gli effetti di ogni caratteristica sul prezzo del prodotto. Se il brand è la caratteristica x_1 e il suo coefficiente β_1 è positivo, il

suo valore di mercato sarà positivo. Il prezzo finale del prodotto può essere calcolato con e senza il brand: questa differenza è il contributo unitario del brand sul prodotto. Moltiplicando questa differenza per le quantità totali vendute si ottiene il contributo totale che il brand apporta all'azienda, togliendo da questo l'ammontare dei costi sostenuti per generare il brand troviamo il reddito netto direttamente attribuibile al brand.

E' opportuno considerare che è difficile mantenere un price premium basato unicamente sul brand, se questo non viene "accresciuto", per un lungo periodo di tempo; dobbiamo anche tener conto del fatto che se un prodotto branded non permette di avere un price premium, può generare comunque altri vantaggi per l'impresa (riduzione dei costi) che attraverso questo approccio non sono considerati. Per queste ragioni si sono avute evoluzioni nell'approccio che permettono di considerare vari elementi: il differenziale dei ricavi di vendita prospettico tra un'azienda con brand ed una senza brand, per un determinato periodo di tempo, assumendo che entrambe le aziende vendano la stessa quantità di prodotti; il differenziale in termini di prezzo unitario tra un prodotto branded ed uno unbranded moltiplicato per il volume di vendita previsto; il differenziale medio di price premium degli ultimi tre anni tra un prodotto branded ed uno generico della stessa categoria moltiplicato per le vendite previste future.

Una considerazione importante può essere fatta rivolgendo l'attenzione agli attributi e ai drivers che condizionano la scelta d'acquisto. Si tratta di *Driver della domanda/analisi della brand strength*, cioè focalizzarci sugli effetti che il brand e/o i drivers della domanda riconducibili ad esso hanno sulla domanda e sull'offerta con lo scopo di individuare l'influenza che la marca ha nel processo di decision-making del consumatore e sul valore creato nell'azienda come proporzione imputabile al brand. Questo metodo è anche conosciuto come "ragioni dell'acquisto" e si può sviluppare in due modi: il primo ricerca i fattori imputabili al brand nell'insieme dei fattori che portano ad una scelta d'acquisto. La distinzione tra fattori imputabili al brand e quelli non imputabili è molto soggettiva e

dipende dalla composizione e dalla struttura dell'oggetto dell'analisi (questo metodo è denominato Absolute techniques).

Il secondo metodo denominato "relative techniques" ha due modalità di applicazione: una che considera il brand come fattore che influenza tutti gli attributi del prodotto/servizio e una che considera il brand come attributo indipendente.

Nel primo caso si individuano i drivers della domanda e si determina il contributo che il brand apporta ad ognuno di essi; nel secondo si determina l'importanza di ogni driver della domanda, marca inclusa. Il contributo del brand è dato dal peso che questo ha nel momento della scelta d'acquisto da parte del consumatore confrontandolo col peso degli altri drivers.

L'analisi delle "ragioni dell'acquisto", in tutte le sue varianti, permette di ottenere una percentuale che verrà applicata alle vendite, agli utili, ai cash flow, in modo da ottenere la proporzione di valore imputabile al brand.

Sicuramente questo metodo è idoneo per una valutazione di marketing in quanto permette di selezionare i fattori che condizionano il processo d'acquisto, inoltre, proprio per il suo processo di analisi, non richiede dati di altre società di confronto. Non permette però di ottenere un risultato comparabile data l'elevata soggettività anche nell'applicazione dello stesso per cui non è corretto usare questo metodo per determinare il fair value di un brand.

Per ovviare all'impossibilità di comparabilità del risultato, si sono sviluppate altre metodologie di analisi caratterizzate proprio dall'individuazione di una grandezza differenziale derivante dal confronto.

Il *Confronto con il profitto teorico di un prodotto generico* stima il brand value come differenza di profitti operativi generati da una società con brand ed una unbranded, moltiplicato per un multiplo. Si determinano i profitti operativi generati dal brand e si stimano quelli di un equivalente prodotto generico. I profitti attribuibili al brand si possono determinare in due modi: 1. si sottraggono gli EBIT stimati per il prodotto generico dagli EBIT generati dal brand. Per il calcolo dei profitti generati da un prodotto generico si assume un 5% di ritorno di capitale impiegato (RCE Return on Capital Employed) e un rapporto di capitale investito

su vendite equivalente al rapporto mediano del settore. 2. si sottraggono gli EBIT stimati per il prodotto generico e la remunerazione delle risorse dagli EBIT generati dal brand.

La stima dell'EBIT di un prodotto generico equivalente è data da:

$$EBIT_{eq} = \text{Med} \left[\frac{CE}{S} \right]_s * V_{Sm} * RCE(5\%) \quad (6)$$

dove:

$EBIT_{eq}$ = EBIT di un prodotto generico equivalente

$\text{Med} (CE/S)_s$ = il rapporto mediano del capitale impiegato nelle vendite dal settore

V_{Sm} = le vendite del prodotto branded

$\text{Med} (CE/S)_s * V_{Sm}$ = il capitale investito richiesto per produrre un volume di vendita pari a V_{Sm}

RCE = ritorno di capitale investito

Concettualmente è buono comparare i profitti di un'azienda branded con quelli di una unbranded; i problemi, però, sorgono al momento della raccolta dei dati che sono difficili da reperire e dalla stima per l'azienda unbranded che può essere difficile, inoltre quantificare il differenziale di EBIT è molto soggettivo.

Per questo alcuni hanno ritenuto opportuno far riferimento ai *Flussi di cassa o reddito differenziale con una società di confronto* dove si assume che la differenza tra i flussi di cassa netti di un'azienda il cui brand è oggetto di valutazione e quelli di un set di società comparabili è direttamente imputabile al fattore brand. E' un metodo molto semplice, ma non è detto che il differenziale sia direttamente imputabile al brand, vi possono essere altri fattori che contribuiscono alla sua generazione. Inoltre non è facile individuare un set di comparables, e qualora dall'analisi non risultasse un differenziale positivo ciò non vuol dire che il brand non ha valore, possono esserci altri fattori che riducono gli utili non imputabili al brand.

Si possono individuare anche *Flussi di cassa incrementali* calcolando il valore dell'azienda con e senza brand attraverso il Discounted Cash Flow (DCF); la differenza rappresenta il valore del brand. Il reddito attribuibile al brand è stimato considerando gli effetti del brand sui diversi driver di valore: effetti in termini di incremento del tasso di crescita, incremento delle spese di pubblicità o riduzione del rischio. E' un metodo facilmente comprensibile la cui chiave di successo è inquadrare con chiarezza gli effetti del brand sui diversi drivers ma questo è un passaggio molto difficile.

Un altro differenziale che ci può portare alla determinazione del valore del brand sono i *Free Cash Flow al netto del profitto derivante dalle risorse materiali*. I free cash flow attribuibili al brand sono determinati togliendo dai free cash flow dell'azienda quelli generati dalle risorse materiali e da quelle immateriali non imputabili al brand. Seguendo la logica di determinazione di un differenziale attraverso la considerazione delle altre risorse presenti nell'azienda piuttosto che l'individuazione di una comparabile, possiamo includere in questa categoria di analisi anche *Utili in eccesso* e *Valore dell'azienda decurtato del valore netto delle risorse materiali*. La prima tecnica stima gli utili in eccesso imputabili alle risorse immateriali sottraendo dal tasso di ritorno totale dell'azienda la quota imputabile alle risorse fisiche e finanziarie. Questa analisi non porta però ad un risultato oggettivo in quanto richiede la stima della porzione di utile in eccesso attribuibile alla risorsa oggetto di valutazione, che si può ottenere solo dall'esperienza dell'analista e ogni analista arriverà ad una sua conclusione. Inoltre, riuscire ad individuare la quota di ritorno imputabile alle risorse materiali e finanziarie è un passaggio sicuramente complesso.

Per sopperire a questi limiti è stata introdotta la seconda tecnica che prevede la determinazione del fair value dell'azienda, da questo si toglie il fair value netto delle risorse tangibili impiegate dall'azienda e il differenziale che si ottiene corrisponde al valore attribuibile al brand. Secondo Lonergan (1998) questo approccio è idoneo per determinare il valore massimo che il brand può avere, questo è confermato dall'AASB (2001) che evidenzia come il metodo esposto consideri come

unica risorsa intangibile presente nell'azienda il brand o se ve ne sono altre queste non hanno valore, per cui il valore che si ottiene sicuramente sarà una sopravvalutazione del brand perché, a questo, è imputato l'intero valore generato dalle risorse immateriali.

Questi metodi, in generale, sono stati molto criticati in quanto i cash flow attribuibili ad una società unbranded utili per determinare il valore differenziale da imputare al brand, sono sostituiti dal valore delle risorse fisiche e finanziarie impiegate dalla società branded e ciò, come nell'ultima tecnica descritta, può portare ad ottenere sopra/sottovalutazioni del brand.

I metodi sopra descritti riconducibili all'approccio ai redditi sono soggetti ad una critica comune: si considera, come vantaggio generato dal brand, soltanto un incremento dei ricavi, vuoi come margine di prezzo, che come volume di vendita; queste tecniche non considerano i vantaggi in termini di riduzione di costi, aspetto quest'ultimo che, come detto nel corso di questo lavoro, è di primaria importanza. Nei casi in cui sia riconosciuto che il brand apporti vantaggi in termine di riduzione dei costi, siano essi di produzione o generali, si possono seguire due strade per la valutazione dello stesso.

Un primo metodo è denominato *Confronto del margine lordo*: fu introdotto da Smith nel 1997 ed è specifico per quelle aziende branded che non hanno un premium price ma che riescono ad ottenere economie di scala. Il margine lordo dell'azienda viene confrontato con quello medio di aziende di comparto, la differenza è moltiplicata per le vendite nette attribuibili al brand.

$$ESE_r = (GM_r - GM_i) * S_r \quad (7)$$

dove:

ESE_r = guadagno derivante dalle economie di scala attribuibile al brand r

GM_r = margine lordo derivante dal brand r e definibile come:

$$GM_r = \frac{GP_r}{S_r}$$

GM_i = margine lordo medio di un set di comparables:

$$GM_i = \frac{\sum_{a=1}^n GP_a}{\sum_{a=1}^n S_a}$$

S_r = vendite nette associate al brand r

S_a = vendite nette attribuibili al competitor a, come media delle comparables n

GP_a = margine lordo del competitor a, riferito a tutto il set di comparables n:

$$GP_a = S_a - CGS_a$$

CGS_a = costo dei prodotti branded venduti dal competitor a, con riferimento a tutto il set di comparables n

GP_r = profitto lordo derivante dai prodotti venduti con il brand r:

$$GP_r = S_r - CGS_r$$

CGS_r = costo dei prodotti venduti col brand r.

Questa tecnica assume che la differenza tra margini lordi è dovuta al fatto che il brand r raccoglie i vantaggi derivanti dalle economie di scala che può generare grazie alla sua posizione di mercato. Il valore del brand si determina attualizzando i margini lordi (al netto delle tasse) attribuibili al brand.

La riduzione dei costi non è solo riconducibile alla generazione di economie di scala: un brand forte può aumentare la profittabilità attraverso la riduzione dei costi di promozione, amministrativi e di spese generali. Attraverso il *Confronto del profitto operativo* si considerano tutti i vantaggi confrontando l'EBIT dell'azienda branded con quello generato da un set di società di confronto. Il va-

lore del brand è calcolato come valore attuale dei profitti operativi (dopo le tasse) attribuibili al brand:

$$EBIT_m = \left(\left(\frac{EBIT}{S} \right)_m - \left(\frac{\sum_{i=1}^n (EBIT/S)_i}{n} \right) \right) * S_m \quad (8)$$

dove:

$EBIT_m$ = profitto operativo attribuibile al brand

$\left(\frac{EBIT}{S} \right)_m$ = rapporto tra i profitti operativi e le vendite, riferibili al brand

$\left(\frac{\sum_{i=1}^n (EBIT/S)_i}{n} \right)$ / n = rapporto medio tra i profitti operativi e le vendite prodotte dal set di comparables

S_m = ricavi di vendita dovuti al brand

Sicuramente questi metodi sono idonei nel caso in cui un'azienda non abbia un price premium ma un vantaggio in termini di riduzione di costi (sia esso dovuto alla generazione di economie di scala, che come riduzione dei costi generali), però non considerano le altre variabili, oltre al brand, che influenzano i margini lordi e quindi possono portare ad una sotto/sopravalutazione del brand.

Negli ultimi anni è sorta una nuova metodologia, che segue un approccio misto, per valutare il brand, basata sulle *Opzioni reali* che si rifà al metodo royalty relief analizzato in precedenza: in assenza di una transazione comparabile questo approccio può essere usato per determinare il tasso royalty. Un'opzione altro non è che la possibilità di scelta; in campo finanziario le opzioni danno il diritto, non l'obbligo, di acquistare o vendere una risorsa ad un prezzo precedentemente fissato, in un determinato periodo di tempo o ad una data prestabilita. In riferimento

al brand l'opzione permette di generare nuove opzioni o maggiori cash flow. Alcuni esempi di opzioni con riferimento al brand possono essere:

- crescita geografica
- crescita in termini di ampliamento della copertura di distribuzione
- crescita attraverso nuovi formati
- crescita ampliando il brand in nuove categorie
- abbandono,...

Si tratta di valutare i possibili accadimenti che hanno ad oggetto il brand, cercando di determinare il valore che questi potrebbero apportare all'azienda.

Per valutare un'opzione devono essere determinate alcune variabili:

- ❖ tasso d'interesse risk-free
- ❖ volatilità implicita della risorsa fondamentale
- ❖ prezzo corrente
- ❖ valore corrente di mercato della risorsa
- ❖ scadenza.

L'assunzione principale, nel caso di brand valuation, è che il proprietario dello stesso ha l'opzione di rinnovare o terminare il contratto di licenza al momento della scadenza; il valore della risorsa sarà il valore dei cash flow derivanti dal contratto di licenza e il costo di sviluppo del brand è il prezzo.

Nella pratica questo modello non è molto utilizzato per la valutazione economico-finanziaria del brand, generalmente viene impiegato per la valutazione delle aziende, soprattutto per la valutazione degli investimenti.

Può essere idoneo per calcolare il valore della possibile estensione del brand, quindi è ottimo nell'ambito del decision-making, ma non lo è da un punto di vista fiscale, inoltre il valore delle variabili sopra elencate è approssimato e quindi non oggettivo.

Come abbiamo visto ogni metodo ha i suoi limiti, che altri hanno cercato di superare ma non esiste una metodologia valida in assoluto.

Nel paragrafo successivo saranno descritti i metodi di valutazione basati sui flussi di cassa e nel paragrafo 2.6 verranno analizzati alcuni dei metodi più comunemente utilizzati e riconosciuti a livello internazionale.

2.4 Considerazioni sulla quantificazione dei cash flow

La stima del brand value, secondo l'approccio ai redditi, richiede l'identificazione, la separazione e la quantificazione dei cash flow attribuibili al marchio e la sua capitalizzazione o attualizzazione. I metodi basati su questa grandezza flusso sono i più utilizzati, soprattutto per la valutazione d'azienda, anche perché, data l'aleatorietà a cui la valutazione è sottoposta (la valutazione è una stima, quindi un giudizio), basarci su grandezze generate dall'azienda permette di ridurla. Ritengo opportuno precisare che ogni valutazione, in quanto tale, è sottoposta in ogni caso a soggettività.

Per poter procedere con la brand valuation è opportuno determinare: il flusso di reddito o di cassa atteso, o quello medio-normale attribuibile al brand oggetto di valutazione; l'orizzonte temporale su cui si estende tale flusso; il tasso di attualizzazione o di capitalizzazione espressivo del rendimento minimo richiesto dal mercato in relazione al rischio specifico relativo ai flussi attesi. Tale approccio di valutazione trova manifestazione nei metodi reddituali (reddito come grandezza su cui basare la valutazione) e in quelli finanziari (la base di valutazione sono i flussi di cassa liquidi e prelevabili), per la nostra analisi andremo a studiare quelli finanziari che possono essere: asset side o equity side. I primi permettono di ottenere il valore del capitale operativo dell'azienda, per ottenere il valore del capitale netto dobbiamo dedurre il valore di mercato dell'indebitamento finanziario, i secondi portano a determinare direttamente il valore dell'equity. Per poter determinare i flussi di cassa imputabili al brand è opportuno iniziare l'analisi con lo studio della forza della marca attraverso l'individuazione dei fattori che la caratterizzano:

-l'ambito competitivo

- le performance dei prodotti su cui il brand è veicolato
- la longevità (in termini di fedeltà della clientela, dei distributori, di posizionamento rispetto ai competitors..)
- il potenziale di crescita ed estensibilità.

Una volta studiata la forza della marca possiamo passare alla costruzione del piano economico-finanziario tenendo conto delle assumptions (ipotesi) utili per la proiezione dei flussi e che riguardano la dinamica economico-generale (es. tasso di crescita dei consumi, tasso di inflazione attesa...), la dinamica settoriale (es. tasso di crescita dei mercati, politiche commerciali della concorrenza...), la dinamica specifica dell'azienda (es. tasso di crescita, andamento dei prezzi d'acquisto e di vendita...). A questo punto potremmo procedere con il calcolo ma dobbiamo tener conto del fatto che vi sono diverse formule che si possono applicare attraverso i flussi di cassa per ottenere il valore del brand, la scelta dipende principalmente dalle assumptions che fatte in precedenza: se prevediamo una crescita costante o differenziata, se al termine del periodo di analisi analitica prevediamo un terminal value (valore finale) che potrà sfociare ad esempio in un'acquisizione.

La formula generale attraverso l'approccio finanziario è:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{Ft}{(1+k)^t} \quad (9)$$

dove:

W = valore del marchio

Ft = flusso di cassa del periodo t attribuibile al brand

k = saggio di attualizzazione

T = durata del brand

Come detto la valutazione può essere realizzata attraverso l'approccio asset side o equity side; oltre al diverso risultato, le differenze riguardano i diversi flussi di cassa: il primo fa riferimento ai Free Cash Flow from Operations (FCFO) mentre i secondi ai Free Cash Flow to Equity (FCFE). Le differenze riguardano anche i

tassi di attualizzazione da applicare: i FCFO vengono scontati al WACC (costo medio ponderato del capitale), i FCFE al K_e (costo del capitale proprio).

Il WACC è così determinato:

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{D+E} + K^d (1-t) \frac{D}{D+E} \quad (10)$$

dove:

K_e = costo del capitale di proprietà

K^d = costo lordo del debito

t = aliquota d'imposta

D = debito finanziario

E = capitale di proprietà

Se la finalità di valutazione è interna il rapporto di struttura finanziaria (D e E) di riferimento è quello della società, quindi struttura finanziaria al momento della valutazione, o struttura media del piano finanziario o di mercato; se la marca viene valutata in ottica di acquisizione la struttura finanziaria è quella attesa o preferita dall'acquirente; se la valutazione ha l'obiettivo di definire il più probabile prezzo di mercato, si fa riferimento al rapporto di struttura finanziaria medio del settore di appartenenza.

Sia per calcolare il valore del WACC che per stimare il valore attraverso i FCFE è necessario determinare il valore del costo del capitale di proprietà, K_e :

$$K_e = R_f + \beta * (R^m - R_f) \quad (11)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio

β = rischiosità sistemica del brand (misura il rischio specifico del brand in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale delle comparables)

R^m = tasso di rendimento medio del mercato azionario

Un modo particolare di derivazione del tasso di rendimento adeguato ad un bene immateriale è l'Investment Rate of Return Analysis²⁰ che si basa sull'individuazione di un differenziale di tasso di rendimento da applicare alle diverse risorse aziendali. Il saggio di remunerazione di una risorsa è correlato al grado di rischio sopportato: le attività liquide sono le meno rischiose, per cui il tasso di rendimento è quello associato agli investimenti privi di rischio; le risorse tangibili aziendali hanno un livello di rendimento normale atteso allineato con quello delle attività rischiose tipiche; per le risorse intangibili il rate of return è determinato sulla base della (11). Supponendo che il tasso di rendimento minimo complessivo che l'azienda deve ottenere dall'impiego di tutti i suoi assets corrisponda al costo medio ponderato del capitale, avremo:

$$WACC = \frac{V^m (R^m)}{TAV} + \frac{V^t (R^t)}{TAV} + \frac{V_i (R_i)}{TAV} \quad (12)$$

dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale

$V^m V^t V_i$ = valore di mercato dei tre assets aziendali (monetary, tangibles, intangibles)

$R^m R^t R_i$ = tasso di rendimento minimo degli assets aziendali

TAV = Total Asset Value dell'impresa dato da $V^m V^t V_i$

Dalla (12) possiamo ricavare il tasso di remunerazione degli intangibles (R_i):

$$R_i = \frac{WACC (TAV) - R^m (V^m) - R^t (V^t)}{V_i} \quad (13)$$

²⁰ Mazzei, Roberto, *Brand Equity: Il Valore della Marca*, EGEA, 1999.

La scelta del tasso dipende dall'approccio seguito che, come detto, può essere asset side o equity side: l'approccio asset side è più idoneo per valutazioni di specifici assets e di aziende, mentre l'equity side è adatto per valutare titoli azionari e partecipazioni di minoranza, per questo, in questo lavoro, faremo riferimento ad applicazioni asset side.

I metodi finanziari, inoltre, possono essere analitici o sintetici. Analitici quando facciamo riferimento ad un orizzonte temporale definito ed ogni flusso di cassa è calcolato anno per anno, al termine di questa analisi possiamo anche prevedere un terminal value. Sintetici, invece, quando si prevede un flusso di cassa costante dato l'orizzonte temporale che può essere limitato o illimitato.

Il metodo finanziario analitico nella sua forma più semplice è dato da:

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} \quad (14)$$

dove:

W_{asset} = valore del brand

$FCFO_t$ = flusso di cassa operativo di ciascun periodo t-esimo

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale

T = durata del periodo di previsione

Questo ci dà il valore al momento della valutazione, però se nel calcolo del valore dell'asset vogliamo considerare un valore di realizzo del brand, possiamo andare a determinare un terminal value che fa riferimento al periodo successivo a quello della previsione e che deve essere aggiunto nella formula sopra descritta, che diverrà così composta da una prima parte analitica e da una seconda sintetica dando origine ad un metodo misto.

Se si prevede che il brand, generato un dato cash flow a regime, possa crescere in maniera indefinita ad un tasso "g", avremo:

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCFO_{t+1}}{WACC-g}}{(1+WACC)^t} \quad (15)$$

dove:

FCFO_t = flusso di cassa annuale durante il periodo di previsione analitica

g = tasso di crescita costante perpetuo del cash flow

FCFO_{t+1} = flussi di cassa attesi in t+1.

Dopo il periodo di previsione analitica, però, possiamo anche prevedere uno stato di equilibrio caratterizzato da assenza di crescita; in questo caso il valore del brand sarà dato da:

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCFO_t}{WACC}}{(1+WACC)^t} \quad (16)$$

Il terminal value può essere determinato anche attraverso l'impiego di multipli (es. EV/EBIT):

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EBIT_{t+1} * (1-t) * \left(\frac{EV}{EBIT (1-t)} \right)}{(1+WACC)^t} \quad (17)$$

dove:

(EV/EBIT) = valore del multiplo enterprise value/earnings before interest and taxes in t+1.

Per quanto riguarda invece i metodi finanziari sintetici, si possono usare valori medio-normali del flusso di cassa atteso in maniera perpetua (steady state), oppure previsioni di flussi di cassa che variano in ragione di un tasso di crescita co-

stante “g”. Nell’ipotesi steady state si ha un’attualizzazione perpetua del flusso di cassa medio-normale , determinato nell’ipotesi che il flusso di investimenti annui sia pari alla quota di ammortamento; in questa situazione di non crescita il capitale circolante connesso al flusso non varia e quindi il FCFO corrisponde al reddito operativo atteso al netto delle imposte. La formula è:

$$W_{asset} = \frac{FCFO}{WACC} \quad (18)$$

dove:

FCFO = flusso di cassa operativo costante atteso perpetuamente.

Se nell’analisi consideriamo una crescita perpetua la formula corrispondente è:

$$W_{asset} = \frac{FCFO1}{WACC - g} \quad (19)$$

dove:

FCFO1 = flusso di cassa operativo atteso per il periodo successivo

g = tasso di crescita del flusso di cassa.

La stima del tasso di crescita g deve tener conto del tasso di sviluppo del mercato, della disponibilità di risorse da parte dell’impresa, delle azioni seguite dai concorrenti... Se si prevede, invece, che la crescita abbia una durata limitata e quindi che lo sviluppo si realizzi in un numero ristretto di anni, per poi arrivare all’equilibrio, è opportuno riferirsi a formule che considerano una crescita temporanea o differenziata. Crescita temporanea è intesa come crescita per un certo numero di anni, ad un determinato tasso g e successivamente equilibrio; una cre-

scita differenziata, invece, prevede due distinti tassi di crescita g : il primo (g_1) imputabile per un determinato numero iniziale di anni, il secondo (g_2) per gli anni successivi.

Crescita temporanea

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1 * (1+g) * \left(1 - \frac{(1+g)^t}{(1+WACC)^t} \right)}{(WACC - g)} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1+WACC)^t} \quad (20)$$

Crescita differenziata

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1 * (1+g_1) * \left(1 - \frac{(1+g_1)^t}{(1+WACC)^t} \right)}{(WACC - g_1)} + \frac{FCFO_{t+1}}{(WACC-g_2)(1+WACC)^t} \quad (21)$$

dove:

g_1 = tasso di crescita costante dei flussi nel periodo $t=1, t=T$

g_2 = tasso di crescita costante dei flussi di cassa a partire da $t+1$.²¹

I metodi sopra esposti sono nati nell'ambito della valutazione dell'azienda, successivamente sono stati applicati anche per la valutazione di altri assets e del brand stesso. Si distinguono dagli altri in quanto si basano sull'individuazione di grandezze di risultato economico legate intrinsecamente all'efficacia e all'efficienza della gestione aziendale affermando il nesso di causalità tra risultati

²¹ Mazzei, Roberto, *Brand Equity: Il Valore Della Marca*, EGEA, 1999.

economici e valore d'impresa. Questo legame può essere rilevato anche quando l'oggetto della valutazione è il brand in quanto l'azienda riesce ad ottenere determinati differenziali in termini di maggior reddito e/o minor costi grazie alle caratteristiche del brand e a ciò che questo rappresenta per i consumatori, come è già stato ampiamente descritto nel corso di questo lavoro.

2.5 Classificazione dei diversi metodi di valutazione

Come detto in precedenza vi sono all'incirca 39 modelli di valutazione del brand, ognuno dei quali si fonda su uno degli approcci visti nei paragrafi precedenti e che fanno riferimento a diversi autori. Nella fig. 7 troviamo la classificazione dei diversi modelli in funzione dell'approccio di base; questa permette di avere una visione d'insieme che chiarifica anche qual è l'approccio considerato più idoneo per questo tipo di valutazione in quanto su questo si sono sviluppati più modelli. Come vedremo l'approccio sul reddito, in tutte le sue varianti, è stato quello più analizzato dai diversi autori, anche perché nelle valutazioni viene data maggior rilevanza alla capacità dell'oggetto della valutazione di generare flussi di cassa differenziali rispetto a quelli dei competitors, sia in termini di maggior prezzo (premium price) che in termini di minor costi. Ogni valutazione ha un suo grado di soggettività: basandosi su grandezze flusso piuttosto che su caratteristiche specifiche del brand, questa si riduce in quanto le caratteristiche del brand che portano ad avere una certa forza, fiducia e consapevolezza dipendono dai consumatori, dai loro gusti e dalle loro scelte. Una volta che il brand si è inserito nell'ambiente che circonda il consumatore siamo in grado di fare previsioni e di anticipare sotto alcuni aspetti i gusti degli stessi attraverso l'analisi dei drivers della domanda, della forza del brand intesa come utili attribuibili allo stesso. E' chiaro che nei primi anni di vita del prodotto branded l'attenzione sarà posta sulle caratteristiche distintive dello stesso e su quelle percepite dai consumatori, per cui l'analisi da compiere sarà più in un'ottica di marketing, con l'obiettivo di accrescere la fiducia, la conoscenza e la consapevolezza degli stessi nei confronti

del brand; quando il prodotto sarà maturo nel mercato, l'analisi verrà incentrata sulla sua capacità di generare flussi differenziali rispetto ai competitors in termini di flussi di cassa, volume di vendita, price premium. Tutto ciò attraverso delle previsioni e dei confronti con dati e indicatori presenti sul mercato che facciano riferimento ad aziende comparabili sia branded che unbranded. Dovremmo individuare l'esatta tecnica per determinare la porzione di profitto attribuibile al brand, il suo grado di rischio, il suo tasso di crescita e la sua vita utile.

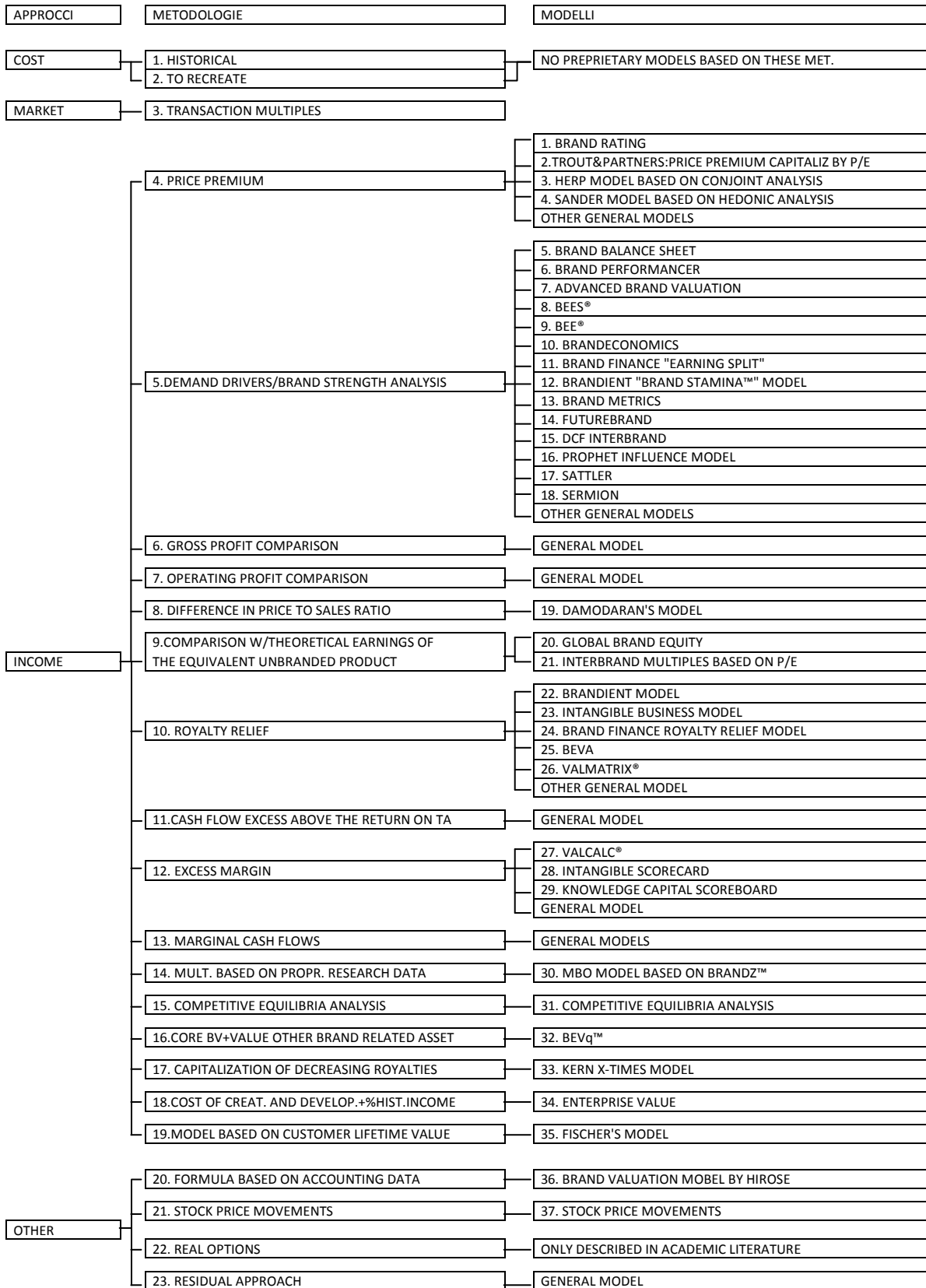
L'approccio ai costi non è stato analizzato dai diversi autori, così come quello delle opzioni reali o di mercato in quanto è difficile riuscire a trovare un brand comparabile con quello oggetto di valutazione; generalmente questi metodi (market- o cost- based) non sono usati come metodi principali d'analisi, piuttosto nella realtà si è rilevato che vengono usati come metodi secondari per confrontare i risultati così ottenuti con quelli realizzati attraverso i metodi primari.

In termini percentuali si rileva che il 77% dei metodi utilizzati sono basati sull'approccio ai redditi (principalmente: conjoint analysis, price premium e based on brand strength), il 23% su quello misto (per la maggior parte riferendoci al royalty relief)²².

²² Gabriela Salinas, *The International Brand Valuation Manual*, Wiley, 2009, pag. 305.

Fig. 7 Classificazione dei metodi di brand valuation in funzione dell'approccio

Fonte: Gabriela Salinas, The International Brand Valuation Manual, Wiley, 2009, p.304.



2.6 Alcuni metodi di valutazione

Abbiamo visto come la maggior parte dei metodi di valutazione facciano riferimento all'approccio basato sul reddito; in questo paragrafo ne verranno descritti alcuni. La scelta è ricaduta su quelli più noti (Interbrand e BrandFinance) e su quelli che meglio chiarificano la logica sottostante di applicazione.

2.5.1 *Herp's model*

Il modello di valutazione Herp, sviluppato in Germania intorno al 1982, si fonda sulla conjoint analysis. L'obiettivo primario è separare i redditi incrementali generati direttamente dal brand: per fare questo tutti gli elementi del prodotto direttamente imputabili al brand vengono isolati, come la porzione delle vendite e dei redditi. A questo punto gli elementi isolati vengono comparati con quelli di altri brands di riferimento. Per calcolare il valore del brand si moltiplica l'utilità relativa con le quantità di prodotto vendute. Questo metodo è sottoposto alle critiche viste in riferimento alla conjoint analysis, inoltre Zimmermann (2001) aggiunge la relatività del valore ottenuto del brand, in quanto il confronto di prezzo non è con un prodotto generico ma con un brand e questo porta ad avere un valore minimo del brand rispetto al valore reale; inoltre ha un uso limitato in quanto riferibile a brands appartenenti alla stessa categoria, che non in tutti i casi sono individuabili.

2.5.2 *Sander's Hedonic method*

Questo modello fu sviluppato da Sander in Germania nel 1995. La formula generale che racchiude la relazione lineare tra prezzi e caratteristiche del prodotto è la (5):

$$y = \beta_0 + \beta_1 * x_1 + \beta_2 * x_2 + \dots + \beta_n * x_n + \varepsilon$$

Nello specifico la formula di Sander è:

$$y_i = \left[\beta_0 + \beta_1 * x_1 + \sum_{i=2}^n \beta_i x_i \right] \quad (22)$$

BV (brand value) = porzione di reddito – porzione di costi attribuibili al brand
 β_1 ed x_1 sono rispettivamente il coefficiente hedonic del brand e il brand
 β_i ed x_i sono i coefficienti delle altre caratteristiche e le altre caratteristiche
 β_0 è la costante che rappresenta il prezzo senza tener conto delle caratteristiche indicate nel resto dell'equazione.

Il modello hedonic isola i redditi generati da ogni specifica caratteristica del prodotto, considerando il brand una di queste; il prezzo finale sarà calcolato con e senza il brand. La differenza tra questi due rappresenta il reddito unitario generato dal brand ed è calcolato attraverso un'analisi di regressione multipla. I redditi totali del brand sono calcolati moltiplicando il valore così ottenuto per le quantità totali vendute, da questo togliamo le spese imputabili al brand (spese che senza brand non si sarebbero sostenute) in modo da ottenere gli utili generati dal brand. Le critiche apportate a questo modello sono state mosse da Boos (2003) il quale rileva che vi sono assunzioni ristrette sulle principali variabili, cioè che c'è una relazione lineare tra variabili dirette ed indirette, i coefficienti sono considerati costanti durante l'analisi dei dati e ciò non porta ad un valore corretto, però altre assunzioni non sono realizzabili nella pratica. Inoltre è difficile rilevare ogni singola caratteristica del prodotto, questo modello è basato su una serie di ipotesi e di assunzioni che riguardano le condizioni del mercato, i prodotti e i prezzi.

Zimmermann rileva una scarsa definizione dei costi imputabili al brand: Sander nel suo modello considera solo i costi di sviluppo, protezione, design... ma non quelli di marketing come la pubblicità, le promozioni... Nella pratica la sua applicazione è molto complessa in quanto per ottenere un risultato valido c'è bisogno di avere dati e informazioni sufficienti sui prodotti dei competitors.

2.5.3 Brand Finance

Il modello Brand Finance fu sviluppato in UK nel 1996 da David Haigh; la metodologia proposta prevede come modello principale il royalty savings e come secondario l'analisi della forza del brand o dei driver. Brand Finance ritiene che il metodo DCF può essere applicato là dove sia possibile misurare in modo affidabile i futuri cash flow associabili ad un asset. Per valutazioni molto tecniche raccomanda un'analisi attraverso il royalty savings, mentre per valutazioni in cui si tiene conto della strategia del brand il metodo consigliato è il Brand Value Added (BVA®) o "utili separabili".

Il metodo royalty savings determina il valore del brand attraverso il tasso royalty che l'azienda dovrebbe pagare se non avesse il brand e dovesse prenderlo in licenza da una terza parte. Il tasso royalty si applica alle vendite previste future in modo da ottenere il flusso di utili attribuibili al brand; questo viene poi scontato per ottenere il valore attuale. Questo metodo è articolato in quattro fasi:

1. si stimano le vendite future, anche attraverso il confronto con valori del comparto;
2. si determina il rischio specifico del brand: per questo Brand Finance ha sviluppato un suo modello che permette di ottenere il β brand β che riflette la forza del brand all'interno della concorrenza. La logica sottostante è che la forza del brand influenza (in positivo o in negativo) il rischio a questa associato: Brand Finance studia le performance e la forza dei brands in relazione ai competitors e da ciò ricava il rischio associato al brand. Questo viene usato successivamente nel calcolo del tasso di sconto;
3. calcolo del tasso royalty specifico: si stabilisce il range di tassi royalty visionando gli accordi di licenza di altri brands appartenenti allo stesso settore, da questo si ricava il tasso royalty specifico del brand oggetto di valutazione anche attraverso l'indice della forza del brand determinato nella fase precedente; si analizza la sostenibilità economica del tasso royalty determinato, cioè se il licenzia-

tario riesce a sostenere questa spesa attraverso i profitti operativi che ottiene dallo sfruttamento del brand;

4. il valore del brand è il valore attuale dei flussi di royalty future.

L'altro metodo proposto da BrandFinance è il BVA® che combina elementi finanziari/marketing con processi previsionali ed è composto di cinque fasi:

1. inizialmente è opportuno definire o revisionare i criteri per la segmentazione e dare una definizione di questa, la segmentazione deve essere tale per cui sia possibile poi reperire i dati per portare avanti l'analisi;

2. fare previsioni finanziarie future per tre/cinque anni usando come base di calcolo l'EVA (Economic Value Added);

3. attraverso un'analisi del mercato, dei drivers della domanda, si comprendono gli aspetti della brand experience che influenzano il valore dello stesso: questa analisi produce un indice (BVA®) che consente di determinare, attraverso l'EVA come base di calcolo, gli utili attribuibili al brand;

4. adesso dobbiamo stabilire un idoneo tasso di sconto. Per questo ci basiamo sul CAPM (Capital Asset Pricing Model) per determinare la remunerazione del capitale di proprietà (K_e , formula 11); con ciò calcoliamo, insieme al costo del debito, il WACC (Weighted Average Cost of Capital, formula 10).

5. il valore del brand sarà dato dal valore attuale degli utili direttamente imputabili al brand.

Il BVA® model fu sviluppato come un indice da applicare all'EVA, per questo non è adatto per il calcolo del fair value. E' idoneo, invece, per studiare i drivers della domanda in un particolare settore e per fare analisi del tipo decision-making e strategiche.

2.5.4 Damodaran's valuation model

La principale metodologia di analisi del modello di Damodaran (1994) considera le differenze nei rapporti prezzo/vendite. Secondo l'autore uno dei vantaggi di un forte brand è la possibilità di avere una maggiorazione di prezzo rispetto ad uno

stesso prodotto unbranded, che porta a profitti marginali più elevati e a rapporti prezzo/vendite maggiori. Questo modello esprime il valore del brand in termini di valore delle sue azioni:

$$\text{Brand Value} = \left(\left[\frac{P}{S} \right]_b - \left[\frac{P}{S} \right]_u \right) * \text{Sales} \quad (23)$$

dove:

$(P/S)_b$ = rapporto prezzo/vendite dell'azienda col brand

$(P/S)_u$ = rapporto prezzo/vendite dell'azienda unbranded.

Damodaran calcola il rapporto prezzo/vendite per l'azienda branded secondo l'equazione:

$$\frac{P_0}{S_0} = \text{Profit Margin} * \left\{ \frac{\text{Payout Ratio} * (1+g) \left(1 - \frac{[1+g]^n}{[1+r]^n} \right)}{r-g} + \frac{\text{Payout Ratio}^n (1+g)^n (1+g^n)}{(r^n - g^n) (1+r)^n} \right\} \quad (24)$$

Guardando ad un generico prodotto, stima i parametri per determinare il rapporto prezzo/vendite imputabile ad un'azienda unbranded che ha un prodotto generico.

Pablo Fernandez (2001) individua due critiche al modello di Damodaran:

1. difficoltà nella stima dei parametri di un prodotto generico: il valore del brand ottenuto con questo modello è molto sensibile ai cambiamenti delle assumptions sulla crescita e sul profitto marginale di un prodotto generico: all'incremento di

queste grandezze riferite al prodotto generico diminuisce il valore del brand quindi c'è bisogno di molta attenzione nella determinazione di queste variabili.

2. questo modello assume lo stesso livello di ricavi di vendita sia per l'azienda branded che per quella unbranded: in realtà l'azienda branded dovrebbe avere maggiori cash flow e un volume più alto di quella unbranded (es. Coca-Cola), oppure volumi inferiori ma cash flow maggiori (es. prodotti di lusso come gli orologi Rolex). Fernandez suggerisce di modificare l'equazione (23) con la (25):

$$\text{Brand Value} = \left(\frac{P}{S} \right)_b * S^b - \left(\frac{P}{S} \right)_u * S_u \quad (25)$$

dove:

S^b = vendite dell'azienda con brand

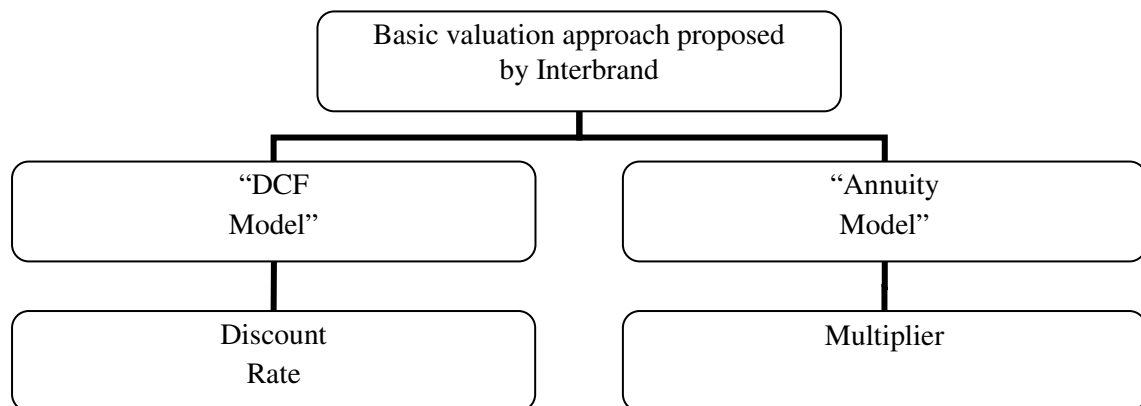
S_u = vendite dell'azienda unbranded.

2.5.4 Interbrand

Interbrand è una società di consulenza con sede a Londra, specializzata nella valutazione di brand, che nel corso degli anni ha sviluppato due modelli di analisi. Dapprima (1988) un metodo di valutazione basato sulla capitalizzazione di multipli (P/E), successivamente (1993) riprende in questa modalità i discounted cash flow. Prevede due modelli alternativi di valutazione del brand (fig.8):

Fig. 8 I modelli alternativi di brand valuation di Interbrand

Fonte: Gabriela Salinas, The International Brand Valuation Manual, Wiley, 2009, p.215.



L'innovazione di Interbrand è data dalla congiunzione di elementi oggettivi, quali la quota di mercato, le vendite..., con elementi soggettivi, come la forza della marca, determinati con l'ausilio di ricerche di marketing, che permettono la creazione di database dove, raggruppate, troviamo le informazioni sulle marche appartenenti allo stesso contesto competitivo.

Secondo l'approccio "Annuity Model" si determina la redditività del brand attraverso la media ponderata dei brand profit degli ultimi anni, individuiamo, poi, un valore che rappresenti la forza della marca e che sia rappresentato da un multiplo attraverso la S-curve; da ultimo moltiplichiamo il brand profit per il multiplo in modo da ottenere il valore del brand. Di seguito saranno spiegati i passaggi da seguire per raggiungere il brand value. Innanzi tutto dobbiamo individuare il brand profit: si determina il reddito operativo attribuibile al brand e si riesprime a valori correnti, si calcola il valor medio considerando i fattori di ponderazione della significatività dei redditi dei diversi esercizi. A questo punto si determina il reddito di un prodotto unbranded rapportando un tasso di rendimento medio-normale soddisfacente a remunerare il capitale impiegato per la produzione di un prodotto generico, questo lo sottraggo dal reddito operativo determinato in precedenza. Il reddito operativo riferibile al brand è espresso al netto delle imposte.

Adesso dobbiamo determinare il multiplo, espressivo della forza della marca, che è funzione di sette variabili:

-*leadership*, cioè la posizione della marca nel mercato. Si esprime attraverso la quota di mercato della marca nel suo ambito competitivo;

-*stabilità*, relativa alla fedeltà del consumatore e alla capacità del brand di sopravvivere;

-*mercato di riferimento*, cioè stabilità della domanda complessiva;

-*internazionalità*, relativa al livello di diffusione della marca in altri mercati oltre a quello nazionale;

-*trend*, la marca può garantire all'impresa uno sviluppo nel lungo periodo;

-*sostegno*, cioè gli investimenti in marketing possono garantire il consolidamento e lo sviluppo della marca;

-*protezione*, con riferimento all'esclusività del suo utilizzo e alla difendibilità legale.

Ad ogni fattore viene assegnato un punteggio massimo la cui somma complessiva è 100. A questo punto viene determinato il coefficiente moltiplicativo con riferimento agli indicatori di mercato (P/E). La relazione tra la forza della marca e il coefficiente è espressa attraverso la S-curve che deriva dallo studio delle condizioni del mercato. L'inizio della curva corrisponde ad un prodotto unbranded, con forza pari a zero, l'inclinazione tende a crescere ma non in modo proporzionale al coefficiente; l'inclinazione cambia in funzione del settore di riferimento (fig. 9).

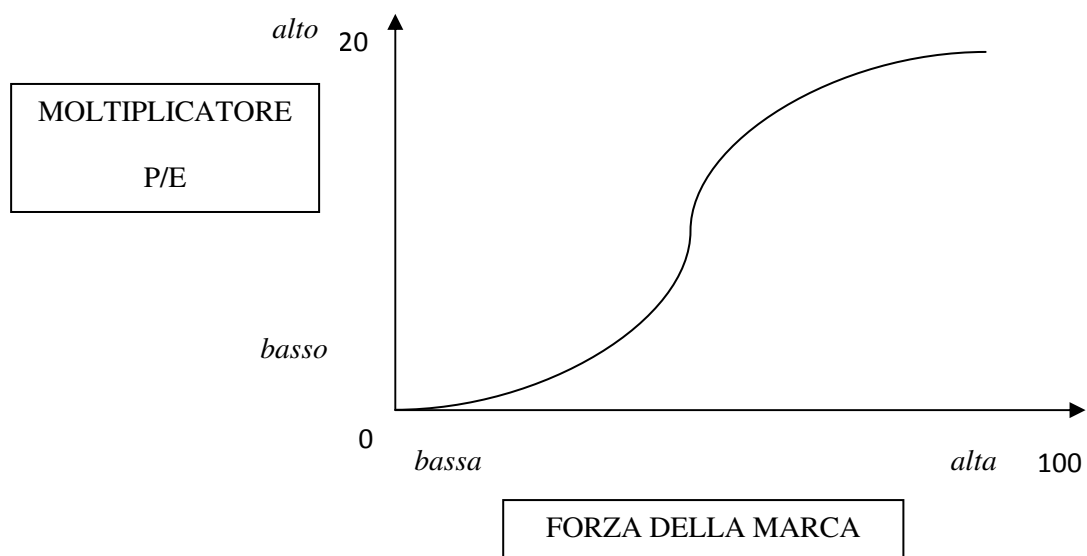
Il brand value si ottiene moltiplicando il brand profit per il coefficiente individuato dall'incrocio con il punteggio esplicativo della forza della marca. Maggiore è il valore ottenuto dall'analisi dei fattori, maggiore sarà il coefficiente moltiplicativo e più alto sarà il valore del brand.

$$W \text{ brand} = \text{multiplo} * \text{brand profit} \quad (26)$$

Secondo Interbrand il multiplo può variare in un intervallo che va da 5 a 20, nella generalità dei settori. E' da segnalare che il multiplo P/E in certe condizioni corrisponde al reciproco del tasso di attualizzazione implicito di una rendita perpetua, per cui per un multiplo di 20 (che è il massimo) avremo un tasso implicito del 5%. Per marchi con elevata forza il premio per il rischio sarà molto basso e quindi anche il tasso di attualizzazione dei flussi attesi sarà basso; viceversa un brand con una forza bassa dovrà pagare un premio per il rischio maggiore e quindi il tasso di attualizzazione sarà più elevato (ad un multiplo P/E di 5 corrisponde un tasso implicito del 20%).

Fig. 9. S-curve

Fonte: nostra elaborazione.



L'altro modello analizzato da Interbrand è il "DCF Model" attraverso il quale si determina, tramite la S-curve, un tasso d'attualizzazione implicito nel multiplo: con l'analisi dei setti fattori sopra descritti si determina il premio per il rischio da inserire come fattore di sconto nella formula di attualizzazione. Sull'asse delle ordinate della S-curve avremo un intervallo del premio per il rischio che sarà 0 in corrispondenza di una brand strength pari a 100 e 20% per brand strength nulla.

In questa analisi i passi da seguire per determinare il valore del brand sono:

1. segmentazione: individuare un segmento che rappresenti un gruppo omogeneo di consumatori;
2. determinare EVA (Economic Value Added) che indica se la società è in grado di generare ritorni che superino il costo del capitale impiegato (è da sottolineare che Interbrand usa EVA e Intangibles Earnings come sinonimi);
3. analisi della domanda: il Role of Brand Index (RBI) misura come il brand influenza la domanda dei consumatori al momento dell'acquisto; dapprima è necessario individuare i fattori che motivano l'acquisto di particolari brand, determinarne la relativa importanza e quindi vedere il ruolo che il brand ha in questi drivers. Il RBI è espresso in percentuale: se è il 30% vuol dire che il 30% dell'EVA è considerato come utili imputabili al brand, se è il 50% vuol dire che il 50% corrisponde ad utili del brand;
4. analisi della forza della marca: in questa fase si assegna un punteggio a sette valori come descritto per il modello "Annuity", la forza della marca qui è in stretta relazione col tasso di sconto in quanto rappresenta il premio per il rischio. Il tasso di sconto è equivalente all'inverso del multiplo, come dimostra la relazione in tab. 1 tra l'indice della forza del brand, il moltiplicatore e il tasso di sconto redatta da Haigh (1994);
5. per calcolare il valore del brand si scontano gli utili futuri imputabili al brand con il tasso di sconto determinato in fase 4 e poi viene aggiunto un terminal value.

Tab.1 Relazione tra Brand Strength Index, Discount Rate e Multiple nel modello Interbrand.

Fonte: Gabriela Salinas, The International Brand Valuation Manual, Wiley, 2009, p.229.

BRAND STRENGTH INDEX	DISCOUNT RATE	MULTIPLE
100	5%	20,0X
75	7.1%	19,1X
50	10%	10,0X
0	34.1%	2,9X

Le differenze tra i due modelli presentati da Interbrand riguardano:

- nell' "Annuity Model" si fa riferimento a flussi di cassa storici, mentre nel "DCF Model" a flussi di cassa prospettici;
- nel primo gli utili attribuibili al brand si determinano attraverso un confronto con quelli generati da un prodotto generico, mentre nel secondo modello si determinano tramite l'analisi dei drivers della domanda;
- il primo modello è caratterizzato dall'individuazione di un moltiplicatore, mentre il secondo di un tasso di sconto.

Le critiche apportate al modello Interbrand, riferibili ad entrambi, riguardano la soggettività dello stesso sia per i parametri usati che per la metodologia impiegata nella determinazione del multiplo (tasso di attualizzazione) (Fernandez 2001). La soggettività, come già rilevato, è un limite di tutti i modelli di valutazione: alcuni sono più aleatori altri meno; in questo caso si può rilevare soprattutto nella determinazione della forza della marca e quindi del multiplo, però è anche vero che questo modello, rispetto a molti altri, cerca di considerare tutti i vantaggi presenti e futuri che la marca apporta all'azienda, per cui si può ritenere un modello molto valido di analisi.

2.7 Considerazioni generali

Dopo aver descritto nel dettaglio gli approcci che stanno alla base dei diversi metodi di valutazione possiamo dire che l'approccio ai costi non è una buona misurazione del brand in quanto non considera la totalità dei vantaggi che questo apporta all'azienda: vantaggi in termini di aumento dei ricavi e/o riduzione dei costi. Può essere utile all'azienda per valutare i costi che si sono resi necessari per poter arrivare ad un certo sviluppo della marca, ma non per determinarne il valore. E' un approccio corretto, invece, se l'oggetto della valutazione è una risorsa sostituibile: in tal caso può essere idoneo considerare i costi necessari per la riproduzione e/o la ricreazione della stessa.

L'approccio ai mercati, inteso come transazioni di vendite comparabili, è soggetto ai limiti relativi ad una qualsiasi grandezza di mercato, soprattutto la forza contrattuale delle parti. Il metodo misto royalty relief è il più comunemente impiegato anche perché ritenuto idoneo dalle autorità fiscali. La ragione del suo maggior utilizzo sta nel fatto che è facile da applicare, visto le diverse varianti per la determinazione del royalty rate che facilitano l'individuazione dello stesso, inoltre non richiede, nella sua forma più semplice, l'identificazione di un differenziale in quanto la grandezza a cui fa riferimento la valutazione è il fatturato atteso. Nonostante il largo impiego, questo metodo è soggetto ad una critica rilevante: il tasso royalty è influenzato da diversi fattori non direttamente imputabili al brand, riferibili alle altre obbligazioni presenti nel contratto di licenza.

Essendo il royalty rate il tasso che un terzo sarebbe disposto a pagare per lo sfruttamento della marca, non considera i vantaggi che questa apporta alla proprietà in termini di stimolo al management, possibilità di line extention e di ampliamento dei mercati.

L'approccio ai redditi, nelle sue varianti, considera tutti i benefici che il brand può apportare all'azienda madre: in termini di maggior ricavi come differenziale di profitti o di cash flows, in termini di minor costi attraverso confronti di profitti operativi o di margine lordo. Si potrebbe anche dire che è possibile valutare gli

stimoli che il brand può dare al management, come sviluppi futuri che questo può avere, attraverso un'analisi delle opzioni reali.

Per determinare il valore della marca seguendo l'approccio al mercato è richiesta l'individuazione di una o più società comparables siano esse branded o unbranded; anche nell'approccio al reddito questo si rende necessario se vogliamo applicare un metodo basato sui flussi differenziali, ma non sempre è possibile individuare brand confrontabili con quello oggetto di stima, per cui, per ovviare a questo limite, vi sono metodi (sempre all'interno dell'approccio ai redditi) che permettono di determinare il valore della marca sottraendo dal valore dell'azienda quello generato dalle risorse fisiche e finanziarie della stessa.

Tutto ciò ci porta a dire che i metodi che seguono l'approccio ai redditi possono essere una buona base di partenza per la valutazione di un brand, qualunque siano le caratteristiche di questo e il mercato in cui opera.

In questo lavoro è stato dedicato un paragrafo ai metodi basati sui flussi di cassa in quanto, proprio per i vantaggi appena descritti relativi all'approccio ai redditi, saranno impiegati nella valutazione del brand Tre Marie.

3. SAMMONTANA SPA: LA VALUTAZIONE DEL BRAND

“TRE MARIE”

Sammontana S.p.A. (in seguito Sammontana) è un'azienda nata nel 1948 quando Renzo Bagnoli, figlio del gelataio Romeo che negli anni '40 si era guadagnato un'ottima reputazione grazie alla sua latteria-gelateria, decise di aprire un laboratorio artigianale che prendeva il nome dalla latteria da cui si fornivano: “Sammontana”.

Da lì ebbe inizio la storia di quella che, oggi, è una delle realtà più importanti sul panorama nazionale per la produzione del gelato. Una storia fatta di scelte lungimiranti e all'avanguardia, come l'acquisto di nuovi macchinari all'estero, un rapporto stretto con i venditori e soprattutto, per primi assoluti, la proposta di mettere i banchi frigo nei bar. Nel 1970 nasce il Barattolino, un'idea rivoluzionaria nel mercato italiano: per la prima volta il mantecato entra nelle case in confezione famiglia. Agli inizi degli anni '80 Sammontana è ormai presente in tutta Italia.

Oggi l'azienda di Empoli è la più grande realtà italiana nel campo del gelato, dietro alle aziende multinazionali. Un successo reso possibile da un continuo impegno nella creazione di gelati che mantenessero il tipico gusto italiano assicurando il massimo della qualità.

L'affermazione della Sammontana è stata costante e crescente nel tempo. L'azienda nata dalla latteria del signor Romeo Bagnoli è diventata una realtà operativa capace di sviluppare un fatturato lordo complessivo superiore ai 250 milioni annui, dove in stagione lavorano circa mille persone in un'area produttiva di circa 70.000 mq ed è tuttora diretta dalla famiglia Bagnoli.

I fattori di successo sono semplici: assoluta garanzia di qualità su tutto il processo produttivo, ad iniziare dalla scelta delle materie prime, alta tecnologia degli impianti, innovazione continua, che deve anticipare e soddisfare i desideri dei

consumatori, prestando loro la massima attenzione. Grazie a questo modo di operare, Sammontana rappresenta adesso la terza realtà del mercato italiano del gelato industriale, la più grande azienda di gelato a capitale totalmente italiano; dopo Algida-Unilever e Motta-Nestlé, due realtà multinazionali, troviamo infatti Sammontana, che copre circa tredici punti del mercato totale di gelato industriale in Italia, come mostra la tabella 2:

Tab.2 Mercato del gelato industriale in Italia

Fonte: Relazione di Clifford Chance per conto di Sammontana S.p.A. ad AGCM, 3 giugno 2008.

CONCORRENTI	QUOTE MERCATO 2007
Unilever	56,5%
Nestè	20,3%
Sammontana	12,3%
GranMilano	9%
Altri	1,9%
TOTALE	100%

Con l'acquisizione di GranMilano S.p.A. realizzata nel giugno 2008, Sammontana ha raggiunto una quota di mercato pari al 21,3%, ponendosi al secondo posto. L'azienda toscana è stata inoltre la prima ad essere certificata in questo settore produttivo: l'attestato ISO 9001 di conformità agli standard qualitativi più avanzati e rigorosi della CE è stato conseguito fin dal 1997.

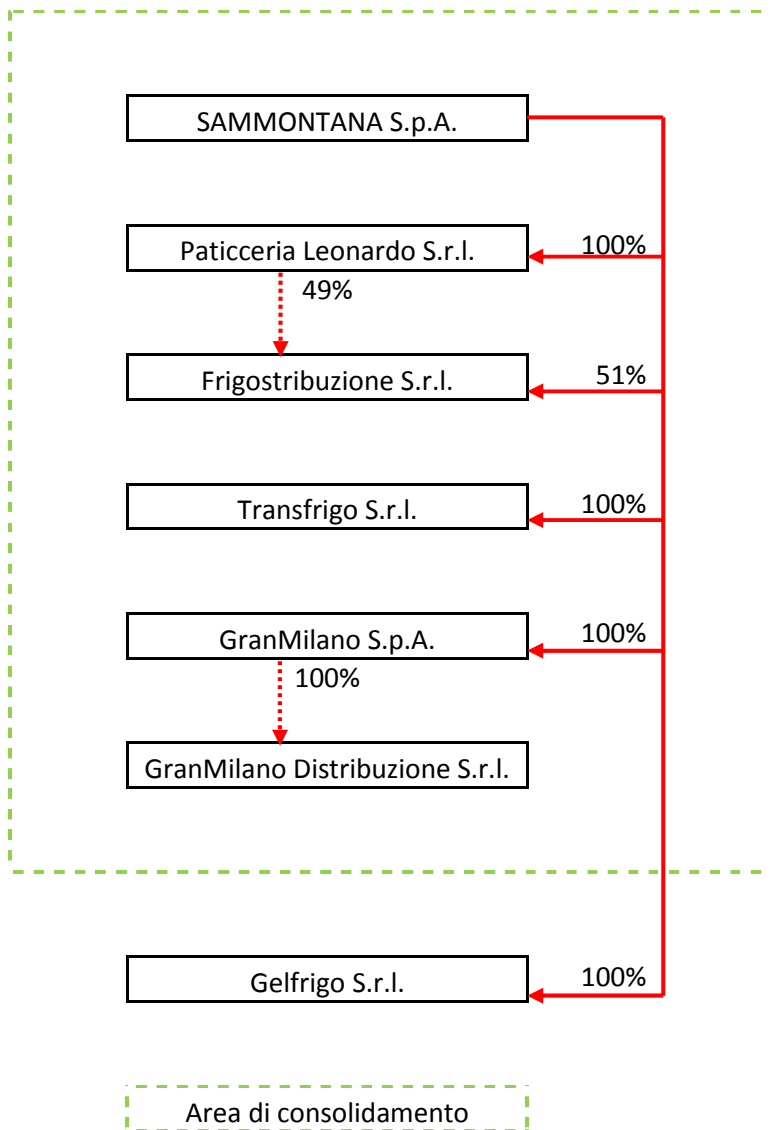
Quanto detto sopra fa riferimento alla "Sammontana gelati" che tutti conosciamo; nella realtà Sammontana è molto altro: contiene al suo interno aziende leader nel settore della croissanterie surgelata come Pasticceria Leonardo s.r.l., inoltre, in data 25 giugno 2008, ha acquisito GranMilano S.p.A. che produce e commercializza prodotti di ricorrenza, pasticceria e gelato con i marchi Tre Marie, Mon-gelo e Sanson. In Sammontana troviamo anche aziende che non operano direttamente nel settore alimentare come Transfrigo S.r.l. che si occupa del trasporto

dei prodotti freschi/surgelati di Sammontana e Frigostribuzione S.r.l. per la distribuzione dei frigo da bar.

Nella figura 10 è esplicitata l'area di consolidamento di Sammontana²³, come si può rilevare Sammontana cerca di seguire tutto il percorso dei suoi prodotti: dalla produzione al consumatore finale ed è una delle caratteristiche distintive di questa azienda italiana che l'hanno resa l'unica in grado di competere con le grandi multinazionali.

Fig. 10 Area di Consolidamento di Sammontana S.p.A.

Fonte: Bilancio Consolidato 2008 di Sammontana S.p.A.



²³ Tratto dal Bilancio Consolidato del Gruppo Sammontana.

3.1 GranMilano S.p.A.: Tre Marie

GranMilano S.p.A. (in seguito GranMilano) è un'azienda con sede a Milano che produce e commercializza gelati, croissanterie e dolci da ricorrenza e lo fa attraverso i marchi Sanson, Mongelo e Tre Marie.

GranMilano nasce nel 1998 prendendo origine da Tre Marie, storica azienda dolciaria milanese sinonimo di prodotti d'alta gamma, con una consolidata presenza nel mercato dei prodotti da ricorrenza e della croissanterie. Il 2001 è un anno chiave nella storia dell'azienda: GranMilano entra nel mondo dei gelati con l'acquisizione di Sanson, marchio storico nella tradizione italiana del gelato, che viene rilanciato e reso più dinamico e innovativo. Fra i principali successi la creazione della versione gelato di Ringo e Togo.

Dal 2003 Tre Marie sviluppa la propria presenza nel mercato del gelato con il lancio delle torte gelato e successivamente dei prodotti da tavola. Dal 2006 Tre Marie firma anche la linea di piatti pronti monoporzione surgelati.

Nel giugno 2008 GranMilano è stata acquisita da Sammontana con l'obiettivo primario di ampliare il proprio mercato e di entrare in altri settori, ma anche per evitare che soggetti esterni (nello specifico un fondo americano) entrassero nel mercato dei gelati e della croissanterie surgelata ostacolando la continua crescita della stessa. Nel corso dell'acquisizione si è reso necessario analizzare i mercati e gli eventuali effetti dell'operazione, su richiesta dell'Antitrust, per un eventuale monopolio che si poteva generare in mano a Sammontana. I mercati in cui opera GranMilano sono: il mercato dei dolci da ricorrenza, il settore degli snack/piatti pronti, i prodotti dolciari e il mercato dei gelati da impulso industriale.

Un'attenzione particolare è stata posta sul mercato dei prodotti dolciari che l'AGCM ha identificato come quello dove sono ricompresi torte e dolci da dessert e i c.d. "morning goods", quali croissants, merendine e altri dolci per la prima colazione. Il criterio per determinare se un dato prodotto costituisce mercato a sé è quello della sostituibilità dal punto di vista del consumatore: i prodotti dol-

ciari (torte, desserts e morning goods) sono sostituibili dal punto di vista del consumatore in quanto normalmente consumati per la prima colazione, i prodotti surgelati e quelli freschi sono perfettamente sostituibili dal punto di vista del consumatore. Quest'ultimi hanno differenze dal lato dell'offerta in quanto sono distinti i sistemi distributivi, i tempi di approvvigionamento e, nel caso di prodotti surgelati, il produttore fornisce al rivenditore in comodato gratuito sia il congelatore per la loro conservazione, sia il forno per la cottura. Sulla base delle definizioni date da AGCM e dall'analisi delle tabelle sottostanti (3 e 4) si rileva che l'operazione di acquisizione ha creato un soggetto con una quota di mercato rilevante rispetto a quella dei concorrenti, nonostante ciò la forza concorrenziale è tale per cui Sammontana/GranMilano non può avere un comportamento indipendente dai propri concorrenti.

Tab. 3 Segmento delle torte, pasticceria e brioches surgelate

Fonte: Relazione di Clifford Chance per conto di Sammontana S.p.A. ad AGCM, 3 giugno 2008.


CONCORRENTI	QUOTE MERCATO 2006
GranMilano	21,80%
Sammontana	12,90%
S.I.P.A.	10,70%
Unilever	8,90%
Forno d'Asolo	7,60%
Nestlè	6,60%
Lizzi	6,20%
Fresystem	4%
Dolciaria Acquaviva	2,40%
Nuova Santa Rosa	2,10%
Delifrance	1,90%
Altri	18,86%
TOTALE	100%

Tab. 4 Segmento delle brioches surgelate

Fonte: Relazione di Clifford Chance per conto di Sammontana S.p.A. ad AGCM, 3 giugno 2008.

CONCORRENTI	QUOTE MERCATO 2006
GranMilano	24,20%
Sammontana	15,90%
Unilever	10,80%
Forno d'Asolo	8,50%
Lizzi	7,30%
Nestlè	6,10%
Fresystem	5,00%
S.I.P.A.	3,90%
Dolciaria Acquaviva	2,90%
Nuova Santa Rosa	2,60%
Delifrance	2,00%
Altri	17,73%
TOTALE	100%



L'oggetto di questa analisi è il brand  che trae origine da una leggenda che ha inizio nel 1150, anno in cui una confraternita di cavalieri reduci dalla Prima Crociata in Terra Santa fondò la scuola dei Raccomandati della Beata Vergine Maria. Nel XIV secolo la confraternita prese il nome di Scuola delle Quattro Marie, in onore della Vergine Maria e delle tre pie donne che seguirono insieme a lei Gesù. Poco dopo la scuola si trasferì nella Corsia de' Servi, nel cuore di Milano, adesso nota come Corso Vittorio Emanuele. Qui si trovava anche il Forno della congregazione, sovrastato da una balconata al centro della quale era posta una nicchia con un affresco raffigurante la Madonna. Per rispetto di questa sacra icona, l'immagine della Beata Vergine fu separata da quella delle Tre Marie minori e l'insegna fu così modificata. Si narra che, grazie all'immagine sacra,

il Forno fu l'unico a essere risparmiato durante il Sacco dei Forni del 1628, narrato da Manzoni ne I Promessi Sposi. Il Forno intraprese da allora un percorso di fama e prosperità fino a trasformarsi, alla fine dell'ottocento, nella pasticceria Le Tre Marie, rinomato luogo di riferimento per la Milano raffinata e buongustaia della Belle Epoque. Oggi Tre Marie è il riferimento in tutto il panorama nazionale dei dolci da ricorrenza; noti per l'alta qualità e per il processo produttivo seguito che, seppur industrializzato, è rimasto quello "di una volta".

Sammontana ha richiesto la valutazione del brand Tre Marie per finalità interne: è in studio, infatti, una eventuale fusione per incorporazione con GranMilano.

3.2 Scelta dei metodi di valutazione

Come abbiamo visto nel capitolo 2 vi sono molteplici metodi di valutazione, sulla base dei diversi approcci. Dopo un'attenta analisi degli andamenti storici di Tre Marie e dallo studio dell'esperienza di Sammontana nel settore dolciario, insieme ai dirigenti della stessa, abbiamo ritenuto opportuno basare l'analisi su un approccio ai redditi in modo da considerare i vantaggi che il brand apporta in termini di maggior ricavi e perché questo approccio cerca di superare i limiti presenti sia nell'approccio ai costi che in quello ai mercati.

Il metodo a cui faremo riferimento è basato sui cash flows, in quanto: per la maggior parte degli altri metodi vengono indicati i passi da seguire, ma non viene specificato nel dettaglio il procedimento in quanto c'è il segreto che lega l'azienda inventrice dello stesso (es. Interbrand, BrandFinance); essendo la valutazione un giudizio, per limitarne la soggettività, facciamo riferimento a grandezze flusso, che sono quelle che utilizziamo per la maggior parte degli altri tipi di valutazioni (es. valutazione degli investimenti); siamo in grado di individuare un'idonea comparabile unbranded.

Come descritto nel paragrafo 2.4, questi metodi possono essere finanziari o reddituali, asset side o equity side; per questa valutazione verrà applicato un metodo

finanziario asset side, quindi la grandezza di base sarà data dai Free Cash Flow from Operations (FCFO). Il metodo finanziario impiegato sarà sintetico in quanto si prevede un flusso di cassa costante e l'orizzonte temporale illimitato. Per quello che concerne la crescita si considera un tasso di crescita "g" costante per tutto il periodo d'analisi; questa scelta è dovuta dall'esperienza che Sammontana ha avuto negli anni con la Pasticceria Leonardo S.r.l.: questa nei primi anni di vita ha visto un tasso di crescita a due cifre, solo negli ultimi anni tale crescita si è ridotta ad una cifra soprattutto a causa dell'andamento dei mercati e dei consumi che hanno subito una brusca frenata a seguito della crisi e dell'aumento del prezzo delle materie prime che hanno investito tutta l'economia mondiale. Nonostante ciò, sia la Pasticceria Leonardo S.r.l., che Tre Marie, hanno avuto tassi di crescita positivi.

La formula impiegata, nello specifico sarà la (19):

$$W_{asset} = \frac{FCFO1}{WACC - g}$$

Per determinare il FCFO1 dobbiamo fare una media dei cash flow imputabili a Tre Marie derivanti dagli ultimi bilanci (3 anni: 2006-2007-2008), da questa dobbiamo togliere la media dei flussi di cassa di un'azienda di confronto: il valore così ottenuto sarà impiegato nella formula (19).

I flussi di cassa riferibili ad ogni anno di analisi sono determinati nel seguente modo:

RICAVI NETTI

-COSTI MONETARI

-COSTI NON MONETARI

EBIT

-IMPOSTE

+COSTI NON MONETARI

FLUSSO CCN GESTIONE CORRENTE

+/- Δ CCN

+/- Δ CAP. FISSO

FCFO

Il capitale circolante netto (CCN) considera le variazioni delle rimanenze, dei crediti commerciali, dei ratei e risconti attivi, dei debiti commerciali, dei ratei e risconti passivi, imputabili al brand, che si sono avute in due esercizi successivi.

La variazione del capitale fisso evidenzia le movimentazioni di immobilizzazioni materiali e immateriali imputabili al brand.

Entrambe le grandezze, se hanno generato un incremento, devono essere imputate col segno negativo in quanto c'è stato un assorbimento di liquidità, mentre in caso di decremento il valore viene aggiunto poiché viene rilasciata liquidità. Ciò a fronte del fatto che i flussi di cassa sono la ricostruzione dei flussi monetari generati dall'azienda, nel nostro caso dal brand.

Una volta determinato il FCFO1, è necessario determinare il costo medio ponderato del capitale (WACC) e il tasso di crescita (g) riferibili al brand oggetto di valutazione.

Nello specifico i passi da seguire sono:

1. individuare una società comparabile unbranded e determinare il suo flusso di cassa medio;
2. calcolare il flusso di cassa medio generato da Tre Marie;
3. definire il free cash flow from operation imputabile al brand Tre Marie come differenziale tra il valore ottenuto al punto 2 meno il valore del punto 1;
4. stabilire il tasso WACC specifico della nostra analisi e il tasso di crescita previsto;
5. determinare il valore del brand applicando la formula (19).

3.3 Azienda di confronto: Fresystem S.p.A.

Per determinare il valore del brand Tre Marie dobbiamo individuare una società comparabile che sia unbranded o che abbia un brand notevolmente inferiore a quello oggetto di valutazione in modo da imputare, per differenza, i flussi di cassa direttamente a quest'ultimo.

Dall'analisi dei mercati, svolta per valutare la fattibilità dell'operazione di acquisizione suddetta, in conformità alle normative sulla concorrenza e i mercati, individuiamo come possibile comparabile unbranded la Fresystem S.p.A. (in seguito Fresystem).

Questa ha una quota di mercato inferiore rispetto a quella di GranMilano, come rilevato dalle tab.3-4, e non commercializza prodotti con un suo brand, ma produce per conto terzi quindi si può ritenere unbranded.

Fresystem è un'azienda italiana leader nella produzione e commercializzazione di gastronomia surgelata dolce e salata che nasce nel 1983 e fin dal 1991 è controllata dal Gruppo Holdinvest S.p.A. Lo stabilimento produttivo è situato nella zona industriale ASI di Caivano, tra Napoli e la Reggia di Caserta, mentre gli uffici commerciali ed amministrativi sono a Napoli, alla Riviera di Chiaia.

L'impiego di prodotti di elevata qualità, l'alto standard tecnologico e la capacità di combinare differenti occasioni di consumo ed altrettanti targets di riferimento,

uniti ad una politica di gestione perennemente orientata alla salvaguardia della qualità, hanno reso la Fresystem un punto di riferimento per le maggiori aziende operanti nel canale FoodService.

Proprio per le caratteristiche di Fresystem, che ritroviamo anche in Tre Marie, abbiamo ritenuta questa come la migliore società comparabile, da utilizzare nella nostra analisi.

Come detto in precedenza, dobbiamo calcolare i Free Cash Flows degli ultimi tre anni riferibili a Fresystem, e il FCFO medio. Per fare ciò è stato considerato il bilancio degli esercizi 2006 e 2008 (Appendice 1 al seguente capitolo) in quanto ritroviamo anche le voci riferibili agli anni 2007 e 2005.

Il calcolo sottostante illustra la determinazione dei FCFO riferibili agli anni 2006, 2007 e 2008 e del FCFO1 (FCFO medio) generati da Fresystem.

Nel calcolo è stato considerato che, tra i crediti commerciali, troviamo soltanto i crediti verso clienti in quanto gli altri non sono di natura commerciale; i debiti comprendono gli acconti, i debiti verso fornitori, i debiti rappresentati da titoli di credito e i debiti verso controllanti in quanto di natura commerciale.

	2006	2007	2008
RICAVI NETTI	28.692.590	33.929.909	42.073.680
COSTI MONETARI	24.063.705	28.853.812	37.100.424
COSTI NN MONET	1.912.625	1.903.649	1.671.502
 EBIT	 2.716.260	 3.172.448	 3.301.754
 IMPOSTE	 1.657.573	 1.912.538	 1.743.279
COSTI NN MONET	1.912.625	1.903.649	1.671.502
 FLUSSO CCN	 2.971.312	 3.163.559	 3.229.977
 ±Δ CCN	 -1.786.847	 -1.808.865	 -1.143.744
RIMANENZE	-23.524	167.801	849.128
CRED.COMM.LI	1.473.307	1.100.179	2.734.891
RAT. E RISC. ATT	-59.399	-81.694	22.878
DEBITI COMM.LI	-95.333	-341.318	2.463.153
RAT. E RISC. PASS	-301.130	-281.261	
 ±Δ CAP.FISSO	 1.139.295	 1.211.031	 -357.257
IMMOB. IMMAT.	47.169	-38.748	-34.045
IMMOB. MAT.	-1.186.464	-1.172.283	391.302
 FCFO	 2.323.760	 2.565.725	 1.728.976

Il FCFO medio (calcolato attraverso la media aritmetica) imputabile alla Fre-system è:

$$\mathbf{FCFO\ fresystem = 2.206.154}$$

Questo valore verrà detratto dai FCFO imputabili a Tre Marie con lo scopo di individuare i flussi di cassa direttamente generati dal brand e quindi applicare la formula (19).

3.4 Il valore del brand Tre Marie

Una volta determinato il FCFO riferibile alla comparable unbranded, è necessario procedere con l'analisi attraverso il calcolo dei FCFO di Tre Marie.

GranMilano redige un unico bilancio al cui interno troviamo dati imputabili sia al brand Tre Marie, sia a Sanson che a Mongelo (in Appendice 2 al seguente capitolo vengono evidenziati Conto Economico e Stato Patrimoniale di GranMilano per gli anni 2006-2007-2008). Non avendo un bilancio direttamente riferibile a Tre Marie, è stato deciso, in accordo con la direzione amministrativa di Sammontana di calcolare i FCFO di GranMilano e di imputare il 70% di questo a Tre Marie, poiché è stato rilevato che Tre Marie ha un ruolo primario all'interno della società; Sanson e Mongelo sono marchi che ricoprono rilevanza secondaria o di supporto.

3.4.1 *Flusso di cassa medio generato dal brand Tre Marie*

E' da considerare che il calcolo dei FCFO di GranMilano è stato depurato delle operazioni di fusione per incorporazione di Sanson nel 2006 e di Mongelo nel 2007. Per il calcolo della variazione del capitale fisso relativo al 2006 non è stato considerato un valore di 30.202.000€ presente nelle immobilizzazioni immateriali alle voci marchi e brevetti e avviamento; sempre con riferimento a questa operazione abbiamo tolto per i tre anni di analisi la quota di ammortamento relativa di 2.998.000€.

Per quanto concerne l'operazione di fusione con Mongelo sono stati tolti dal valore delle immobilizzazioni immateriali una quota pari a 2.830.937€ e relativi ammortamenti (per tutto il periodo di analisi) per un ammontare annuo pari a 674.745€.

Essendo l'oggetto dell'analisi il brand Tre Marie, lasciare nel calcolo dei FCFO a questa imputabile i valori di queste due operazioni di finanza straordinaria, avrebbe portato ad una distorsione dei risultati.

Per GranMilano tra la variazione dei crediti commerciali troviamo i crediti verso i clienti e una parte dei crediti verso imprese controllate, nello specifico:

2006 - Crediti verso imprese controllate

Società	Commerciali	Finanziari	Totali
Mongelo S.r.l.	357.123		357.123
GranMilano Distribuzione S.r.l.	1.476.087	109.395	1.585.482
Totale	1.833.210	109.395	1.942.605

2007 - Crediti verso imprese controllate

Società	Commerciali	Finanziari	Totali
GranMilano Distribuzione S.r.l.	1.324.880	429.458	1.754.338
Totale	1.324.880	429.458	1.754.338

2008 - Crediti verso imprese controllate

Società	Commerciali	Finanziari	Totali
GranMilano Distribuzione S.r.l.	1.044.663	549.720	1.594.383
Totale	1.044.663	549.720	1.594.383

La variazione dei debiti commerciali comprende le seguenti voci: debiti verso fornitori, debiti rappresentati da titoli di credito, debiti verso imprese controllate e debiti verso altre imprese del gruppo entro 12 mesi. Nello specifico, per questi ultimi:

2006 - Saldo verso altre imprese del gruppo:

Società	Commerciale	Fatture da ricevere	Totale
Barilla G. e R. Fratelli S.p.A.	99.152	159.145	258.297
Number1 Logistics Group S.p.A.	799.493	1.718.998	2.518.491
Totale	898.645	1.878.143	2.776.788

2007 - Saldo verso altre imprese del gruppo:

Società	Commerciale	Fatture da ricevere	Totale
Barilla G. e R. Fratelli S.p.A.	52.123	169.181	221.304
Number1 Logistics Group S.p.A.	3.051.234	24.692	3.075.926
Totale	3.103.357	193.873	3.297.230

2008 - Saldo verso altre imprese del gruppo:

Società	Commerciale	Fatture da ricevere	Totale
Pasticceria Leonardo S.r.l.	6.246	0	6.246
Transfrigo S.r.l.	7.338	0	7.338
Totale	13.584	0	13.584

Specificato ciò, i flussi di cassa generati da GranMilano sono così ottenuti:

	2006	2007	2008
RICAVI NETTI	144.200.840	151.344.260	150.586.204
COSTI MONET	128.378.305	129.767.230	131.542.854
COSTI NN MONET	13.466.125	12.751.976	15.661.576
EBIT	2.356.410	8.825.054	3.381.774
IMPOSTE	2.263.916	3.729.051	3.931.255
COSTI NN MONET	13.466.125	12.751.976	15.661.576
FLUSSO CCN	13.558.619	17.847.979	15.112.095
±Δ CCN	-5.297.861	-4.880.936	1.636.281
RIMANENZE	-708.539	1.992.054	3.293.373
CRED.COMM.LI	2.030.046	7.697.780	-513.651
RAT. E RISC. ATT	-78.716	10.673	-24.872
DEBITI COMM.LI	-4.021.938	4.823.290	3.964.197
RAT. E RISC. PAS	-33.132	-3.719	426.934
±Δ CAP.FISSO	3.611.105	-3.512.189	-11.916.598
IMMOB. IMMAT.	-212.517	141.788	602.488
IMMOB. MAT.	-3.398.588	3.370.401	11.314.110
FCFO	11.871.863	9.454.854	4.831.778

Il flusso di cassa medio generato da GranMilano è:

$$\mathbf{FCFO1GranMilano = 8.719.498}$$

In accordo con la dirigenza di GranMilano e di Sammontana abbiamo ritenuto che il 70% di tale FCFO medio sia generato solamente da Tre Marie, per questo il suo FCFO medio è:

$$\mathbf{FCFO1Tre Marie = 8.719.498 \times 70\% = 6.103.649}$$

Per determinare il FCFO direttamente imputabile al brand basta sottrarre dal valore appena ottenuto, i FCFO1 di Fresystem:

$$\mathbf{FCFO1} = 6.103.649 - 2.206.154 = \mathbf{3.897.495}$$

Questo sarà il valore da applicare nella formula per determinare il brand value attraverso i flussi di cassa prevedendo una crescita perpetua.

3.4.2 *Calcolo del costo medio ponderato del capitale WACC*

La formula di riferimento, per procedere con l'analisi, è la (10):

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{D+E} + K^d (1-t) \frac{D}{D+E}$$

E' necessario premettere che i dati per il calcolo del WACC fanno riferimento all'anno 2008 e che si impiegano valori riferiti a GranMilano in quanto, essendo Tre Marie un brand del gruppo GranMilano, il costo del debito e il costo del capitale di proprietà è il medesimo per entrambe.

Debt (D) ed Equity (E) sono rispettivamente il totale dei debiti presenti nello stato patrimoniale (totale passivo meno il patrimonio netto) e il totale patrimonio netto al 31 dicembre 2008.

K_e è il costo del capitale di proprietà calcolato attraverso la (11); K_d è il costo del debito e si determina con il rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari; t è l'aliquota d'imposta (31,40%).

Procedendo con il calcolo:

$$\mathbf{E} = \mathbf{54.593.074}$$

$$\mathbf{D} = 183.221.275 - 54.593.074 = \mathbf{128.628.201}$$

$$K_e = R_f + \beta * (R^m - R_f)$$

Rf è il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio; nel nostro caso è stato considerato il rendimento dei titoli di Stato che è pari a **0,25%**.

Rm è il tasso di rendimento medio del mercato azionario ed è pari a **3,50%**.

β è il coefficiente di volatilità o di rischiosità sistemica dell'azienda o dell'asset oggetto di valutazione, misura il rischio specifico dell'asset in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale di mercato; può essere determinato attraverso la formula:

$$\beta = \beta_u + \beta_u * (1-t) * (D/E)$$

dove il β_u (β unlevered) corrisponde al rischio sistematico medio delle aziende del settore depurato delle rispettive strutture finanziarie; per renderlo specifico del nostro oggetto di valutazione dobbiamo seguire il processo denominato di re-levering, dato dalla formula sopra.

Il β_u specifico del settore Food Processing è 0,65²⁴ (il settore Food Processing trasforma le materie prime in prodotti finiti, mentre il Food Service si limita a commercializzare prodotti finiti). Essendo l'oggetto della valutazione un brand specifico dell'attività di trasformazione ho ritenuto idoneo riferirmi al settore del Food Processing.

Attraverso la formula del re-levering determiniamo il β specifico di Tre Marie:

$$\beta = 0,65 + 0,65 * (1 - 0,314) * (128.628.201/54.593.074) = \mathbf{1,70059691}$$

A questo punto è agevole calcolare il costo del capitale di proprietà:

$$K_e = 0,25\% + 1,70059691 * (3,50\% - 0,25\%) = \mathbf{0,0577694}$$

²⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Il costo del debito K_d si determina rapportando gli oneri finanziari (5.014.386€) sui debiti finanziari ottenuti dalla media dei debiti finanziari presenti all'1/01/2008 e quelli al 31/12/2008 $((73.393.952+71.760.557)/2 = 72.577.255)$:

$$K_d = 5.014.386 / 72.577.255 = \mathbf{0,06909032}$$

Si rende necessario, ad ultimo, individuare l'entità di oneri finanziari deducibili fiscalmente; per fare ciò dobbiamo calcolare il reddito operativo lordo (ROL) sommando la differenza tra il valore della produzione e i costi della produzione all'ammontare di ammortamenti e canoni leasing dell'anno. A questa somma viene applicata una percentuale del 30% e viene aggiunto un importo forfettario di 10.000€, così da determinare la soglia al di sopra della quale non si ha piena deducibilità. Come vedremo in seguito, gli oneri finanziari netti (dati dalla differenza tra interessi passivi meno interessi attivi) sono interamente deducibili in quanto minori della soglia.

valore della produzione	155.953.003
costi della produzione	150.216.533
<hr/>	
valori - costi della prod	5.736.470
ammortamenti	+18.546.841
canone leasing	0
<hr/>	
ROL	24.283.311
30% ROL	7.284.993
somma forfettaria	10.000
<hr/>	
SOGLIA	7.294.993
interessi passivi	5.014.386
interessi attivi	182.826
<hr/>	
interessi passivi netti	4.831.560

Vista la piena deducibilità degli oneri finanziari, il valore del costo medio ponderato del capitale è:

$$\text{WACC} = 0,0577694 * (54.593.074 / 183.221.275) + 0,06909032 * (1-0,314) * (128.628.201 / 183.221.275) = \mathbf{0,050865542}$$

3.4.3 Tasso di crescita “g”

Per stimare il possibile tasso g del brand Tre Marie, in un primo momento, sono stati analizzati i tassi di crescita del margine operativo lordo (MOL) prospettici per gli anni 2009 - 2010 - 2011. Il tasso medio è stato ponderato considerando come fattori di ponderazione 50% per il 2009, 30% per il 2010 e 20% per il 2011. Il tasso ottenuto è del 5,33%:

CALCOLO g	2008	2009	2010	2011
MOL	37.562.000	40.369.000	41.667.000	42.967.000
CRESCITA		0,07472978	0,032153385	0,03119975
fattore ponderazione		0,5	0,3	0,2

Tasso di crescita medio prospettico 0,05325.

Considerando l’esperienza che Sammontana ha avuto negli anni nel settore dolciario attraverso la Pasticceria Leonardo S.r.l. e viste le attuali condizioni del mercato, questo tasso di crescita risulta troppo alto per poter essere considerato idoneo in una valutazione dove si prevede una crescita perpetua. Ciò anche a ragione del fatto che i mercati, vista l’esperienza degli ultimi anni, non sono sempre stabili, per cui per alcuni anni si potrebbe avere una crescita a due cifre, mentre per altri ad una cifra o addirittura un calo. Per queste ragioni la direzione amministrativa di Sammontana ha suggerito di considerare un tasso di crescita che

tende all' 1%. In ottica ulteriormente prudentziale riteniamo opportuno, ai fini di questa valutazione, ridurre questo tasso alla metà; per cui:

$$g = 0,5\%$$

3.4.4 Valore del brand Tre Marie

Una volta definiti i componenti della formula (19) è possibile stimare il valore del brand Tre Marie:

$$W = 3.897.495 / (0,050486858 - 0,005) = 85.683.984$$

Qualora Sammontana decida di procedere con l'operazione di fusione per incorporazione di GranMilano, questo è il valore del brand Tre Marie che dovrebbe comparire in bilancio tra le Immobilizzazioni Immateriali alla voce Marchi e brevetti.

Questa valutazione è stata richiesta da Sammontana la quale nel giugno 2008 ha acquisito da Barilla Holding S.p.A l'azienda GranMilano. Per quanto concerne l'operazione di acquisizione possiamo rilevare che il valore complessivo delle azioni di GranMilano è stato definito in 190.000.000€, mentre il prezzo pagato è stato di 103.562.400€ in quanto, per la differenza GranMilano era gravata da debiti sia nei confronti di Barilla Holding che di vari istituti di credito. La stima del valore è stata possibile grazie all'accesso a data-room dove si possono rilevare dati di natura civilistica e gestionale; questo ha permesso anche di individuare la percentuale di incidenza di Tre Marie in GranMilano stimabile in un 70% circa. Considerando il valore complessivo delle azioni, si può rilevare che il valore di acquisizione associato a Tre Marie è stato di:

$$190.000.000 * 70\% = 133.000.000$$

Una volta determinato il valore del brand Tre Marie possiamo dire che il peso di questo sull'operazione è stato del:

$$85.683.984 / 133.000.000 = 0,6442$$

In conclusione si può rilevare che il brand Tre Marie ha avuto un peso del 64,42% nel corso dell'operazione di finanza straordinaria, questo significa che più che investire in attività reali, Sammontana ha acquistato il marchio, avendo questo un peso rilevante.

L'operazione, quindi, ha consentito al Gruppo Sammontana di raggiungere sul territorio nazionale una quota di mercato pari al 44% della croissanterie industriale surgelata e il 18% della quota di mercato del gelato industriale.

Con riferimento al brand oggetto di valutazione, l'operazione suddetta ha permesso di portare la quota di mercato delle ricorrenze (panettoni, pandori e colombe) ad un 3%; anche se questa percentuale può sembrare irrilevante, i prodotti da ricorrenza Tre Marie si collocano al vertice qualitativo del settore spuntando un prezzo di mercato di 2,5 volte superiore alla media, e ciò è confermato dal differenziale di flusso di cassa da questa generato rispetto a quello di una comparabile unbranded, come è stato ampiamente dimostrato nel corso dell'analisi empirica.

Appendice 1

Bilancio Fresystem S.p.A. 2006

FRESYSTEM S.P.A.

Reg. Imp. 3562/81
Rza 337306



Sede in ZONA INDUSTRIALE ASI - LOCALITA' PASCAROLA - 80023 CAIVANO (NA)
Capita e sociale Euro 1.934.400,00 I.V.

Bilancio al 31/12/2006

Stato patrimoniale attivo	31/12/2006	31/12/2005
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (di cui già richiamati)		
B) Immobilizzazioni		
<i>I. Irrevocabili</i>		
1) Costi di impianto e di ampliamento	87.888	2.080
2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	31.507	58.101
3) Diritti di brevetto industriale e di utilizzo di opera dell'ingegno	42.884	52.273
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	5.234	5.852
5) Avviamento		
6) Immobilizzazioni in corso e accorti	1.950	1.950
7) Altre	17.792	20.830
	186.255	139.066
<i>II. Materiali</i>		
1) Terreni e fabbricati	4.479.177	4.528.827
2) Impianti e macchinario	5.593.298	5.005.656
3) Attrezzatura industriali e commerciali	249.727	293.883
4) Altri beni		
5) Immobilizzazioni in corso e accorti	10.000	1.690.700
	10.332.202	11.519.066
<i>III. Finanziarie</i>		
1) Partecipazioni in:		
a) imprese controllate		
b) imprese collegate		
c) imprese controllanti		
d) altre imprese		
2) Crediti		
a) verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
b) verso imprese collegate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
c) verso controllanti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
d) verso altri		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
3) Altri titoli		512.680
4) Azioni proprie (valore nominale complessivo)		512.680
Totale immobilizzazioni	10.518.457	12.170.432

Bilancio al 31/12/2006

Pagina 1

C) Attivo circolante

I. Rimanenze

1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	1.357.965	1.274.962
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	160.813	86.215
3) Lavori in corso su ordinazione		
4) Prodotti finiti e merci	1.276.997	1.486.422
5) Acconti		
	<u>2.795.775</u>	<u>2.859.299</u>

II. Crediti

1) Verso clienti		
- entro 12 mesi	5.727.757	5.248.506
- oltre 12 mesi	<u>27.587</u>	<u>33.531</u>
	6.755.344	5.282.037
2) Verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
3) Verso impresa collegata		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4) Verso controllanti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4-bis) Fer crediti tributari		
- entro 12 mesi	54.037	22.724
- oltre 12 mesi	<u>7.954</u>	<u>7.954</u>
	61.991	30.678
4-ter) Fer imposte anticipate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
5) Verso altri		
- entro 12 mesi	11.944	
- oltre 12 mesi	<u>260.314</u>	<u>267.207</u>
	272.258	267.207
	<u>7.089.593</u>	<u>5.579.922</u>

III. Attività finanziarie che non costituiscono

immobilizzazioni

1) Partecipazioni in imprese controllate		
2) Partecipazioni in imprese collegate		
3) Partecipazioni in imprese controllanti		
4) Altre partecipazioni	9.414	11.764
5) Azioni proprie (valore nominale complessivo)		
6) Altri titoli	<u>512.680</u>	
	522.094	11.764

IV. Disponibilità liquide

1) Depositi bancari e postali	329.140	884.745
2) Assegni		
3) Danaro e valori in cassa	<u>17.778</u>	<u>8.405</u>
	346.918	893.150

Totale attivo circolante **10.754.380** **9.304.135**

D) Ratei e risconti

- disagio su prestiti		
- vari	<u>92.696</u>	<u>152.095</u>
	92.696	152.095

Totale attivo **21.305.533** **21.026.002**

Stato patrimoniale passivo	31/12/2006	31/12/2005
A) Patrimonio netto		
<i>I. Capitale</i>	1.994.400	1.994.400
<i>II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni</i>		
<i>III. Riserva di rivalutazione</i>		
<i>IV. Riserva legale</i>	201.873	131.169
<i>V. Riserve statutarie</i>		
<i>VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio</i>		
<i>VII. Altre riserve</i>		
Riserva straordinaria	8.129	4.539
Riserva per ammortamenti anticipati art. 67 T.U.	1.099.279	1.099.279
Riserva per conversione/arrotondamento in EURO	1	4
Riserva contributi da tassare art. 55/917		
Riserva Contributi Tassata art. 55/917	516.900	516.900
<i>VIII. Utili (perdite) portati a nuovo</i>	1.624.745	1.620.742
	59.197	59.187
<i>IX. Utile d'esercizio</i>	1.353.994	1.413.469
Totale patrimonio netto	5.167.779	5.152.987
B) Fondi per rischi e oneri		
1) Fondi di trattamento di quiescenza e obblighi simili	130.147	102.258
2) Fondi per imposte, anche differite	671.349	894.570
3) Altri	44.347	44.347
Totale fondi per rischi e oneri	845.843	1.041.175
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	1.413.665	1.300.524
D) Debiti		
1) Cbbligazioni		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
2) Cbbligazioni convertibili		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi	1.040.000	1.040.000
3) Debiti verso soci per finanziamenti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4) Debiti verso banche		
- entro 12 mesi	1.402.024	1.107.861
- oltre 12 mesi	3.815.031	3.737.577
5) Debiti verso altri finanziatori		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
6) Accenti		
- entro 12 mesi	444	
- oltre 12 mesi		
7) Debiti verso fornitori		
- entro 12 mesi	4.218.292	4.346.830
- oltre 12 mesi		
	4.218.292	4.346.830

8) Debiti rappresentati da titoli di credito			
- entro 12 mesi	345.860		410.107
- oltre 12 mesi	<u>74.630</u>		<u>420.490</u>
		420.490	830.597
9) Debiti verso imprese controllate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
10) Debiti verso imprese collegate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
11) Debiti verso controllanti			
- entro 12 mesi	1.029.949		586.981
- oltre 12 mesi			
		1.029.949	586.981
12) Debiti tributari			
- entro 12 mesi	430.524		711.773
- oltre 12 mesi			
		430.524	711.773
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale			
- entro 12 mesi	239.355		292.226
- oltre 12 mesi			
		239.355	292.226
14) Altri debiti			
- entro 12 mesi	522.672		425.436
- oltre 12 mesi			
		522.672	425.436
Totale debiti		13.116.681	13.019.281
E) Ratei e risconti			
- aggio sui prestiti			
- vari	821.565		1.122.695
		821.565	1.122.695
Totale passivo		21.365.522	11.626.662
Conti d'ordine		31/12/2006	31/12/2005
1) Sistema improprio dei beni altrui presso di noi			
2) Sistema improprio degli impegni			
3) Sistema improprio dei rischi			2.582.300
4) Raccordo tra norme civili e fiscali			
Totale conti d'ordine			2.582.300
Conto economico		31/12/2006	31/12/2005
A) Valore della produzione			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		28.692.590	26.113.780
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti		(209.425)	246.411
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni		49.571	
5) Altri ricavi e proventi:			
- vari	79.591		20.557
- contributi in conto esercizio			
- contributi in conto capitale (quote esercizio)	<u>309.841</u>		<u>329.887</u>
		389.232	350.444
Totale valore della produzione		28.920.968	26.710.632

B) Costi della produzione			
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		11.673.980	10.790.866
7) Per servizi		6.704.025	6.100.328
8) Per godimento di beni di terzi		22.264	14.327
9) Per il personale			
a) Salari e stipendi	3.755.657		3.572.985
b) Oneri sociali	1.373.043		1.164.467
c) Trattamento di fine rapporto	285.910		247.368
d) Trattamento di quiescenza e simili			
e) Altri costi			
		5.414.610	4.784.750
10) Ammortamenti e svalutazioni			
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	74.657		55.560
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	1.777.042		1.770.563
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni			
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	32.037		26.589
		1.984.736	1.953.712
		(185.902)	13.752
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci			
12) Accantonamento per rischi			
13) Altri accantonamenti		27.889	27.889
14) Oneri diversi di gestione		48.325	62.560
Totale costi della produzione		25.790.428	23.648.224
Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)		3.130.540	3.062.411
C) Proventi e oneri finanziari			
15) Proventi da partecipazioni:			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- altri			
16) Altri proventi finanziari:			
a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- da controllanti			
- altri			
b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni			34.861
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	34.908		
d) proventi diversi dai precedenti:			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- da controllanti			
- altri			
	10.511		50.866
		45.419	84.927
		45.419	84.927
17) Interessi e altri oneri finanziari:			
da imprese controllate			
da imprese collegate			
da controllanti			
altri	322.143		305.056
		322.143	305.056
17-bis) Utili e Perdite su cambi			
Totale proventi e oneri finanziari		(276.724)	(228.129)
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie			

18) Rivalutazioni:		
a) di partecipazioni		
b) di immobilizzazioni finanziarie		
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante		
19) Svalutazioni:		
a) di partecipazioni		
b) di immobilizzazioni finanziarie		
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante		
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie		
E) Proventi e oneri straordinari		
20) Proventi:		
- plusvalenze da alienazioni	2.007	207
- varie	30.952	22.940
		23.147
21) Oneri:		
- minusvalenze da alienazioni	51	48
- imposte esercizi precedenti	53.419	116.572
- varia	36.434	8.635
		125.255
Totale delle partite straordinarie	(55.470)	(102.108)
Risultato prima delle imposte (A-B±C±D±E)	2.798.346	2.740.174
22) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a) imposte correnti	1.657.573	1.243.390
b) imposte differite (anticipate)	(213.221)	89.315
		1.326.705
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	1.393.994	1.413.469



industria prodotti surgelati dolci e salati
Sede in Calvano - Zona Industriale Asi - Località Pascarella
Capitale Sociale € 1.934.400 i.v.

Note Integrative al bilancio al 31/12/2006

Premessa

La Vostra società opera nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti di pasticceria pronta e pronta surgelata.

Il capitale sociale della Fresystem è controllato per il 96% dalla Holdinvest S.p.A.

Il bilancio al 31 Dicembre 2006 è redatto con gli importi espressi in euro, in quanto la società ha adottato l'euro, quale moneta di conto, con decorrenza 1° Gennaio 2002. Lo stato patrimoniale ed il conto economico sono stati redatti in unità di euro, senza cifre decimali, come previsto dall'art. 16, comma 8, LGS n.° 213/98 e dall'Art. 2423, comma 5 del Codice Civile.

Eventuale appartenenza a un Gruppo

La vostra società appartiene al Gruppo Holdinvest che esercita la direzione e coordinamento tramite la Società Holdinvest S.p.A.

Nel seguente prospetto vengono forniti i dati essenziali dell'ultimo bilancio approvato della suddetta Società che esercita la direzione e coordinamento. Sottolineiamo, peraltro, che la capogruppo redige il bilancio consolidato.

Descrizione	2005	2004
STATO PATRIMONIALE		
ATTIVO		
B) Immobilizzazioni	14.320.216	12.485.474

C) Attivo circolante	4.449.881	3.379.690
D) Ratei e risconti	12.947	12.436
Totale Attivo	18.783.046	16.477.662
PASSIVO:		
A) Patrimonio Netto:		
Capitale sociale	2.657.145	2.557.145
Riserve	1.137.502	1.144.959
Utile (perdite) dell'esercizio	1.690.832	918.340
B) Fondi per rischi e oneri	971.118	790.318
C) Trattamento di fine rapporto di lav. Sub.	498.303	451.900
D) Debiti	9.871.026	9.887.937
E) Ratei e risconti	1.997.120	659.013
Totale passivo	18.783.046	16.477.662
CONTO ECONOMICO		
A) Valore della produzione	6.622.215	7.286.906
B) Costi della produzione	(5.340.779)	(5.324.301)
C) Proventi e oneri finanziari	391.469	(263.406)
D) Rettifiche di valore di att. Finanziaria	(26.286)	(34.589)
E) Proventi e oneri straordinari	972.347	(5.941)
Imposta sul reddito dell'esercizio	980.134	744.249
Utile (perdita) dell'esercizio	1.650.832	916.340

Criteri di formazione

Il seguente bilancio è conforme al dettato degli articoli 2423 e seguenti del Codice civile, come risulta dalla presente nota integrativa, redatta ai sensi dell'articolo 2427 del Codice civile, che costituisce, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2423, parte integrante del bilancio d'esercizio.

Criteri di valutazione

I criteri utilizzati nella formazione del bilancio chiuso al 31/12/2006 non si discostano dai medesimi utilizzati per la formazione del bilancio del precedente esercizio, in particolare nelle valutazioni e nella continuità dei medesimi principi.

La valutazione delle voci di bilancio è stata fatta ispirandosi a criteri generali di prudenza e competenza, nella prospettiva della continuazione dell'attività.

L'applicazione del principio di prudenza ha comportato la valutazione individuale degli elementi componenti le singole poste o voci delle attività o passività, per evitare compensi tra perdite che dovevano essere riconosciute e profitti da non riconoscere o quanto non realizzati.

In ottemperanza al principio di competenza, l'effetto delle operazioni e degli altri eventi è stato rilevato contabilmente ed attribuito all'esercizio al quale tali operazioni ed eventi si riferiscono, e non a quello in cui si concretizzano i relativi movimenti di numerario (incassi e pagamenti).

La continuità di applicazione dei criteri di valutazione nel tempo rappresenta elemento necessario ai fini della comparabilità dei bilanci della società nei vari esercizi.

Immobilizzazioni**Immateriali**

Sono iscritte al costo storico di acquisizione ed esposte al netto degli ammortamenti effettuati nel corso degli esercizi e imputate direttamente alla singola voce.

I costi di impianto e di ampliamento, i costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità con utilità pluriennale sono stati iscritti nell'attivo con il consenso del Consiglio d'amministrazione e sono ammortizzati in un periodo di 5 esercizi.

I diritti di brevetto industriale e i diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, le licenze, concessioni e marchi sono ammortizzati in ragione della residua possibilità di utilizzo.

Materie

Sono iscritte al costo di acquisto e rettificata dai corrispondenti fondi di ammortamento.

Nel valore di iscrizione in bilancio si è tenuto conto degli oneri accessori e dei costi sostenuti per l'utilizzo dell'immobilizzazione, portando a riduzione del costo gli sconti commerciali e gli sconti cassa di importo rilevante.

I terreni, anche pertinenziali a fabbricati iscritti in bilancio, non sono ammortizzati.

La quota di ammortamento, imputata al conto economico, sono stata calcolata attesa l'utilizzo, la destinazione e la durata economico-tecnica dei cesspi, sulla base del criterio della residua possibilità di utilizzazione, criterio che abbiamo ritenuto ben rappresentato da le seguenti aliquote, non modificate rispetto all'esercizio precedente e ridotte alla metà nell'esercizio di entrata in funzione del bene:

- terreni e fabbricati: 3 %

- impianti e macchinari: 12,5 %
- attrezzature: 30 %
- altri beni: 25 %

Titoli e Partecipazioni (inclusi nelle Immobilizzazioni Finanziarie)

I titoli e le partecipazioni iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie sono iscritte al costo d'acquisto, ridotta della perdita durevole di valore. Nel valore d'iscrizione si è tenuto conto degli oneri di diretta imputazione e il valore rettificato è ripristinato nel caso in cui vengano meno le ragioni della svalutazione.

Rimanenze di magazzino

Sono valorizzate al minore tra il costo d'acquisto e/o di produzione ed il valore di presumibile realizzo desumibile dall'andamento di mercato.

In particolare le rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo sono valutate al costo d'acquisto.

I prodotti finiti e i prodotti in corso di lavorazione sono stati valutati al costo medio d'esercizio comprensivo dei costi sostenuti per la manodopera diretta, delle materie prime, degli imballi e dei costi indiretti di stabilimento.

Crediti

Sono esposti al presumibile valore di realizzo. L'adeguamento del valore nominale dei crediti al valore presunto di realizzo è ottenuto mediante apposito fondo svalutazione crediti, tenendo in considerazione le condizioni economiche generali, di settore e anche il rischio paese.

Debiti

Sono rilevati al loro valore nominale, modificato in occasione di resi e di rettifiche di fatturazione.

Ratei e risconti

Sono stati determinati secondo il criterio dell'effettiva competenza temporale dell'esercizio.

Per i ratei e risconti di durata pluriennale sono state verificate le condizioni che ne avevano determinato l'iscrizione originaria, adottando, ove necessario, le opportune variazioni.

Contributi in conto impianti

Conferentemente alla attuale normativa civilistica i contributi incassati ante 1° gennaio 1998 sono stati contabilizzati tra le riserve del patrimonio netto in parziale sospensione d'imposta e sulla parte tassabile sono state stanziati le relative imposte differite. Tali contributi si riferiscono a quelli derivanti dal contributo ex L. 64/86.

Per i contributi incassati successivamente alla data del 1° gennaio 1998, ottenuti in base alla Legge 64/86 sono stati contabilizzati in diretta diminuzione dei costi a cui si riferivano.

I contributi ex L.341 - L.266 incassati successivamente alla data precedentemente enunciata sono stati iscritti tra i risconti passivi ed imputati a conto economico pro quota, in ragione dell'ammortamento effettuato sui costi per l'acquisto dei quali sono stati concessi.

I contributi in conto impianti ex L. 488, deliberati successivamente al 1° Gennaio 1998, sono stati iscritti per competenza tra i risconti passivi e correlati agli ammortamenti dei costi di riferimento.

Fondi per rischi e oneri

Sono stanziati per coprire perdite o debiti di esistenza certa o probabile, da quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio non erano determinabili l'ammontare o la data di sopravvenienza.

Nella valutazione di tali fondi sono stati rispettati i criteri generali di prudenza e imparzialità e non si è proceduto alla costituzione di fondi rischi generici privi di giustificazione economica.

Fondo TFR

Rappresenta l'effettivo debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione avente carattere continuativo.

Il fondo corrisponde al totale delle singole indennità maturate a favore dei dipendenti alla data di chiusura del bilancio, al netto degli accenti erogati, ed è pari a quanto si sarebbe dovuto corrispondere ai dipendenti nell'ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro in tale data.

Imposte sul reddito

Le imposte sono accantonate secondo il principio di competenza; rappresentano pertanto:

- gli accantonamenti per imposte liquidate o da liquidare per l'esercizio, determinate secondo le aliquote e le norme vigenti;

- l'ammontare delle imposte differite o pagate anticipatamente in relazione a differenze temporanee sorte o annullate nell'esercizio.

Riconoscimento ricavi

I ricavi per vendite dei prodotti sono riconosciuti al momento del trasferimento della proprietà, che normalmente si identifica con la consegna o a spedizione dei beni.

I ricavi di natura finanziaria e quelli derivanti da prestazioni di servizi vengono riconosciuti in base alla competenza temporale.

Garanzie, impegni, beni di terzi e rischi

I rischi relativi a garanzie concesse, personali o reali, per debiti altrui sono stati indicati nei conti d'ordine per un importo pari all'ammontare della garanzia prestata; l'importo del debito altrui garantito alla data di riferimento del bilancio, se inferiore alla garanzia prestata, è indicato nella presente nota integrativa.

Gli impegni sono stati indicati nei conti d'ordine al valore nominale, alla data del 31 Dicembre 2006.

Dati sull'occupazione

L'organico medio aziendale, ripartito per categoria, ha subito, rispetto al precedente esercizio, le seguenti variazioni.

Organico	31/12/2006	31/12/2005	Variazioni
Dirigenti	2	2	-
Impiegati	19	16	3
Operai	120	112	8
	141	130	11

Il contratto nazionale di lavoro applicato è quello del settore dell'industria alimentare.

Attività**B) Immobilizzazioni****I. Immobilizzazioni immateriali**

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	99.754	129.086	(29.332)

Totale movimentazione delle Immobilizzazioni Immateriali

Descrizione costi	Valore 31/12/2005	Incrementi esercizio	Decrementi esercizio	Amm.to esercizio	Valore 31/12/2006
Impianto e ampliamento	2.080	108.126		22.318	87.888
Ricerca, sviluppo e pubblicità	58.101			25.594	32.507
Diritti brevetti Industriali	52.272	10.000		19.385	42.887
Concessioni, licenze, marchi	3.852			618	3.234
Avviamento					
Immobilizzazioni in corso e acconti	1.950	1.950	1.950		1.950
Altre	20.830	3.900		6.938	17.792
	139.086	123.976	1.950	74.857	186.255

Gli incrementi più significativi si riferiscono ai costi di impianto ed ampliamento ed, in particolare:

- agli oneri sostenuti per l'avviamento della nuova linea produttiva per € 49.571;
- agli oneri per l'addestramento e qualificazione del personale connessi alla ristrutturazione commerciale dell'azienda per € 58.555.

Tali costi sono stati capitalizzati con il consenso del Collegio Sindacale.

Inoltre, l'incremento della voce di titi di brevetto industriale si riferisce interamente all'acquisto ed implementazione del sistema Informativo di rintracciabilità dei prodotti alimentari.

Precedenti rivalutazioni, ammortamenti e svalutazioni

Il costo storico all'inizio dell'anno è così composto.

Descrizione costi	Costo storico	Fondo ammortamento	Rivalutazioni	Svalutazioni	Valore netto
Impianto ampliamento	3.467	1.387			2.080
Ricerca, sviluppo e pubblicità	277.501	219.400			58.101
Diritti brevetti industriali	121.913	69.640			52.273
Concessioni, licenze, marchi	32.543	28.691			3.852
Avviamento					
Immobilizzazioni in corso e acconti	1.950				1.950
Altre	311.756	290.926			20.830
	749.130	610.044			139.086

II. Immobilizzazioni materiali

Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
10.332.202	11.518.656	(1.186.454)

Terreni e fabbricati

Descrizione	Importo
Costo storico	6.036.766
Ammortamenti esercizi precedenti	(1.507.781)
Saldo al 31/12/2005	4.528.927
Acquisizioni dell'esercizio	114.328
Ammortamenti dell'esercizio	(170.078)
Saldo al 31/12/2006	4.473.177

Si evidenzia che i terreni, anche pertinenziali ai fabbricati iscritti in bilancio, non sono ammortizzati. L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, alle opere edili di adeguamento e miglioramento locali per l'installazione della nuova linea produttiva.

Impianti e macchinario

Descrizione	Importo
Costo storico	16.512.569
Ammortamenti esercizi precedenti	(11.506.651)
Saldo al 31/12/2005	5.005.918
Riclassificazioni da immobilizzazioni in corso	1.680.700
Acquisizioni dell'esercizio	386.950
Cessioni nette dell'esercizio	-
Ammortamenti dell'esercizio	(1.474.270)
Saldo al 31/12/2006	5.599.298

L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, al completamento degli investimenti in macchinari per la nuova linea produttiva.

Attrezzature industriali e commerciali

Descrizione	Importo
Costo storico	2.098.947
Ammortamenti esercizi precedenti	(1.806.627)
Saldo al 31/12/2005	292.320
Acquisizioni dell'esercizio	93.154
Cessioni nette dell'esercizio	(3.050)
Ammortamenti dell'esercizio	(133.497)
Saldo al 31/12/2006	249.727

Immobilizzazioni in corso e acconti

Descrizione	Importo
Saldo al 31/12/2005	1.690.700
Acquisizioni dell'esercizio	-
Riclassificazioni	(1.690.700)
Saldo al 31/12/2006	10.000

Il decremento della voce immobilizzazione in corso ed acconti si riferisce per C 1.670 mila all'entrata in esercizio, nel corso del 2005, della nuova linea di produzione e dell'impiantistica a servizio della suddetta linea.

Beni in leasing

Si riporta di seguito l'effetto derivante dalla contabilizzazione dei beni in leasing con il metodo finanziario, come richiesto dall'art. 2427 n.º 22 del Codice Civile.

<i>Incremento / (Decremento)</i>	
A) Attività:	Importi in KC
Beni in leasing finanziario alla fine dell'esercizio precedente al netto degli ammortamenti complessivi pari a KC 583 alla fine dell'esercizio precedente	136
Beni acquisiti in leasing finanziario nel corso dell'esercizio	-
Quote di ammortamento di competenza dell'esercizio	(90)
Beni in leasing finanziario al termine dell'esercizio, al netto degli ammortamenti complessivi pari a KC 678	A) 46
B) Passività	
Debiti impliciti per operazioni di leasing finanziario alla fine dell'esercizio precedente	-
Debiti impliciti sorti nell'esercizio	-
Riduzioni per rimborso delle quote capitale e riscatti nel corso dell'esercizio	-
Debiti impliciti per operazioni di leasing finanziario al termine dell'esercizio	B) -
Risconti passivi contribuiti in c/impianti sui beni acquisiti in leasing finanziario al 31.12.2006	C) (13)
Effetto complessivo lordo alla fine dell'esercizio (A+B+C)	33
Effetto netto fiscale	(13)
Effetto sul Patrimonio Netto alla fine dell'esercizio	20

Conto Economico	Importi in KC
Sterno di canoni su operazioni di leasing finanziario	-
Rilascio della quota di contributi in c/impianti sui beni in leasing finanziari	25
Rilevazione di quote di ammortamento su contratti in essere	(90)
Effetto sul risultato prima delle imposte	(65)
Rilevazione dell'effetto fiscale	24
Effetto sul risultato d'esercizio delle rilevazioni delle operazioni di leasing con il metodo finanziario	(41)

III. Immobilizzazioni finanziarie

Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
-	512.680	(512.680)

Altri titoli

Descrizione	31/12/2005	Incremento	Decremento	31/12/2006
Titoli in garanzia	512.680		512.680	-
	512.680		512.680	-

Tali titoli, costituiti da Buoni Pluriennali del Tesoro al tasso annuale del 7,5% e dati in garanzia alla Isveimer (ora ceduto a Mecio Sud) sul mutuo contratto con la stessa Società ai sensi della Legge 64/86, sono stati riclassificati tra le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni essendo avvenuto il loro smobilizzo nei primi mesi del 2007.

C) Attivo circolante

I. Rimanenze

	Saldo al 31/12/2006 2.795.775	Saldo al 31/12/2005 2.919.289	Variazioni (23.524)
I criteri di valutazione adottati sono invariati rispetto all'esercizio precedente e motivati nella prima parte della presente Nota integrativa.			
Nel dettaglio la voce in oggetto risulta così composta:			
- Prodotti finiti:	€ 1.276.997;		
• materie prime:	€ 569.359;		
• prodotti in corso di lavorazione:	€ 160.813;		
- imballi:	€ 239.509;		
• ricambi di manutenzione:	€ 558.007.		

II. Crediti

	Saldo al 31/12/2006 6.421.075	Saldo al 31/12/2005 5.379.923	Variazioni 2.041.953	
Il saldo è così suddiviso secondo la scadenza.				
Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Verso clienti	6.727.757	27.587		6.755.344
Per crediti tributari	54.037	7.954		61.991
Verso altri	11.944	260.314		272.258
	6.793.738	295.855		7.089.593

Il saldo della voce crediti verso clienti entro i dodici mesi si compone prevalentemente per € 6.924.734 da crediti per fatture emesse, per € 412.598 da ricevute bancarie allo sconto, da fatture da ricevere da clienti per premi di fine anno per € 230.107 e del fondo svalutazione crediti per € 94.112.

La voce crediti verso clienti oltre i dodici mesi si compone per € 8.127 da crediti commerciali in contenzioso e per € 19.460 da crediti per fidi concessi alla clientela finale.

La voce crediti tributari entro i dodici mesi risulta composta principalmente dal saldo IVA a credito relativo al mese di dicembre 2006.

La voce crediti tributari oltre i dodici mesi si riferisce a crediti Irpeg rimborsati a rimborso relativi ad anni precedenti.

La voce crediti diversi entro i dodici mesi include crediti verso i dipendenti per prestiti per € 5.000 e crediti verso Istituti Previdenziali per € 6.301.

La voce crediti diversi oltre i dodici mesi si riferisce principalmente a:

- crediti verso società assicuratrici per fondo Tfm per € 102.258;
- credito verso il Ministero dell'Industria per il saldo del contributo erogato ai sensi della Legge 489 per € 146.384;
- Depositi cauzionali per € 9.396.

Di seguito si riporta la movimentazione del fondo svalutazione crediti alla data del 31 Dicembre 2006:

Descrizione	F.do svalutazione ex art. 2426 Codice civile
Saldo al 31/12/2005	58.424
Utilizzo nell'esercizio	(6.349)
Accantonamento esercizio	32.637
Saldo al 31/12/2006	84.112

Tale fondo è considerato congruo al fine di adeguare i crediti verso clienti al valore di presumibile realizzo.

Si evidenzia che l'incremento dei crediti rispetto allo scorso esercizio è dovuto principalmente all'aumento di fatturato ed all'aumento della dilazione media concessa ai clienti di piccole dimensioni. Peraltro, alla data della presente nota, tali crediti risultano quasi integralmente incassati.

Si riporta, di seguito, la ripartizione dei crediti iscritti in bilancio per area geografica:

Crediti per Area Geografica	V / clienti	V/Controllo te	V / collegate	V /Controllanti	V / altri	Totale
-----------------------------	-------------	----------------	---------------	-----------------	-----------	--------

Italia	6.735.166	272.258	7.007.424
Unione Europea	20.178	-	20.178
Totale	6.755.344	272.258	7.027.602

III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	522.094	11.764	510.330
Descrizione	31/12/2005	Incrementi	Decrementi
Altre partecipazioni	11.764		2.350
Altri titoli		512.680	
	11.764	512.680	2.350
			512.500
			522.094

La voce altre partecipazioni si compone per € 5.000 da azioni ordinarie della Banca Popolare di Sviluppo, per € 1.261 dalla sottoscrizione della quota del Consorzio Napoli Food e per € 3.123 dalla sottoscrizione al Consorzio Asi di Pascarola.

Per la voce altri titoli si veda quanto già detto a commento della voce "immobilizzazioni finanziarie".

IV. Disponibilità liquide

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	346.918	893.150	(546.232)
Descrizione	31/12/2006	31/12/2005	
Depositi bancari e postali	329.140	884.745	
Denaro e altri valori in cassa	17.778	8.405	
	346.918	893.150	

Il saldo rappresenta le disponibilità liquide e l'esistenza di numerario e di valori alla data di chiusura dell'esercizio.

D) Ratei e risconti

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	92.696	152.095	(59.399)

Misurano proventi e oneri la cui competenza è anticipata o posticipata rispetto alla manifestazione numeraria e/o documentale; essi prescindono dalla data di pagamento o riscossione dei relativi proventi e oneri comuni a due o più esercizi e ricorrono in ragione del tempo.

Non sussistono, al 31/12/2006, ratei e risconti aventi durata superiore a cinque anni.

La composizione della voce è così dettagliata.

Descrizione	Importo
Ratei Attivi su interessi titoli	14.733
Risconti Attivi su oneri fiera	34.522
Risconti Attivi su oneri leggi Sabatini	39.518
Ratei attivi su competenze bancarie	589
Altri	2.734
	92.696

Passività**A) Patrimonio netto**

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	5.169.861	5.152.987	16.874

Nella tabella che segue si dettagliano i movimenti nel patrimonio netto

	Capitale sociale	Riserva legale	Altre Riserve	Risultato d'esercizio	Totale
Saldo all'1.1.2005	1.934.400	39.715	571.849	1.829.670	4.375.634
Destinazione del risultato dell'esercizio - destinazione a dividendi				(636.115)	(636.115)

- attribuzione a riserva Legale	91.484			(91.484)	-
- Attribuzione a Riserva Straordinaria			1.787	(2.787)	-
- Attribuzione ad Altre Riserve			1.099.284	(1.099.284)	-
)	
Risultato dell'esercizio				1.413.469	1.413.469
Saldo al 31.12.2005	1.934.400	131.189	1.673.920	1.413.469	5.152.997
Destinazione del risultato dell'esercizio					
- destinazione a dividendi				(1.339.200)	(1.339.200)
- attribuzione a riserva Legale	70.674			(70.674)	-
- Attribuzione a Riserva Straordinaria			3.594	(3.595)	-
- Attribuzione ad Altre Riserve					-
Risultato dell'esercizio corrente				1.353.994	1.353.994
Alla chiusura dell'esercizio corrente	1.934.400	201.873	1.677.514	1.353.994	5.167.779

Gli incrementi delle voci del patrimonio netto si riferiscono, oltre al risultato dell'esercizio 2006, alla destinazione del risultato dell'esercizio 2005 al netto della distribuzione ai soci per dividendi per € 1.339.200.

Le poste del patrimonio netto sono così distinte secondo l'origine, la possibilità di utilizzazione, la distribuità e l'avvenuta utilizzazione nei tre esercizi precedenti:

Natura / Descrizione	Importo	Possibilità utilizzo (*)	Quota disponibile	Utilizzazioni eff. nei 3 es. prec. Per coperti. Perdite	Utilizzazioni eff. nel 3 es. prec. Per altre ragioni
Capitale	1.934.400	B			
Riserva legale	201.873	A, B			
Altre riserve	1.624.316	A, B, C	1.019.522		
Utile (perdite) portati a nuovo	53.197	A, B, C	53.197		
Utile esercizio 2006	1.353.994	A, B, C	1.286.294		
Totale	5.167.779		2.359.013		

(*) A: per aumento di capitale; B: per copertura perdite; C: per distribuzione ai soci

B) Fondi per rischi e oneri

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni	
	045.643	1.031.175	(185.332)	
Descrizione	31/12/2005	Incrementi	Decrementi	31/12/2006
Per trattamento di quiescenza	192.258	27.889		139.147
Per imposte, anche differite	884.570		213.221	671.349
Altri	44.347			44.347
	1.021.175	27.889	213.221	845.843

L'incremento della voce fondo per quiescenza si riferisce all'accantonamento effettuato nel corso dell'esercizio 2006 della quota di TFM di competenza.

Il decremento del fondo imposte differite per € 213.221 si riferisce all'utilizzo dello stesso per ammortamenti non fiscalmente deducibili in sede di dichiarazione dei redditi.

Come richiesto dall'art. 2427 n. 14 del Codice Civile è stato redatto un apposito prospetto che evidenzia per singola voce le differenze temporanee e le relative imposte differite ed anticipate per gli esercizi 2005 e 2006.

	Esercizio 2006		Esercizio 2005	
	Ammontare della differenze Temporanea	Effetto Fiscale	Ammontare della differenza Temporanea	Effetto Fiscale
Ammortamenti anticipati	2.492	933	3.007	1.120
Effetto correlato ad ammortamenti	(677)	(259)	(632)	(238)

anticipati (Contributi in € impianti)				
Totale	1.755	671	2.375	684
Imposte differite nete	1.755	671	2.375	684

C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
1.413.665	1.900.524	113.141

La variazione è così costituita:

Variazioni	31/12/2005	Incrementi	Decrementi	31/12/2006
TFR, movimenti del periodo	1.900.524	259.331	140.180	1.413.665

Il fondo accantonato rappresenta l'effettivo debito della società al 31/12/2006 verso i dipendenti in forza a tale data, al netto degli anticipi corrisposti.

D) Debiti

Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
13.116.681	13.019.281	97.400

I debiti sono valutati al loro valore nominale e la scadenza degli stessi è così suddivisa:

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Obbligazioni convertibili		1.040.000		1.040.000
Debiti verso soci per finanziamenti				444
Debiti verso banche	1.402.024	3.850.531	162.500	5.215.055
Accounti	444			444
Debiti verso fornitori	4.218.292			4.218.292
Debiti costituiti da titoli di credito	345.860	74.630		420.490
Debiti verso controllanti	1.029.849			1.029.849
Debiti tributari	430.524			430.524
Debiti verso istituti di previdenza	299.355			299.355
Altri debiti	522.672			522.672
	8.189.020	4.765.161	162.500	13.116.681

In data 3 Ottobre 2003, con atto del Notaio Benedetto Paladini, è stato emesso un prestito obbligazionario convertibile pari a € 1.040.000, costituito da r.º 2.000.000 di obbligazioni convertibili dal valore nominale di € 0,52 ciascuna, fruttanti l'interesse annuo lordo pari al tasso di riferimento della BCE al 31 Dicembre di ogni anno aumentato di due terzi.

Il prestito ha durata di 10 anni e due mesi, integralmente rimborsabile entro il 31 Dicembre 2013. Il rapporto di cambio è fissato in una azione ordinaria dal valore nominale € 0,52 per ogni cinque obbligazioni di pari valore ed è convertibile dal 1º Gennaio 2005 fino al 31 Dicembre 2008.

Alla data del 31 Dicembre 2005 il prestito obbligazionario è risulta completamente emesso e sottoscritto.

La voce debiti verso banche che nel complessivo ammonta a € 5.215.072 è comprensivo dei mutui, finanziamenti e utilizzo di scoperti di conti correnti, ed esprime l'effettivo debito per sorta capitale, interessi e oneri maturati ed esigibili.

I debiti verso banche per conti correnti ed anticipi sono pari a circa € 330.568.

Si riporta di seguito il dettaglio delle rate dei mutui e dei finanziamenti a medio e lungo termine scadenti entro ed oltre l'esercizio:

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Mutuo BNL Ordinario	81.546	209.364		290.910
Mutuo BNL Legge 64	46.245			46.245
Iº Mutuo Interbanca	325.000	1.900.000	162.500	2.387.500
IIº Mutuo Interbanca	400.000	1.600.000		2.000.000
Mutuo ISPT	213.667	546.666		760.333
Totale	1.071.458	3.655.330	162.500	4.889.288

- **Mutuo Banca Nazionale del Lavoro (mutuo Ordinario):** questo mutuo, contratto ad Aprile 2000 per esinguere il Mutuo Gepi, è a tasso variabile, scadente nel 2010, con iscrizione di Totocasa sul complesso Industriale della Fresystem S.p.A. oltre alla fidejussione della società controllante

- Holdinvest S.p.A.
- **Mutuo BNL Legge 64** (agevolato ai sensi della Legge 54/86): tale mutuo, erogato nell'agosto del 1997, gode di un tasso agevolato del 2,65%.
 - **I° Mutuo Interbanca**: tale mutuo è stato contratto a giugno 2002, è ancorato al tasso BEI, ed è di importo complessivo di € 2.600.000, rimborsabile con rate semestrali posticipate di cui l'ultima a giugno 2012.
 - **II° Mutuo Interbanca**: tale mutuo è stato contratto per un importo complessivo di € 2.000.000 ed è rimborsabile con rate semestrali posticipate al tasso euribor a sei mesi + spread, scadenti dal 30 Maggio 2007 al 30 Novembre 2011.
 - **Mutuo ISPT**: per un importo complessivo di € 820.000, rimborsabile entro il 15 Dicembre 2011, senza garanzia, con rate trimestrali posticipate, al tasso Euribor a 3 mesi + spread.
- La voce debiti verso fornitori si compone per € 4.136.297 da debiti per fatture ricevute, per € 319.338 da debiti per fatture da ricevere, al netto di note di credito da ricevere per € 237.283.
- La voce debiti verso impresa controllanti si riferisce per € 758.556 a debiti per fatture ricevute a per € 271.293 per debiti per fatture da ricevere. Entrambi i saldi si riferiscono al debito verso la capogruppo Holdinvest S.p.A. che svolge per la Freysystem attività di movimentazione e stoccaggio dei prodotti finiti e la prestazione di servizi amministrativi presso la sede di Napoli.
- La voce debiti tributari risulta così composta:
- Ritenute per lavoro autonomo per € 16.457;
 - Ritenute per lavoro Dipendente per € 83.850;
 - Debiti per IRAP di competenza per € 83.361;
 - Debiti per IRES di competenza per € 261.930;
 - Debiti verso Comuni per € 5.326.
- La voce debiti verso Istituti di Previdenza è così articolata:
- Debiti verso Inps per € 210.044;
 - Debiti verso Previdai per € 7.429;
 - Debiti verso Inail per € 17.622;
 - Debiti verso Enasarco per € 3.954.
- La voce debiti verso altri soggetti include:
- Debiti verso sindaci per compensi per € 10.908;
 - Debiti verso personale per rimborsazioni per € 177.534;
 - Debiti verso personale per ferie non godute € 224.955;
 - Debiti verso agenti per € 81.398;
 - Debiti verso Sindacati per € 1.868;
 - Debiti verso finanziarie per cessione stipendio per € 2.548;
 - Debiti verso soc. Assicuratrice per € 16.284.

La ripartizione dei debiti al 31 Dicembre 2006 secondo area geografica è riportata nella tabella seguente:

Debiti per Area Geografica	V / fornitori	V / Controllate	V / Collegate	V / Controllanti	V / Altri	Totale
Italia	3.946.582			1.029.849	522.672	5.499.103
Altri paesi UE	271.710					271.710
Totale	4.218.292			1.029.849	522.672	5.770.813

E) Ratei e risconti

Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
821.565	1.122.695	(301.130)

Rappresentano le partite di collegamento dell'esercizio conteggiate col criterio della competenza temporale.

Non sussistono, al 31/12/2006, ratei e risconti aventi durata superiore a cinque anni.

La composizione della voce è così dettagliata.

Descrizione	Importo
Ratei passivi su interessi Interbanca	32.294
Ratei passivi su interessi altri mutui	4.471
Ratei passivi su oneri finanziari a Breve	350
Risconti passivi pluriennali su contributi	784.450
	821.565

Conti d'ordine

Descrizione	31/12/2006	31/12/2005	Variazioni
Sistema improprio dei beni altrui presso di noi			
Sistema improprio dagli impegni			
Sistema improprio dei rischi		2.582.300	(2.582.300)
Raccordo tra norme civili e fiscali			
		2.582.300	(2.582.300)

Conto economico

A) Valore della produzione

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	28.920.968	26.710.635	2.210.333
Descrizione	31/12/2006	31/12/2005	Variazioni
Ricavi vendite e prestazioni	29.692.590	26.113.780	2.578.810
Variazioni rimanenze prodotti	(209.425)	246.411	(455.836)
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	49.571	-	49.571
Altri ricavi e proventi	388.232	350.444	37.788
	28.920.968	26.710.635	2.210.333

I maggiori ricavi per le vendite di prodotti sono principalmente attribuibili, come specificato meglio nella relazione sulla gestione, all'incremento delle vendite a marchio proprio che rispetto a l'esercizio 2005 sono aumentate di circa il 25%.

Ricavi per area geografica

Area	Totale
Italia	28.846.637
Estero	143.953
	28.692.590

B) Costi della produzione

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	25.790.428	23.648.224	2.142.204
Descrizione	31/12/2006	31/12/2005	Variazioni
Materie prime, sussidiarie e merci	11.873.880	10.790.866	1.083.114
Servizi	6.704.025	6.100.328	603.697
Godimento di beni di terzi	22.264	14.327	7.937
Salari e stipendi	3.755.657	3.372.985	382.672
Oneri sociali	1.373.043	1.164.497	208.546
Traattamento di fine rapporto	285.910	247.308	38.602
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	74.857	56.580	18.277
Ammortamento immobilizzazioni materiali	1.777.842	1.770.563	7.279
Svalutazioni crediti attivo circolante	32.837	26.589	5.448
Variazioni rimanenze materie prime	(185.902)	13.732	(199.634)
Altri accantonamenti	27.889	27.889	-
Oneri diversi di gestione	48.826	62.560	(13.734)
	25.790.428	23.648.224	2.142.204

Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci e Costi per servizi

Per un commento della voce in oggetto si veda la Relazione sulla gestione. Peraltro, la variazione dell'esercizio è strettamente correlata all'andamento del punto A (Valore della produzione) del Conto economico.

Costi per il personale

La voce comprende l'intera spesa per il personale dipendente ivi compresi i miglioramenti di merito, passaggi di categoria, scatti di contingenza, costo delle ferie non godute e accantonamenti di legge e contratti collettivi.

Ammortamento delle immobilizzazioni materiali

Per quanto concerne gli ammortamenti si specifica che gli stessi sono stati calcolati sulla base della durata utile del cespite e del suo sfruttamento nella fase produttiva.

C) Proventi e oneri finanziari

	Saldo al 31/12/2006	Saldo al 31/12/2005	Variazioni
	(276.724)	(220.129)	(496.853)
Descrizione	31/12/2006	31/12/2005	Variazioni
Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni	-	34.861	(34.861)
Da titoli iscritti nell'attivo circolante	34.908	-	34.908
Proventi diversi dai precedenti	10.511	50.066	(39.555)
(Interessi e altri oneri finanziari)	(322.143)	(305.056)	(17.087)
	(276.724)	(220.129)	(496.853)

Interessi e altri oneri finanziari					
Descrizione	Controllanti	Controllate	Collegate	Altre	Totale
Interessi su obbligazioni				34.632	34.632
Interessi bancari				6.720	6.720
Interessi fornitori				130	130
Interessi su titoli cambiari				52.131	52.131
Interessi su finanziamenti				207.962	207.962
Altri oneri				20.516	20.516
				322.143	322.143

E) Proventi e oneri straordinari

	Saldo al 31/12/2006 (55.470)	Saldo al 31/12/2005 (102.106)	Variazioni 46.638
Descrizione	31/12/2005	Anno precedente	31/12/2005
Plusvalenze da alienazioni	2.082	Plusvalenze da alienazioni	207
Varie	30.352	Varie	22.940
Tota e proventi	32.434	Totale proventi	23.147
Minusvalenze da alienazioni	(51)	Minusvalenze	(49)
Imposte esercizi precedenti	(53.419)	Imposte esercizi precedenti	(116.572)
Varie	(34.434)	Varie	(8.635)
Tota e oneri	(87.804)	Totale oneri	(125.235)
	(55.470)		(102.106)

La voce imposte di esercizi precedenti si riferisce prevalentemente alla definizione ai fini Ires ed Irap della imposta relativa all'esercizio 2003, avvenuta mediante accertamento con adesione con l'Agenzia delle entrate di Casoria, come da verbale del Marzo 2006.

Imposte sul reddito d'esercizio

	Saldo al 31/12/2006 1.444.352	Saldo al 31/12/2005 1.326.705	Variazioni 117.647
Imposte	Saldo al	Saldo al	Variazioni
	31/12/2006	31/12/2005	
Imposte correnti:	1.657.573	1.243.390	414.183
IRFS	1.182.876	911.474	271.402
IRAP	474.697	331.916	142.781
Imposte differite /	(213.221)	83.315	(296.536)
Anticipate			
IRFS	(189.954)	73.809	(263.763)
IRAP	(23.267)	9.506	(32.773)
	1.444.352	1.326.705	117.647

Fiscaltà differita / anticipata

Le imposte differite sono state calcolate secondo il criterio dell'allocazione globale, tenendo conto dell'ammontare cumulativo di tutte le differenze temporanee, sulla base delle aliquote medie attese in vigore nel momento in cui tali differenze temporanee si riverseranno sulla base dell'aliquota effettiva dell'anno esercizio.

Le imposte anticipate non sono state rilevate in quanto non esiste la ragionevole certezza dell'esistenza, negli esercizi in cui si riverseranno le differenze temporanee deducibili, a fronte delle quali sono state iscritte le imposte anticipate, di un reddito imponibile non inferiore all'ammontare delle differenze che si potranno od annullare.

Altre informazioni

Ai sensi di legge si evidenziano i compensi complessivi spettanti agli amministratori e ai membri del Collegio sindacale.

Qualifica	Compenso
Amministratori	125.825
Collegio sindacale	10.906

Il presente bilancio, composto da Stato patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria nonché il risultato economico dell'esercizio e corrisponde alle risultanze delle scritture contabili.

La sottoscritta Immacolata Simili in qualità di Presidente del Consiglio d'Amministrazione della società Frexsystem Spa dichiara che il presente documento informatico composto da n. 02 pagine è conforme a quello trascritto e sottoscritto sui libri sociali. Impossibilità di farlo assolvere in modo virtuale tramite la C.C.I.A.A. di Napoli autorizzazione n. 36270/ROBIS del 22/10/2001.

Bilancio Fresystem 2008

FRESYSTEM S.P.A.

Reg. Imp. 3562/81
Rea 337308

FRESYSTEM S.P.A.

Sede in ZONA INDUSTRIALE ASI - LOCALITA' PASCARDIA - 80023 CAMANO (NA)
Capitale sociale Euro 1.934.400,00 i.v.

Bozza di bilancio al 31/12/2008

Stato patrimoniale attivo	31/12/2008	31/12/2007
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (di cui già richiamati)		
B) Immobilizzazioni		
I. <i>Immateriale</i>		
1) Costi di impianto e di ampliamento	43.251	65.569
2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	2.444	16.406
3) Diritti di brevetto industriale e di utilizzo di opere dell'ingegno	42.330	49.931
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	2.930	3.684
5) Avviamento	13.490	5.950
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	9.017	16.047
7) Altre	113.462	147.507
II. <i>Materiali</i>		
1) Terreni e fabbricati	4.288.117	4.343.734
2) Impianti e macchinario	4.114.557	4.435.195
3) Attrezzature industriali e commerciali	84.665	96.986
4) Altri beni	177.857	157.261
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	886.025	124.745
	9.551.221	9.158.919
III. <i>Finanziarie</i>		
1) Partecipazioni in:		
a) imprese controllate		
b) imprese collegate		
c) imprese controllanti		
d) altre imprese		
2) Crediti		
a) verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
b) verso imprese collegate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
c) verso controllanti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
d) verso altri		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
3) Altri titoli		
4) Azioni proprie (valore nominale complessivo)		

Bilancio al 31/12/2008

Pagina 1

Totale immobilizzazioni	9.864.683	9.307.426
C) Attivo circolante		
I. Rimanenze		
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	1.720.640	1.526.512
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	110.841	46.511
3) Lavori in corso su ordinazione		
4) Prodotti finiti e merci	1.973.220	1.390.553
5) Accanti		
	<u>3.812.704</u>	<u>2.963.576</u>
II. Crediti		
1) Verso clienti		
- entro 12 mesi	13.566.968	7.817.156
- oltre 12 mesi	<u>23.446</u>	<u>38.367</u>
	10.590.414	7.855.523
2) Verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
3) Verso imprese collegate		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4) Verso controllanti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4-bis) Fer crediti tributari		
- entro 12 mesi	232.174	92.853
- oltre 12 mesi	<u>7.954</u>	<u>7.954</u>
	240.128	100.807
4-tar) Fer imposta anticipata		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
5) Verso altri		
- entro 12 mesi	192.364	626.454
- oltre 12 mesi	<u>168.619</u>	<u>163.592</u>
	360.983	790.046
	<u>11.191.525</u>	<u>8.746.375</u>
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni		
1) Partecipazioni in imprese controllate		
2) Partecipazioni in imprese collegate		
3) Partecipazioni in imprese controllanti		
4) Altre partecipazioni	9.414	9.414
5) Azioni proprie (valore nominale complessivo)		
6) Altri titoli		
	<u>9.414</u>	<u>9.414</u>
IV. Disponibilità liquide		
1) Depositi bancari e postali	18.981	359.074
2) Assegni	7.347	6.258
3) Denaro e valori in cassa		
	<u>26.328</u>	<u>365.332</u>
Totale attivo circolante	15.039.971	12.084.998
D) Ratei e risconti		
- disagio su prestiti		
- vari	<u>33.880</u>	<u>11.002</u>
	33.880	11.002
Totale attivo	24.738.534	21.403.126
stato patrimoniale passivo		
31/12/2008 31/12/2007		
A) Patrimonio netto		
I. Capitale		
	1.934.400	1.934.400

<i>II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni</i>		
<i>III. Riserva di rivalutazione</i>		
<i>IV. Riserva legale</i>	379.969	269.579
<i>V. Riserve statutarie</i>		
<i>VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio</i>		
<i>VII. Altre riserve</i>		
Riserva straordinaria	41.543	29.623
Riserva per ammortamenti anticipati art. 67 T.U.	-	581.507
Riserva Contributi Tassata art. 55/917	516.906	516.906
Riserva distribuita	1.099.279	117.272
	<u>1.657.728</u>	<u>1.645.808</u>
<i>VIII. Utile (perdite) portati e nuovo</i>	53.198	53.197
<i>IX. Utile d'esercizio</i>	2.856.718	2.097.917
Totale patrimonio netto	6.876.013	5.990.895
B) Fondi per rischi e oneri		
1) Fondi di trattamento di quiescenza a rimborsi simili	158.025	158.025
2) Fondi per imposte, anche differite	-	470.428
3) Altri	38.830	44.347
Totale fondi per rischi e oneri	196.865	672.810
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	1.257.450	1.379.365
D) Debiti		
1) Cbbligazioni		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
2) Cbbligazioni convertibili		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi	<u>1.040.000</u>	<u>1.040.000</u>
	1.040.000	1.040.000
3) Debiti verso soci per finanziamenti		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
4) Debiti verso banche		
- entro 12 mesi	4.166.399	2.341.656
- oltre 12 mesi	<u>1.762.606</u>	<u>2.787.819</u>
	5.929.005	5.129.475
5) Debiti verso altri finanziatori		
- entro 12 mesi		
- oltre 12 mesi		
6) Acconti		
- entro 12 mesi	4.007	296
- oltre 12 mesi	<u>6.649</u>	<u>4.841</u>
	10.656	5.137
7) Debiti verso fornitori		
- entro 12 mesi	6.562.000	4.965.157
- oltre 12 mesi		
	6.562.000	4.965.157
8) Debiti rappresentati da titoli di credito		
- entro 12 mesi		74.630
- oltre 12 mesi		
		74.630
9) Debiti verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		

- oltre 12 mesi			
10) Debiti verso imprese collegate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
11) Debiti verso controllanti			
- entro 12 mesi	1.218.254		282.833
- oltre 12 mesi			
		1.218.254	282.833
12) Debiti tributari			
- entro 12 mesi	319.289		390.922
- oltre 12 mesi			
		319.289	390.922
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale			
- entro 12 mesi	390.883		276.018
- oltre 12 mesi			
		390.883	276.018
14) Altri debiti			
- entro 12 mesi	736.541		656.580
- oltre 12 mesi			
		736.541	656.580
Totale debiti		16.118.628	12.820.752
E) Ratei e risconti			
- aggio sui prestiti			540.304
- vari	291.579		540.304
		291.579	540.304
Totale passivo		24.738.534	11.403.126
Conti d'ordine		31/12/2008	31/12/2007
1) Sistema improprio dei beni altrui presso di noi		-	-
2) Sistema improprio degli impegni		-	-
3) Sistema improprio dei rischi		-	-
4) Ricordo tra nome civili e fiscali		-	-
Totale conti d'ordine			
Conto economico		31/12/2008	31/12/2007
A) Valore della produzione			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		42.073.690	33.929.909
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti		582.667	113.556
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
5) Altri ricavi e proventi:			
- vari	25.394		487.632
- contributi in conto esercizio			
- contributi in conto capitale (quote esercizio)	238.724		280.560
		264.118	768.192
Totale valore della produzione		42.920.463	34.811.656
B) Costi della produzione			
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		19.074.167	14.324.502
7) Per servizi		11.240.557	8.499.671
8) Per godimento di beni di terzi		52.507	46.246

9) <i>Per il personale</i>			
a) Salari e stipendi	4.608.353		4.190.865
b) Oneri sociali	1.537.819		1.412.410
c) Trattamento di fine rapporto	339.541		327.523
d) Trattamento di quiescenza e simili			
e) Altri costi			
		6.485.812	5.930.798
10) <i>Ammortamenti e svalutazioni</i>			
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	58.736		70.752
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	1.562.652		1.751.221
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni			
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	50.114		36.325
		1.671.502	1.858.298
11) <i>Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci</i>		(266.469)	(71.707)
12) <i>Accantonamento per rischi</i>			
13) <i>Altri accantonamenti</i>			45.351
14) <i>Oneri diversi di gestione</i>		247.381	52.596
Totale costi della produzione		38.505.463	30.685.754
Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)		4.415.092	4.125.902
C) Proventi e oneri finanziari			
15) <i>Proventi da partecipazioni:</i>			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- altri	122		100
		122	100
16) <i>Altri proventi finanziari:</i>			
a) <i>da crediti iscritti nelle immobilizzazioni</i>			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- da controllanti			
- altri			
b) <i>da titoli iscritti nelle immobilizzazioni</i>			
c) <i>da titoli iscritti nell'attivo circolante</i>			2.596
d) <i>proventi diversi dai precedenti:</i>			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- da controllanti			
- altri	18.426		10.486
		18.426	13.180
		18.548	13.780
17) <i>Interessi e altri oneri finanziari:</i>			
- da imprese controllate			
- da imprese collegate			
- da controllanti			
- altri	366.050		382.070
		366.050	382.070
17-bis) <i>Guadagni e Perdite su cambi</i>			
Totale proventi e oneri finanziari		(347.502)	(368.790)
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie			
18) <i>Rivalutazioni:</i>			
a) di partecipazioni			
b) di immobilizzazioni finanziarie			
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante			

19) Svalutazioni:		
a) di partecipazioni		
b) di immobilizzazioni finanziarie		
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante		
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie		
E) Proventi e oneri straordinari		
20) Proventi:		
- plusvalenze da alienazioni	39.943	4.593
- varie	142.526	61.633
		181.469
21) Oneri:		
- minusvalenze da alienazioni	208	3.320
- imposte esercizi precedenti		
- varie	119.192	20.576
		119.400
Totale delle partite straordinarie		62.069
		42.422
Risultato prima delle imposte (A-B+C+D+E)		4.120.569
		3.700.834
22) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a) Imposte correnti	1.743.279	1.912.539
b) Imposte differite (anticipate)	(470.420)	(200.921)
		1.272.851
		1.711.617
23) Utile (Perdita) dell'esercizio		2.856.718
		2.687.917

Note integrativa al bilancio al 31/12/2008

Premessa

La Vostra società opera nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti di pasticceria cruda e cotta surgelate.

Il capitale sociale della Fresystem è controllato per il 96% dalla Holdinvest S.p.A.

Il bilancio al 31 Dicembre 2008 è redatto con gli importi espressi in euro, in quanto la società ha adottato l'euro, quale moneta di conto, con decorrenza 1° Gennaio 2002. Lo stato patrimoniale ed il conto economico sono stati redatti in unità di euro, senza cifre decimali, come previste dall'art. 16, comma 6, LGS n.º 213/98 e dall'Art. 2423, comma 5 del Codice Civile.

Eventuale appartenenza a un Gruppo

La vostra società appartiene al Gruppo Holdinvest che esercita la direzione e coordinamento tramite la Società Holdinvest S.p.A.

Nel seguente prospetto vengono forniti i dati essenziali dell'ultimo bilancio approvato della suddetta Società che esercita la direzione e coordinamento. Segnaliamo, peraltro, che la capogruppo redige il bilancio consolidato.

Descrizione	2007	2006
STATO PATRIMONIALE		
ATTIVO		
B) Immobilizzazioni	16.857.889	17.289.035
C) Attivo circolante	4.197.850	4.751.790
D) Reti e rischi	3.879	15.471
Totale Attivo	21.059.298	22.056.305
PASSIVO:		
A) Patrimonio Netto:		
Capitale sociale	2.657.145	2.657.145
Riserva	1.295.625	1.270.617
Utile (perdite) dell'esercizio	740.055	1.323.920
B) Fondi per rischi e oneri	788.338	971.118
C) Trattamento di fine rapporto di lav. Sub.	396.433	447.881
D) Debiti	11.902.974	12.255.339
E) Reti e rischi	3.278.628	3.289.388
Totale passivo	21.059.298	22.056.305

CONTO ECONOMICO

A) Valore della produzione	6.064.538	5.930.160
B) Costi della produzione	(5.085.952)	(4.672.300)
C) Proventi e oneri finanziari	711.835	930.107
D) Rettifiche di valore di att. Finanziarie	(237.269)	(415.427)
E) Proventi e oneri straordinari	(989.227)	177.235
Imposte sul reddito dell'esercizio	919.810	625.849
Utile (perdita) dell'esercizio	748.895	1.323.926

Criteri di formazione

Il seguente bilancio è conforme al dettato degli articoli 2423 e seguenti del Codice civile, come risulta dalla presente nota integrativa, redatta ai sensi dell'articolo 2427 del Codice civile, che costituisce, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2423, parte integrante del bilancio d'esercizio.

Criteri di valutazione

I criteri utilizzati nella formazione del bilancio chiuso al 31/12/2008 non si discostano dai medesimi utilizzati per la formazione del bilancio del precedente esercizio, in particolare nella valutazione e nella continuità dei medesimi principi.

La valutazione delle voci di bilancio è stata fatta ispirandosi a criteri generali di prudenza e competenza, nella prospettiva della continuità dell'attività.

L'applicazione del principio di prudenza ha comportato la valutazione individualmente degli elementi componenti e singole poste o voci delle attività e passività, per evitare compensi tra perdite che dovevano essere riconosciute e profitti da non riconoscere in quanto non realizzati.

In ottemperanza al principio di competenza, l'effetto delle operazioni e degli altri eventi è stato rilevato contabilmente ed attribuito all'esercizio al quale tali operazioni ed eventi si riferiscono, e non a quello in cui si concretizzano i relativi movimenti di numerario (incassi e pagamenti).

La continuità di applicazione dei criteri di valutazione nel tempo rappresenta elemento necessario ai fini della comparabilità dei bilanci della società nei vari esercizi.

Immobilizzazioni*Immateriali*

Sono iscritte al costo storico di acquisizione ed esposte al netto degli ammortamenti effettuati nel corso degli esercizi e imputati direttamente alle singole voci.

I costi di impianto e di ampliamento, i costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità con utilità pluriennale sono stati iscritti nell'attivo con il consenso del Collegio sindacale e sono ammortizzati in un periodo di 5 esercizi.

I diritti di brevetto industriale e i diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, le licenze, concessioni e marchi sono ammortizzati in ragione della residua possibilità di utilizzo.

Materie

Sono iscritte al costo di acquisto e rettificato dai corrispondenti fondi di ammortamento.

Nel valore di iscrizione in bilancio si è tenuto conto degli oneri accessori e dei costi sostenuti per l'utilizzo dell'immobilizzazione, portando a riduzione del costo gli sconti commerciali e gli sconti cassa di ammontare rilevante.

I terreni, anche pertinenti a fabbricati iscritti in bilancio, non sono ammortizzati.

Le quote di ammortamento, imputate a conto economico, sono state calcolate attesi l'utilizzo, la destinazione e la durata economico-tecnica dei costi, sulla base del criterio della "residua possibilità di utilizzazione", criterio che abbiamo ritenuto ben rappresentato da seguenti aliquote, non modificate rispetto all'esercizio precedente e ridotte alla metà nell'esercizio di entrata in funzione del bene:

- fabbricati: 3 %
- impianti e macchinari: 12,5 %
- attrezzature: 20 %
- altri beni: 25 %

Titoli e Partecipazioni (inclusi nelle Immobilizzazioni Finanziarie)

I titoli e le partecipazioni iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie sono iscritte al costo d'acquisto, ridotte delle perdite durevoli di valore. Nel valore d'iscrizione si è tenuto conto degli oneri di diretta imputazione e il valore rettificato è ripristinato nel caso in cui vengano meno le ragioni della svalutazione.

Rimanenze di magazzino

Sono valorizzate al minore tra il costo d'acquisto e/o di produzione ed il valore di presumibile realizzo.

desumibile dall'andamento di mercato.

In particolare le rimanenze di materia prima, sussidiaria e di consumo sono valutate al costo d'acquisto. I prodotti finiti e i prodotti in corso di lavorazione sono stati valutati al costo specifico d'esercizio comprensivo dei costi sostenuti per la manodopera diretta, delle materie prime, degli imballi e dei costi indiretti di stabilimento. Il valore così ottenuto è poi rettificato dall'apposito "fondo obsolescenza magazzino", per tenere conto dei prodotti per i quali si prevede un valore di realizzazione inferiore a quello di costo.

Crediti

Sono esposti al presumibile valore di realizzo. L'adeguamento del valore nominale dei crediti al valore presunto di realizzo è ottenuto mediante apposito fondo svalutazione crediti, tenendo in considerazione le condizioni economiche generali, di settore e anche il rischio passa.

Debiti

Sono rilevati al loro valore nominale, modificato in occasione di resi o di rettifiche di fatturazione.

Ratei e risconti

Sono stati determinati secondo il criterio dell'effettiva competenza temporale dell'esercizio.

Per i ratei e risconti di durata pluriennale sono state verificate le condizioni che ne avevano determinato l'iscrizione originaria, adottando, ove necessario, le opportune variazioni.

Contributi in conto impianti

Conformemente alla attuale normativa civilistica i contributi incassati ante 1° gennaio 1998 sono stati contabilizzati tra la riserva del patrimonio netto in parziale sospensione d'imposta e sulla parte tassabile sono state stanziato le relative imposte differite. Tali contributi si riferiscono a quelli derivanti dal contributo ex L. 64/86.

Per i contributi incassati successivamente alla data del 1° gennaio 1998, ottenuti in base alla Legge 64/86 sono stati contabilizzati in diretta diminuzione dei cespiti a cui si riferiscono.

I contributi ex L.341 - L.266 incassati successivamente alla data precedentemente enunciate sono stati iscritti tra i risconti passivi ed imputati a conto economico pro quota, in ragione dell'ammortamento effettuato sui cespiti per l'acquisto dei quali sono stati concessi.

I contributi in conto impianti ex L. 486, deliberati successivamente al 1° Gennaio 1998, sono stati iscritti per competenza tra i risconti passivi e correlati agli ammortamenti dei cespiti di riferimento.

Fondi per rischi e oneri

Sono stanziati per coprire perdite o debiti di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio non erano determinabili l'ammontare e la data di sopravvenienza.

Nella valutazione di tali fondi sono stati rispettati i criteri generali di prudenza e competenza e non si è proceduto alla costituzione di fondi rischi generici privi di giustificazione economica.

Fondo TFR

Rappresenta l'effettivo debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione avente carattere continuativo.

Il fondo corrisponde al totale delle singole indennità maturate a favore dei dipendenti alla data di chiusura del bilancio, al netto degli accanti erogati e dei versamenti a favore dei fondi pensionistici e fondo Tesoreria Inps alla luce delle nuove disposizioni normative in materia di previdenza complementare come disposto dal Decreto Legislativo n° 252/05 in vigore dal 1° gennaio 2007. L'importo iscritto in bilancio è per quanto si sarebbe dovuto corrispondere ai dipendenti nell'ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro in tale data opportunamente rivalutata sulla base di quanto stabilito dalla legge. Il fondo TFR è stanziato in conformità alla legislazione vigente in materia di lavoro ed al contratto collettivo di riferimento.

Imposte sul reddito

Le imposte sono accantonate secondo il principio di competenza; rappresentano pertanto:

- gli accantonamenti per imposte liquidate o da liquidare per l'esercizio, determinate secondo le aliquote e le norme vigenti;
- l'ammontare delle imposte differite o pagate anticipatamente in relazione a differenze temporanee sorte o annullate nell'esercizio.

Riconoscimento ricavi

I ricavi per vendite dei prodotti sono riconosciuti al momento del trasferimento della proprietà, che

normalmente si identifica con la consegna o la spedizione dei beni.
I ricavi di natura finanziaria e quelli derivanti da prestazioni di servizi vengono riconosciuti in base alla competenza temporale.

Garanzie, impegni, beni di terzi e rischi

I rischi relativi a garanzie concesse, personali o reali, per debiti altrui sono stati indicati nei conti d'ordine per un importo pari all'ammontare della garanzia prestata; l'importo del debito altrui garantito alla data di riferimento del bilancio, se inferiore alla garanzia prestata, è indicato nella presente nota integrativa. Gli impegni sono stati indicati nei conti d'ordine al valore nominale, alla data del 31 Dicembre 2008.

Dati sull'occupazione

L'organico medio aziendale, ripartito per categoria, tra subito, rispetto al precedente esercizio, le seguenti VARIAZIONI.

Organico	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Dirigenti	3	3	-
Impiegati	18	19	(1)
Operai	126	127	1
	149	149	-

Il contratto collettivo di lavoro applicato è quello del settore dell'industria alimentare.

Attività

B) Immobilizzazioni

I. Immobilizzazioni immateriali

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
113.462	147.507	(34.045)

Totale immobilizzazione delle Immobilizzazioni Immateriali

Descrizione costi	Valore 31/12/2007	Incrementi esercizio	Decrementi esercizio	Amm.to esercizio	Valore 31/12/2008
Impianto e ampliamento	65.569			22.318	43.251
Ricerca, sviluppo e pubblicità	10.406			7.962	2.444
Diritti brevetti industriali	45.931	19.702		22.309	43.324
Concessioni, licenze, marchi	3.604			674	2.930
Avviamento					
Immobilizzazioni in corso e accenti	5.950	9.490	1.950	-	13.490
Altre	16.047			7.030	9.017
	147.507	28.192	1.950	60.287	113.462

Gli incrementi più significativi si riferiscono ai diritti a brevetti industriali ed in particolare agli oneri per l'acquisto ed implementazione del "pianificatore", necessario alla programmazione della produzione, nonché agli oneri per l'acquisto ed implementazione di altri strumenti informatici per la gestione dei ricambi e della manutenzione programmata.

Precedenti rivalutazioni, ammortamenti e svalutazioni

Il costo storico all'inizio dell'anno è così composto.

Descrizione costi	Costo storico	Fondo amm.to	Rivalutazioni	Svalutazioni	Valore netto
Impianto ampliamento	111.593	46.024			65.569
Ricerca, sviluppo e pubblicità	154.683	144.277			10.406
Diritti brevetti industriali	129.249	83.312			45.931
Concessioni, licenze, marchi	7.274	3.670			3.604
Avviamento					

Immobilizzazioni in corso e acconti	5.950		5.950
Altre	42.212	26.165	16.047
	48.162	26.165	16.047

II. Immobilizzazioni materiali

Saldo al 31/12/2007	9.551.221	Saldo al 31/12/2007	9.159.919	Variazioni	391.302
---------------------	-----------	---------------------	-----------	------------	---------

Terreni e fabbricati

Descrizione	Importo
Costo storico	6.104.234
Ammortamenti esercizi precedenti	(1.850.600)
Saldo al 31/12/2007	4.253.634
Acquisizioni dell'esercizio	119.863
Ammortamenti dell'esercizio	(175.480)
Saldo al 31/12/2008	4.288.117

Si evidenzia che i terreni, anche pertinenziali ai fabbricati iscritti in bilancio, non sono ammortizzati. L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, ad opere edili di adeguamento e miglioramento locali dedicati agli impianti a marchio.

Impianti e macchinario

Descrizione	Importo
Costo storico	18.645.611
Ammortamenti esercizi precedenti	(14.212.419)
Saldo al 31/12/2007	4.433.193
Acquisizioni dell'esercizio	774.987
Riclassifica da immobilizzazioni in corso	124.745
Cessioni nette dell'esercizio	-
Ammortamenti dell'esercizio	(1.218.368)
Saldo al 31/12/2008	4.114.557

L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, al nuovo pallettizzatore ed al nuovo impianto di climatizzazione.

Attrezzature industriali e commerciali

Descrizione	Importo
Costo storico	1.122.403
Ammortamenti esercizi precedenti	(1.031.417)
Saldo al 31/12/2007	90.986
Acquisizioni dell'esercizio	89.864
Cessioni nette dell'esercizio	(36.754)
Ammortamenti dell'esercizio	(59.531)
Saldo al 31/12/2008	84.665

L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, all'acquisto di attrezzature di laboratorio e di fomi per la cottura dei nostri prodotti.

Altri beni

Descrizione	Importo
Costo storico	1.127.832
Ammortamenti esercizi precedenti	(1.000.571)
Saldo al 31/12/2007	127.261
Acquisizioni dell'esercizio	129.314
Cessioni nette dell'esercizio	-
Ammortamenti dell'esercizio	(109.275)
Saldo al 31/12/2008	147.299

L'incremento dell'esercizio si riferisce, prevalentemente, all'acquisto di due automezze e di alcuni elaboratori elettronici ed altro hardware.

Immobilizzazioni in corso e acconti

Descrizione	Importo
Saldo al 31/12/2007	134.745
Acquisizioni dell'esercizio	885.025
Riclassificazioni	(134.745)
Saldo al 31/12/2008	885.025

L'incremento della voce immobilizzazione in corso ed acconti si riferisce prevalentemente alle caparre e agli acconti versati ai fornitori, italiani ed esteri, per l'acquisto di una nuova linea di produzione croissant e degli impianti a servizio ad essa relativi.

Beni in leasing

Si segnala che non vi sono contratti di leasing in essere e che, in relazione ai contratti di leasing preesistenti, l'affetto derivante dalla contabilizzazione dei beni in leasing con il metodo finanziario, come richiesto dall'art. 2427 n.º 22 del Codice Civile, non avrebbe prodotto alcun effetto sul risultato economico dell'esercizio e sul patrimonio netto della società.

C) Attivo circolante**I. Rimanenze**

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
3.812.704	2.963.376	849.128

I criteri di valutazione adottati sono invariati rispetto all'esercizio precedente e motivati nella prima parte della presente Nota Integrativa.

Nel dettaglio la voce in oggetto risulta così composta:

• Prodotti finiti:	€ 1.973.220;
• materie prime:	€ 516.228;
• prodotti in corso di lavorazione:	€ 110.841;
• Imballi:	€ 408.370;
• ricambi di manutenzione:	€ 304.043.

L'incremento rispetto all'esercizio precedente deriva, prevalentemente, dall'aumento della scorta di prodotti finiti per far fronte alle richieste di inizio anno 2009 dei nostri principali clienti.

II. Crediti

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
11.191.525	8.746.375	2.445.150

Il saldo è così suddiviso secondo le scadenze:

Descrizione	Scadenze			Totale
	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	
Verso clienti	10.566.888	23.448		10.590.414
Per crediti tributari	232.174	7.984		240.128
Verso altri	192.364	158.619		360.982
	10.991.506	200.019		11.191.525

Il saldo della voce crediti verso clienti entro i dodici mesi si compone prevalentemente per € 11.385.763 da crediti per fatture emesse, per € 718.633 da ricevute bancarie allo sconto, da fatture da ricevere da clienti per premi di fine anno per € 250.185, da note di credito da emettere a clienti per premi di fine anno per € 1.140.279 e dal fondo valutazione crediti per € 153.904.

La voce crediti verso clienti oltre i dodici mesi si compone per € 10.996 da crediti commerciali in contenzioso e per € 12.450 da crediti per fidi concessi alla clientela finale.

La voce crediti tributari entro i dodici mesi risulta composta principalmente da un credito IRES da compensare relativo all'esercizio 2005 per € 52.609, dal credito IRES dell'esercizio per € 109.338 e dal credito IRAP dell'esercizio per € 57.245.

La voce crediti tributari oltre i dodici mesi si riferisce a crediti Irpag chiesti a rimborso e relativi ad anni preesistenti.

La voce crediti diversi entro i dodici mesi è composta da:

- crediti verso i dipendenti per prestiti per € 6.650;
- acconti a fornitori per € 12.787;

- crediti verso Istituti Previdenziali per € 6.301;
 - crediti verso società assicurative per fondo Tim per € 163.386.
- La voce crediti diversi oltre i dodici mesi si riferisce principalmente a:
- credito verso il Ministero dell'Industria per il saldo del contributo erogato ai sensi della Legge 488 per € 145.384;
 - Depositi cauzionali per € 9.598.

Di seguito si riporta la movimentazione del fondo svalutazione crediti alla data del 31 Dicembre 2008:

Descrizione	F.do svalutazione ex art. 2426 Codice civile
Saldo al 31/12/2007	114.445
Utilizzo nell'esercizio	(11.256)
Accantonamento esercizio	50.114
Saldo al 31/12/2008	153.293

Tale fondo è considerato congruo al fine di adeguare i crediti verso clienti al valore di presumibile realizzo.

Si evidenzia che l'incremento dei crediti rispetto allo scorso esercizio è dovuto principalmente all'aumento di fatturato ed all'aumento della dilazione media concessa ai clienti di piccole dimensioni. Per altro, alla data delle presenti note, tali crediti risultano quasi integralmente incassati.

Si riporta, di seguito, la ripartizione dei crediti iscritti in bilancio per area geografica:

Crediti per Area Geografica	V / clienti	V/Controllo	V / collegate	V /Controllo	V / altri	Totale
Italia	10.470.993				950.963	10.831.916
Unione Europea	112.932				-	112.932
Extra UE	5.649				-	5.649
Totale	10.590.414				360.983	10.951.397

III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni

Descrizione	31/12/2007	Incrementi	Decrementi	31/12/2008
Altre partecipazioni	9.414	-	-	9.414
	9.414	-	-	9.414

La voce altre partecipazioni si compone per € 5.000 da azioni ordinarie della Banca Popolare di Sviluppo, per € 1.291 dalla sottoscrizione della quota del Consorzio Napoli Food e per € 3.123 dalla sottoscrizione al Consorzio Asi di Pascardia.

IV. Disponibilità liquide

Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Dipositi bancari e postali	18.981	359.074	
Denaro e altri valori in cassa	7.347	6.259	
	26.328	365.333	(339.005)

Il saldo rappresenta le disponibilità liquide e l'esistenza di numerario e di valori alla data di chiusura dell'esercizio.

B) Ratei e riscosti

Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
	93.880	11.002	22.878

Misurano proventi e oneri la cui competenza è anticipata e posticipata rispetto alla manifestazione

numerali e/o documentali; essi prescindono dalla data di pagamento o riscossione dei relativi proventi e oneri connessi a due o più esercizi e ripartibili in ragione del tempo.
Non sussistono, al 31/12/2008, ratei e risconti aventi durata superiore a cinque anni.
La composizione della voce è così dettagliata.

Descrizione	Importo
Risconti Attivi per fidej	25.841
Ratei attivi su competenze bancarie	1.226
Altri	5.413
	33.850

Passività

A) Patrimonio netto

	Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
	6.876.013	5.960.895	885.118

Nella tabella che segue si dettagliano i movimenti nel patrimonio netto

	Capitale sociale	Riserva legale	Altre Riserve	Risultato d'esercizio	Totale
Saldo all'1.1.2007	1.934.400	201.973	1.677.514	1.359.894	5.167.779
Destinazione del risultato dell'esercizio					
- destinazione a dividendi				(1.264.800)	(1.264.800)
- attribuzione a riserva Lega e		67.700		(67.700)	-
- Attribuzione a Riserva Straordinaria			21.494	(21.494)	-
- Attribuzione ad Altre Riserve					
Risultato dell'esercizio				2.087.917	2.087.917
Saldo al 31.12.2007	1.934.400	269.573	1.599.003	2.087.917	5.990.895
Destinazione del risultato dell'esercizio					
- attribuzione a riserva Lega e		104.306		(104.306)	-
- Attribuzione a Riserva Straordinaria					-
- Attribuzione ad Altre Riserve			1.983.521	(1.983.521)	
- destinazione a dividendi				(1.971.600)	(1.971.600)
Risultato dell'esercizio corrente				2.856.718	2.856.718
Alla chiusura dell'esercizio corrente	1.934.400	373.969	1.710.924	2.856.718	6.876.013

Gli incrementi della voce del patrimonio netto si riferiscono, oltre al risultato dell'esercizio 2008, alla destinazione del risultato dell'esercizio 2007 al netto della distribuzione ai soci per dividendi per € 1.971.600.

Le riserve del patrimonio netto sono così distinte secondo l'origine, la possibilità di utilizzazione, la distribuitività e l'eventuale utilizzazione nei tre esercizi precedenti:

Natura / Descrizione	Importo	Possibilità utilizzo (*)	Quota disponibile	Utilizzazioni eff. nei 3 es. prec. Per copert. Perdite	Utilizzazioni eff. nei 3 es. prec. Per altre ragioni
Capitale	1.934.400	B			
Riserva legale	373.969	A, B			
Altre riserve	1.657.726	A, B, C	1.614.475		
Utili (perdite) portati a nuovo	53.168	A, B, C	53.168		
Totale	4.019.293		1.667.673		

(*) A: per aumento di capitale; B: per copertura perdite; C: per distribuzione ai soci

B) Fondi per rischi e oneri

	Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
	196.865	672.810	(475.945)

Descrizione	31/12/2007	Incrementi	Decrementi	31/12/2008
Per trattamento di quiescenza	158.035			158.035
Per imposte, andre differite	470.428		470.428	-
Altri	44.347		5.517	38.830
	672.810		475.945	196.865

Il decremento del fondo imposte differite per € 470.428 si riferisce all'integrale effrancamento delle differenze temporanee tra valori civili e fiscali dei beni ammortizzabili. La legge finanziaria 2008 (legge 244/2007) ha infatti previsto la possibilità di recuperare tali differenze, originarie dalle deduzioni extracontabili effettuate fino al periodo d'imposta al 31 dicembre 2007, con conseguente riallineamento dei valori fiscali ai maggiori valori civili, mediante assoggettamento ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP.

Come richiesto dall'art. 2427 n. 14 del Codice Civile è stato redatto un apposito prospetto che evidenzia per singola voce le differenze temporanee e le relative imposte differite ed anticipate per gli esercizi 2007 e 2008 (Importi in migliaia di €).

	Esercizio 2008		Esercizio 2007	
	Ammontare delle differenze Temporanee	Effetto Fiscale 32,4%	Ammontare delle differenze Temporanee	Effetto Fiscale 32,4%
Ammortamenti anticipati	-	-	1.999	648
Effetto correlato ad ammortamenti anticipati (Contributi in c/ impianti)	-	-	(547)	(177)
Totale	-	-	1.452	471
Imposte differite nette	-	-	1.452	471

C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
1.257.450	1.378.365	(120.915)

La variazione è così costituita:

Variazioni	31/12/2007	Incrementi	Decrementi	31/12/2008
TFR, movimenti del periodo	1.378.365	40.951	161.866	1.257.450

Il fondo accantonato rappresenta l'effettivo debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione avente carattere continuativo, al netto degli anticipi corrisposti.

D) Debiti

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
16.116.628	12.820.752	3.295.876

I debiti sono valutati a loro valore nominale e la scadenza degli stessi è così suddivisa:

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Obbligazioni convertibili		1.040.000		1.040.000
Debiti verso banche	4.166.395	1.762.606		5.929.005
Accordi	4.007	6.649		10.656
Debiti verso fornitori	6.562.000			6.562.000
Debiti verso controllanti	1.218.254			1.218.254
Debiti tributari	319.288			319.288
Debiti verso Istituti di previdenza	300.882			300.882
Altri debiti	736.541			736.541
	13.307.373	2.809.255		16.116.628

In data 3 Ottobre 2003, con atto del Notaio Benedetto Paladini, è stato emesso un prestito obbligazionario convertibile pari a € 1.040.000, costituito da n.º 2.080.000 di obbligazioni convertibili il cui valore nominale di € 0,52 ciascuna, fruttanti l'interesse annuo lordo pari al tasso di riferimento della BCE al 31 Dicembre di ogni anno aumentato di due terzi.

Il prestito ha durata di 10 anni e due mesi, integralmente rimborsabile entro il 31 Dicembre 2013. Il rapporto di cambio era fissato in una azione ordinaria dal valore nominale € 0,52 per ogni cinque obbligazioni di pari valore ed era convertibile dal 1º Gennaio 2005 fino al 31 Dicembre 2008.

Alla data del 31 Dicembre 2008 il prestito obbligazionario risulta completamente emesso e sottoscritto.

La voce debiti verso banche che nel complessivo ammonta a € 5.929.005 è comprensivo dei mutui, finanziamenti e utilizzo di scoperti di conti correnti, ed esprime l'effettivo debito per sorta capitale, interessi e oneri maturati ed esigibili.

I debiti verso banche per conti correnti ed anticipi sono pari a circa € 3.141.186.
Si riporta di seguito il dettaglio della rata dei mutui e dei finanziamenti a medio e lungo termine scadenti entro ed oltre l'esercizio:

Descrizione	Entro 12 mesi	Oltre 12 mesi	Oltre 5 anni	Totale
Mutuo BNL Ordinario	81.546	40.773		122.319
I° Mutuo Interbanca	325.000	812.500		1.137.500
II° Mutuo Interbanca	400.000	800.000		1.200.000
Mutuo ISPT	218.667	109.933		328.600
Totale	1.025.213	1.762.606		2.787.819

- **Mutuo Banca Nazionale del Lavoro** (mutuo Ordinario): questo mutuo, contratto ad Aprile 2000 per estinguere il Mutuo Gepi, è a tasso variabile, scadente nel 2010, con iscrizione di ipoteca sul complesso Industriale della Fresystem S.p.A. oltre alla fidejussione della società controllante Holdinvest S.p.A.
- **I° Mutuo Interbanca**: tale mutuo è stato contratto a giugno 2002, è ancorato al tasso BEI, ed è di importo complessivo di € 2.600.000, rimborsabile con rate semestrali posticipate di cui l'ultima a giugno 2012.
- **II° Mutuo Interbanca**: tale mutuo è stato contratto per un importo complessivo di € 2.000.000 ed è rimborsabile con rate semestrali posticipate al tasso euribor a sei mesi + spread, scadenti dal 30 Maggio 2007 al 30 Novembre 2011.
- **Mutuo ISPT**: per un importo complessivo di € 820.000, rimborsabile entro il 15 Dicembre 2011, senza garanzia, con rate trimestrali posticipate, al tasso Euribor a 3 mesi + spread.

La voce debiti verso fornitori si compone per € 4.890.098 da debiti per fatture ricevute, per € 1.632.536 da debiti per fatture da ricevere, al netto di note di credito da ricevere per € 160.634.

La voce debiti verso imprese controllanti si riferisce integralmente al debito per fatture da ricevere. Tale saldo si riferisce al debito verso la capogruppo Holdinvest S.p.A. che svolge per la Fresystem attività di movimentazione e stoccaggio dei prodotti finiti e la prestazione di servizi amministrativi presso la sede di Biadoli.

La voce debiti tributari risulta così composta:

- Ritenute per lavoro autonomo per € 1.580;
- Ritenute per lavoro Dipendente per € 130.338;
- Erario C/IVA per € 50.927;
- Debiti per imposte sostitutive per € 126.443.

La voce debiti verso Istituti di Previdenza è così articolata:

- Debiti verso Inps per € 268.834;
- Debiti verso Previdndai per € 9.097;
- Debiti verso Inail per € 12.852;
- Debiti verso Enasarco per € 7.592;
- Debiti verso FASI ed altri Istituti per € 2.488.

La voce debiti verso altri soggetti include:

- Debiti verso sindaci per compensi per € 13.390;
- Debiti verso personale per retribuzioni per € 155.999;
- Debiti verso personale per ferie non godute € 241.688;
- Debiti verso agenti per € 122.504;
- Debiti verso Sindacati per € 1.856;
- Debiti verso finanziarie per cessione stipendio per € 2.897;
- Debiti verso soc. Assicuratrici per € 27.017.

La ripartizione dei debiti al 31 Dicembre 2008 secondo area geografica è riportata nella tabella seguente:

Debiti per Area Geografica	V / fornitori	V/Contrattate	V / Collegata	V/Contrallanti	V / Altri	Totale
Italia	5.331.693			1.218.254	796.541	8.286.488
Altri paesi UE	230.307					230.307
Totale	6.562.000			1.218.254	736.541	8.516.795

E) Ratei e risconti

Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
291.579	540.304	(248.725)

Rappresentano le partite di collegamento dell'esercizio conteggiate col criterio della competenza temporale.

Non sussistono, al 31/12/2008, ratei e risconti aventi durata superiore a cinque anni.

La composizione della voce è così dettagliata.

Descrizione	Importo
Ratei passivi su interessi Interpanca	24.251
Ratei passivi su interessi altri mutui	2.148
Ratei passivi su oneri finanziari a Breve	14
Risconti passivi pluriennali su contributi	265.166
	291.579

Conti d'ordine

Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Sistema improprio dei bani altrui presso di noi	-	-	-
Sistema improprio degli impegni	-	-	-
Sistema improprio dei rischi	-	-	-

Conto economico

A) Valore della produzione

	Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
	42.920.465	34.811.656	8.108.809
Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Ricavi vendite e prestazioni	42.073.680	33.929.909	8.143.771
Variazioni rimanenze prodotti	582.667	113.556	469.111
Variazioni lavori in corso su ordinazione	-	-	-
Incrementi immobilizzazioni per lavori interni	-	-	-
Altri ricavi e proventi	264.110	768.191	(504.079)
	42.920.465	34.811.656	8.108.809

I maggiori ricavi per le vendite di prodotti sono principalmente attribuibili, come specificato meglio nella relazione sulla gestione, all'incremento delle vendite a marchio proprio e di terzi che, rispetto all'esercizio 2007, sono aumentate di circa il 24%.

Ricavi per area geografica

Area	Totale
Italia	41.734.050
Estero	329.670
	42.073.680

B) Costi della produzione

	Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
	38.505.463	30.685.754	7.819.709
Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Materie prime, sussidiarie e merci	16.074.167	14.324.501	1.749.666
Servizi	11.240.557	8.499.671	2.740.886
Godimento di beni di terzi	52.507	46.346	6.161
Salari e stipendi	4.608.352	4.190.865	417.487
Oneri sociali	1.537.919	1.412.410	125.509
Trattamento di fine rapporto	339.541	327.523	12.018
Trattamento quiescenza e simili	-	-	-
Altri costi del personale	-	-	-
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	59.736	70.752	(12.016)
Ammortamento immobilizzazioni materiali	1.562.652	1.751.221	(188.569)
Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	-	-
Svalutazioni crediti attivo circolante	50.114	36.325	13.789
Variazione rimanenze materia prima	(265.463)	(71.707)	(194.756)
Accantonamento per rischi	-	-	-
Altri accantonamenti	-	45.351	(45.351)
Oneri diversi di gestione	247.391	52.596	194.795
	38.505.463	30.685.754	7.819.709

Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci e Costi per servizi

Per un commento della voce in oggetto si veda la Relazione sulla gestione. Peraltro, la variazione dell'esercizio è strettamente correlata all'andamento del punto A (Valore della produzione) del Conto economico.

Costi per il personale

La voce comprende l'intera spesa per il personale dipendente ivi compresi i miglioramenti di merito, passaggi di categoria, scatti di contingenza, costo delle ferie non godute e accantonamenti di legge e contratti collettivi.

Ammortamento delle immobilizzazioni materiali

Per quanto concerne gli ammortamenti si specifica che gli stessi sono stati calcolati sulla base della durata utile del bene e del suo sfruttamento nella fase produttiva.

C) Proventi e oneri finanziari

	Saldo al 31/12/2008 (247.502)	Saldo al 31/12/2007 (368.790)	Variazioni 21.288
Descrizione	31/12/2008	31/12/2007	Variazioni
Da partecipazione	122	100	22
Da titoli iscritti nell'attivo circolante		2.696	(2.696)
Proventi diversi dai precedenti	18.426	10.484	7.942
(Interessi e altri oneri finanziari)	(366.050)	(382.070)	16.020
Utili (perdite) su cambi			
	(347.502)	(368.790)	21.288

Interessi e altri oneri finanziari

Descrizione	Controllanti	Controllate	Collegate	Altre	Totale
Interessi su obbligazioni				69.339	69.339
Interessi bancari				84.020	84.020
Interessi fornitori				13.026	13.026
Interessi su finanziamenti				158.581	158.581
Altri oneri finanziari				1.090	1.090
				366.050	366.050

E) Proventi e oneri straordinari

	Saldo al 31/12/2008 62.069	Saldo al 31/12/2007 42.422	Variazioni 19.647
Descrizione	31/12/2008	Anno precedente	31/12/2007
Plusvalenze da alienazioni	36.943	Plusvalenze da alienazioni	4.593
Varie	143.526	Varie	61.644
Totale proventi	180.469	Totale proventi	66.237
Minusvalenze da alienazioni	(208)	Minusvalenze da alienazioni	(3.228)
Imposte esercizi precedenti	-	Imposte esercizi precedenti	-
Varie	(110.102)	Varie	(20.576)
Totale oneri	(118.400)	Totale oneri	(23.804)
	62.069		42.422

Imposte sul reddito d'esercizio

	Saldo al 31/12/2008 1.272.851	Saldo al 31/12/2007 1.711.617	Variazioni (438.766)
Imposte	Saldo al 31/12/2008	Saldo al 31/12/2007	Variazioni
Imposte correnti:	1.743.279	1.912.536	(169.257)
IRES	1.306.229	1.418.239	(112.010)
IRAP	437.050	494.297	(57.247)
Imposte differite (anticipate)	(470.428)	(200.921)	(269.507)
IRES	(399.283)	(179.920)	(219.363)
IRAP	(71.145)	(21.001)	(50.144)
	1.272.851	1.711.617	(438.766)

Fiscaltà differita / anticipata

Le imposte differite sono state calcolate secondo il criterio dell'aliquazione globale, tenendo conto dell'ammontare cumulativo di tutte le differenze temporanee, sulla base delle aliquote medie attese in vigore nel momento in cui tali differenze temporanee si riverseranno sulla base dell'aliquota effettiva dell'ultimo esercizio.

Le imposte anticipate non sono state rilevate in quanto non esiste la ragionevole certezza dell'esistenza, negli esercizi in cui si diverseranno la differenza temporanea deducibile, a fronte della quale sono state iscritte le imposte anticipate, di un reddito imponibile non inferiore all'ammontare della differenza che si andranno ad annullare.

Altre informazioni

Ai sensi di legge si evidenziano i compensi complessivi spettanti agli amministratori e ai membri del Collegio sindacale.

	Qualifica	Compenso
Amministratori		151.012
Collegio sindacale		13.390

Il presente bilancio, composto da Stato patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria nonché il risultato economico dell'esercizio e corrisponde alla risultanza della scrittura contabile.

Il Consiglio di Amministrazione:

Il Presidente, *Z. Strada*

Il Vice Presidente, *R. Praturlon*

Il Consigliere, *A.M. Simioli*

Il Consigliere, *M.R. Simioli*

Il Consigliere, *T. Simioli*

Il Consigliere, *E. Simioli*

La sottoscritta Immacolata Simioli in qualità di Presidente del Consiglio d'Amministrazione della società Fresystem S.p.a. dichiara ai sensi e per gli effetti dell'art.47 D.P.R. 445/2000 che la presente copia informatica composta da 18 (dieotto) pagine è conforme all'originale. Inposta di bollo assolta in modo virtuale tramite la C.C.I.A.A. di Napoli autorizzazione n. 382209018 del 22/10/2011.

Appendice 2

Stato Patrimoniale e Conto Economico GranMilano S.p.A. 2006

GranMilano S.p.A.		Bilancio al 31/12/2006	
STATO PATRIMONIALE ATTIVO		31/12/2006	31/12/2005
B) Immobilizzazioni			
I. Immateriali			
3)	Diritti di brevetto ind. e di ut. di opere dell'ingegno	178.328	164.342
4)	Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	26.850.680	57.716
5)	Avviamento	3.533.855	0
6)	Immobilizzazioni in corso e acconti	0	9.010
7)	Altre	270.981	613.293
		30.833.844	844.361
II. Materiali			
1)	Terreni e fabbricati	21.337.117	22.157.433
2)	Impianti e macchinario	27.784.596	33.650.066
3)	Attrezzature industriali e commerciali	14.228.897	11.341.949
4)	Altri beni	359.884	481.415
5)	Immobilizzazioni in corso e acconti	1.246.509	724.728
		64.957.003	68.355.591
III. Finanziarie			
1)	Partecipazioni in:		
a)	Imprese controllate	6.785.227	46.463.480
d)	Altre imprese	11.518	11.518
		6.796.745	46.474.998
2)	Crediti		
d)	verso altri		
-	entro 12 mesi	61.210	52.924
		61.210	52.924
	Totale immobilizzazioni finanziarie	6.857.955	46.527.922
	TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	102.648.802	115.727.874
C) Attivo circolante			
I. Rimanenze			
1)	Materie prime, sussidiarie e di consumo	3.446.417	4.408.058
4)	Prodotti finiti e merci	8.666.256	8.413.154
		12.112.673	12.821.212
II. Crediti			
1)	Verso clienti		
-	entro 12 mesi	48.424.731	47.417.607
		48.424.731	47.417.607
2)	Verso imprese controllate		
-	entro 12 mesi	1.942.605	4.140.020
		1.942.605	4.140.020
4)	Verso imprese controllanti		
-	entro 12 mesi	0	233.106
		0	233.106
4-bis)	Crediti tributari		
-	entro 12 mesi	536.422	1.977.353
		536.422	1.977.353
4-ter)	Imposte anticipate		
		0	433.000
		0	433.000
5)	Verso altri		
verso altre imprese del Gruppo			
-	entro 12 mesi	295.617	568.124
verso altri			
-	entro 12 mesi	658.790	2.059.021
-	oltre 12 mesi	421.195	894.541
		1.375.602	3.521.686
	Totale crediti	52.279.360	57.722.772
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
IV. Disponibilità liquide			
1)	Depositi bancari e postali	222.815	116.574
2)	Assegni	133.122	
3)	Denaro e valori in cassa	50.324	16.789
		406.261	133.363
	TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	64.798.294	70.677.347
D) Ratei e risconti			
-	vari	343.322	422.038
		343.322	422.038
	TOTALE STATO PATRIMONIALE ATTIVO	167.790.418	186.827.259

STATO PATRIMONIALE PASSIVO		31/12/2006	31/12/2005
A) Patrimonio netto			
I. Capitale		22.500.000	6.000.000
II. Riserva da sovrapprezzo azioni		12.201.294	12.201.294
IV. Riserva legale		1.200.000	1.200.000
VII. Altre riserve			
Riserva straordinaria		4.688.748	21.308.748
Soci conto capitale		284.410	523.548
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo			
IX. Utile (perdita) dell'esercizio		(672.559)	(239.138)
TOTALE PATRIMONIO NETTO		40.201.893	40.994.452
B) Fondi per rischi e oneri			
1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili		581.382	576.244
2) Per imposte, anche differite		7.703.817	99.044
3) Altri		3.847.704	10.829.722
TOTALE FONDI PER RISCHI ED ONERI		12.132.903	11.505.010
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato			
		8.520.125	9.072.787
TOTALE TRATTAMENTO FINE RAPPORTO		8.520.125	9.072.787
D) Debiti			
3) Debiti verso soci per finanziamenti			
- entro 12 mesi		51.000.000	61.418.198
		51.000.000	61.418.198
4) Debiti verso banche			
- entro 12 mesi		24.429.386	28.220.958
		24.429.386	28.220.958
7) Debiti verso fornitori			
- entro 12 mesi		21.262.901	24.326.480
		21.262.901	24.326.480
8) Debiti rappresentati da titoli di credito			
- entro 12 mesi		22.914	114.569
		22.914	114.569
9) Debiti verso imprese controllate			
- entro 12 mesi		738.978	1.256.207
		738.978	1.256.207
11) Debiti verso controllanti			
- entro 12 mesi		532.974	90.326
		532.974	90.326
12) Debiti tributari			
- entro 12 mesi		637.782	796.365
		637.782	796.365
13) Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale			
- entro 12 mesi		1.119.504	1.251.193
		1.119.504	1.251.193
14) Debiti verso altri			
verso altre imprese del gruppo			
- entro 12 mesi		2.776.788	3.126.263
verso altri			
- entro 12 mesi		4.382.437	4.589.486
		7.159.225	7.715.749
TOTALE DEBITI		106.903.664	125.190.045
E) Ratei e risconti			
- vari		31.833	64.965
		31.833	64.965
TOTALE STATO PATRIMONIALE PASSIVO		167.790.418	186.827.259
CONTI D'ORDINE			
1) Impegni leasing		74.717	1.418.000
2) Effetti allo sconto		741.256	490.000
3) Beni di terzi		0	41.224.058
TOTALE CONTI D'ORDINE		815.973	43.132.058

GranMilano S.p.A.

Bilancio al 31/12/2006

CONTO ECONOMICO		31/12/2006	31/12/2005
A)	Valore della produzione		
1)	<i>Ricavi delle vendite e delle prestazioni</i>	144.200.840	143.717.885
2)	<i>Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti</i>	697.229	(248.021)
5)	<i>Altri ricavi e proventi</i>		
	- contributi in conto esercizio	1.278	135.633
	- vari	4.385.523	3.125.534
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE		149.284.870	146.731.031
B)	Costi della produzione		
6)	<i>Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci</i>	54.044.797	53.262.288
7)	<i>Per servizi</i>	34.141.450	35.296.751
8)	<i>Per godimento di beni di terzi</i>	3.509.593	3.796.636
9)	<i>Per il personale</i>		
	a) Salari e stipendi	22.983.033	22.979.165
	b) Oneri sociali	7.256.647	7.526.656
	c) Trattamento di fine rapporto	1.628.555	1.654.688
	e) Altri costi	2.522.314	2.302.577
		<hr/>	<hr/>
		34.390.549	34.463.086
10)	<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>		
	a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	4.032.469	407.133
	b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	11.462.656	8.905.389
	d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	348.000	751.000
		<hr/>	<hr/>
		15.843.125	10.063.522
11)	<i>Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci</i>	656.586	410.058
13)	<i>Altri accantonamenti</i>	621.000	2.648.068
14)	<i>Oneri diversi di gestione</i>	2.291.916	1.520.036
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE		145.499.016	141.460.445
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)		3.785.854	5.270.586
C)	Proventi e oneri finanziari		
15)	<i>Proventi da partecipazioni</i>		
	a) da imprese controllate	1.500.000	
		<hr/>	
		1.500.000	
16)	<i>Altri proventi finanziari</i>		
	c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	0	292.365
	d) proventi diversi dai precedenti		
	- da imprese controllate	19.449	133.567
	- altri	114.487	59.809
		<hr/>	<hr/>
		133.936	485.741
17)	<i>Interessi e altri oneri finanziari</i>		
	- verso imprese controllanti	2.059.283	1.326.944
	- altri	1.685.335	1.628.103
		<hr/>	<hr/>
		3.744.618	2.955.047
17bis)	<i>Utili e perdite su cambi</i>		
	- utili su cambi	21	1.011
	- perdite su cambi	0	(2.791)
		<hr/>	<hr/>
		21	(1.780)
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI		(2.110.661)	(2.471.086)

D)	Rettifiche di valore di attività finanziarie		
19)	<i>Svalutazioni</i>		
	a) di partecipazioni	0	(406.650)
TOTALE RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE		0	(406.650)
E)	Proventi e oneri straordinari		
20)	Plusvalenze da alienazioni	0	2.002
	Altri proventi straordinari	0	29.547
		0	31.549
21)	Oneri straordinari	0	(1.017.210)
	Altri oneri	0	(1.017.210)
		0	(1.017.210)
TOTALE PROVENTI E ONERI STRAORDINARI		0	(985.661)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+/- C +/- D +/- E)		1.675.193	1.407.189
22)	a) imposte sul reddito d'esercizio	(2.263.916)	(2.043.526)
	b) imposte anticipate	(108.586)	357.000
	c) proventi da consolidamento fiscale	24.750	40.199
23)	Utile (Perdita) dell'esercizio	(672.559)	(239.138)

Stato patrimoniale e Conto Economico GranMilano S.p.A. 2007

GranMilano S.p.A. Bilancio di esercizio chiuso il 31 dicembre 2007

STATO PATRIMONIALE ATTIVO	31/12/2007	31/12/2006
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	0
B) Immobilizzazioni		
I. Immateriali		
1) Costi di impianto e ampliamento	0	0
3) Diritti di brevetto ind. e di ut. di opere dell'ingegno	162.097	178.328
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	23.853.244	26.850.680
5) Avviamento	5.689.047	3.533.855
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	0	0
7) Altre	439.436	270.981
	<u>30.143.824</u>	<u>30.833.844</u>
II. Materiali		
1) Terreni e fabbricati	21.152.109	21.337.117
2) Impianti e macchinario	31.784.950	27.784.596
3) Attrezzature industriali e commerciali	14.340.471	14.228.897
4) Altri beni	353.742	359.884
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	696.132	1.246.509
	<u>68.327.404</u>	<u>64.957.003</u>
III. Finanziarie		
1) Partecipazioni in:		
a) Imprese controllate	813.350	6.785.227
d) Altre imprese	11.643	11.518
	<u>824.993</u>	<u>6.796.745</u>
2) Crediti		
d) verso altri		
- entro 12 mesi	62.826	61.210
	<u>62.826</u>	<u>61.210</u>
Totale immobilizzazioni finanziarie	887.819	6.857.955
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	99.359.047	102.648.802
C) Attivo circolante		
I. Rimanenze		
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	4.245.222	3.446.417
4) Prodotti finiti e merci	9.859.505	8.666.256
	<u>14.104.727</u>	<u>12.112.673</u>
II. Crediti		
1) Verso clienti		
- entro 12 mesi	56.630.841	48.424.731
	<u>56.630.841</u>	<u>48.424.731</u>
2) Verso imprese controllate		
- entro 12 mesi	1.754.338	1.942.605
	<u>1.754.338</u>	<u>1.942.605</u>
4) Verso imprese controllanti		
- entro 12 mesi	1.641	0
	<u>1.641</u>	<u>0</u>
4-bis) Crediti tributari		
- entro 12 mesi	86.906	536.422
	<u>86.906</u>	<u>536.422</u>
4-ter) Imposte anticipate		
	<u>0</u>	<u>0</u>
5) Verso altri		
verso altre imprese del Gruppo		
- entro 12 mesi	427.428	295.617
verso altri		
- entro 12 mesi	431.799	658.790
- oltre 12 mesi	268.100	421.195
	<u>1.127.327</u>	<u>1.375.602</u>
Totale crediti	59.601.053	52.279.360
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni		
IV. Disponibilità liquide		
1) Depositi bancari e postali	356.059	222.815
2) Assegni	0	133.122
3) Denaro e valori in cassa	39.434	50.324
	<u>395.493</u>	<u>406.261</u>
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	74.101.273	64.798.294
D) Ratei e risconti		
- vari	353.995	343.322
	<u>353.995</u>	<u>343.322</u>
TOTALE STATO PATRIMONIALE ATTIVO	173.814.315	167.790.418

STATO PATRIMONIALE PASSIVO		31/12/2007	31/12/2006
A) Patrimonio netto			
I.	Capitale	22.500.000	22.500.000
II.	Riserva da sovrapprezzo azioni	12.201.294	12.201.294
IV.	Riserva legale	1.200.000	1.200.000
VII.	Altre riserve		
	Riserva straordinaria	4.274.599	4.688.748
	Soci conto capitale	26.000	284.410
VIII.	Utili (perdite) portati a nuovo		
IX.	Utile (perdita) dell'esercizio	1.908.835	(672.559)
TOTALE PATRIMONIO NETTO		42.110.728	40.201.893
B) Fondi per rischi e oneri			
1)	Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	638.968	581.382
2)	Per imposte, anche differite	7.315.568	7.703.817
3)	Altri	3.782.291	3.847.704
TOTALE FONDI PER RISCHI ED ONERI		11.736.827	12.132.903
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato			
TOTALE TRATTAMENTO FINE RAPPORTO		8.204.681	8.520.125
D) Debiti			
3)	Debiti verso soci per finanziamenti		
	- entro 12 mesi	55.008.048	51.000.000
		55.008.048	51.000.000
4)	Debiti verso banche		
	- entro 12 mesi	18.385.904	24.429.386
		18.385.904	24.429.386
7)	Debiti verso fornitori		
	- entro 12 mesi	26.319.002	21.262.901
		26.319.002	21.262.901
8)	Debiti rappresentati da titoli di credito		
	- entro 12 mesi	0	22.914
		0	22.914
9)	Debiti verso imprese controllate		
	- entro 12 mesi	8.639	738.978
		8.639	738.978
11)	Debiti verso controllanti		
	- entro 12 mesi	1.789.889	532.974
		1.789.889	532.974
12)	Debiti tributari		
	- entro 12 mesi	874.608	637.782
		874.608	637.782
13)	Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale		
	- entro 12 mesi	1.399.931	1.119.504
		1.399.931	1.119.504
14)	Altri debiti		
	verso altre imprese del gruppo		
	- entro 12 mesi	3.297.230	2.776.788
	verso altri		
	- entro 12 mesi	4.650.714	4.382.437
		7.947.944	7.159.225
TOTALE DEBITI		111.733.965	106.903.664
E) Ratei e risconti			
	- vari	28.114	31.833
		28.114	31.833
TOTALE STATO PATRIMONIALE PASSIVO		173.814.315	167.790.416
CONTI D'ORDINE			
1)	Impegni leasing	1.600	74.717
2)	Effetti allo sconto	673.685	741.256
3)	Beni di terzi	0	0
TOTALE CONTI D'ORDINE		675.285	815.973

CONTO ECONOMICO		
	31/12/2007	31/12/2006
A) Valore della produzione		
1) <i>Ricavi delle vendite e delle prestazioni</i>	151.344.260	144.200.840
2) <i>Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti</i>	576.125	697.229
5) <i>Altri ricavi e proventi</i>		
- contributi in conto esercizio	49.164	1.278
- vari	2.692.116	4.385.523
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	154.661.665	149.284.870
B) Costi della produzione		
6) <i>Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci</i>	58.104.148	54.044.797
7) <i>Per servizi</i>	31.768.249	34.141.450
8) <i>Per godimento di beni di terzi</i>	1.513.772	3.509.593
9) <i>Per il personale</i>		
a) Salari e stipendi	23.030.344	22.983.033
b) Oneri sociali	7.523.267	7.256.647
c) Trattamento di fine rapporto	1.705.485	1.628.555
e) Altri costi	3.697.714	2.522.314
	<u>35.956.810</u>	<u>34.390.549</u>
10) <i>Ammortamenti e svalutazioni</i>		
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	3.959.269	4.032.469
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	11.812.452	11.462.656
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	413.000	348.000
	<u>16.184.721</u>	<u>15.843.125</u>
11) <i>Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci</i>	-522.435	656.586
13) <i>Altri accantonamenti</i>	240.000	621.000
14) <i>Oneri diversi di gestione</i>	2.424.251	2.291.916
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	145.669.516	145.499.016
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	8.992.149	3.785.854
C) Proventi e oneri finanziari		
15) <i>Proventi da partecipazioni</i>		
a) da imprese controllate	0	1.500.000
	<u>0</u>	<u>1.500.000</u>
16) <i>Altri proventi finanziari</i>		
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	0	0
d) proventi diversi dai precedenti		
- da imprese controllate	22.052	19.449
- altri	292.248	114.487
	<u>314.300</u>	<u>133.936</u>
17) <i>Interessi e altri oneri finanziari</i>		
- verso imprese controllanti	2.371.905	2.059.283
- altri	1.681.398	1.685.335
	<u>4.053.303</u>	<u>3.744.618</u>
17bis) <i>Utili e perdite su cambi</i>		
- utili su cambi	0	21
- perdite su cambi	0	0
	<u>0</u>	<u>21</u>
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	(3.739.003)	(2.110.661)

D)	 Rettifiche di valore di attività finanziarie		
18)	<i>Rivalutazioni</i>	0	0
19)	<i>Svalutazioni</i>	0	0
TOTALE RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE		0	0
E)	 Proventi e oneri straordinari		
20)	<i>Plusvalenze da alienazioni</i>	0	0
21)	<i>Oneri straordinari</i>	0	0
TOTALE PROVENTI E ONERI STRAORDINARI		0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+/- C +/- D +/- E)		5.253.146	1.675.193
22)	a) <i>imposte sul reddito d'esercizio</i>	(3.729.051)	(2.263.916)
	b) <i>imposte anticipate</i>	384.740	(108.586)
	c) <i>proventi da consolidamento fiscale</i>	0	24.750
23)	Utile (Perdita) dell'esercizio	1.908.835	(672.559)

Stato Patrimoniale e Conto Economico GranMilano S.p.A. 2008

GranMilano S.p.A.

Sede Legale in Milano, Via Bistolfi 31
 Capitale sociale Euro 22.500.000 interamente versato
 Codice fiscale ed Iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano n. 01589300340
 Partita IVA 09786190158 - Iscritta al R.E.A. di Milano al n. 1314469
 Società con Socio Unico soggetta a direzione e coordinamento da parte di Sammontana S.p.A.

STATO PATRIMONIALE ATTIVO		31/12/2008	31/12/2007
A)	Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	0
B)	Immobilizzazioni		
I.	Immateriali		
3)	Dritti di brevetto ind. e di ut. di opere dell'ingegno	100.646	162.097
4)	Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	20.889.596	23.853.244
5)	Avviamento	5.013.303	5.689.047
6)	Immobilizzazioni in corso e acconti	112.187	0
7)	Altre	283.090	439.436
		<u>26.398.822</u>	<u>30.143.824</u>
II.	Materiali		
1)	Terreni e fabbricati	34.447.884	21.152.109
2)	Impianti e macchinario	32.235.002	31.784.950
3)	Attrezzature industriali e commerciali	11.852.525	14.340.471
4)	Altri beni	249.265	353.742
5)	Immobilizzazioni in corso e acconti	856.838	696.132
		<u>79.641.514</u>	<u>68.327.404</u>
III.	Finanziarie		
1)	Partecipazioni in:		
a)	Imprese controllate	813.350	813.350
d)	Altre imprese	11.643	11.643
		<u>824.993</u>	<u>824.993</u>
2)	Crediti		
d)	verso altri		
-	entro 12 mesi	62.335	62.826
		<u>62.335</u>	<u>62.826</u>
	Totale immobilizzazioni finanziarie	887.328	887.819
	TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	106.927.664	99.359.047
C)	Attivo circolante		
I.	Rimanenze		
1)	Materie prime, sussidiarie e di consumo	4.905.864	4.245.222
4)	Prodotti finiti e merci	12.492.236	9.859.505
		<u>17.398.100</u>	<u>14.104.727</u>
II.	Crediti		
1)	Verso clienti		
-	entro 12 mesi	55.672.067	56.630.841
		<u>55.672.067</u>	<u>56.630.841</u>
2)	Verso imprese controllate		
-	entro 12 mesi	1.594.383	1.754.338
		<u>1.594.383</u>	<u>1.754.338</u>
4)	Verso imprese controllanti		
-	entro 12 mesi	525.320	1.641
		<u>525.320</u>	<u>1.641</u>
4-bis)	Crediti tributari		
-	entro 12 mesi	47.120	86.906
		<u>47.120</u>	<u>86.906</u>
5)	Verso altri		
verso	altre imprese del Gruppo		
-	entro 12 mesi	0	427.428
verso	altri		
-	entro 12 mesi	261.148	431.799
-	oltre 12 mesi	0	268.100
		<u>261.148</u>	<u>1.127.327</u>
	Totale crediti	58.300.058	59.601.053
III.	Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0
IV.	Disponibilità liquide		
1)	Depositi bancari e postali	245.155	356.059
3)	Denaro e valori in cassa	21.175	39.434
		<u>266.330</u>	<u>395.493</u>
	TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	75.964.488	74.101.273
D)	Ratei e risconti		
-	vari	329.123	353.995
		<u>329.123</u>	<u>353.995</u>
	TOTALE STATO PATRIMONIALE ATTIVO	183.221.275	173.814.315

STATO PATRIMONIALE PASSIVO		31/12/2008	31/12/2007
A) Patrimonio netto			
I.	Capitale	22.500.000	22.500.000
II.	Riserva da sovrapprezzo azioni	12.201.294	12.201.294
IV.	Riserva legale	1.295.442	1.200.000
VII. Altre riserve			
	Riserva straordinaria	6.087.992	4.274.599
	Soci conto capitale	26.000	26.000
	Riserva Rivalutazione	13.352.499	0
VIII.	Utili (perdite) portati a nuovo		
IX.	Utile (perdita) dell'esercizio	(870.153)	1.908.835
TOTALE PATRIMONIO NETTO		54.593.074	42.110.728
B) Fondi per rischi e oneri			
1)	Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	692.176	638.968
2)	Per imposte, anche differite	4.902.487	7.315.568
3)	Altri	2.205.471	3.782.291
TOTALE FONDI PER RISCHI ED ONERI		7.800.134	11.736.827
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato		7.405.606	8.204.681
TOTALE TRATTAMENTO FINE RAPPORTO		7.405.606	8.204.681
D) Debiti			
3)	Debiti verso soci per finanziamenti		
	- entro 12 mesi	6.000.000	55.008.048
	- oltre 12 mesi	48.000.000	0
		54.000.000	55.008.048
4)	Debiti verso banche		
	- entro 12 mesi	17.760.557	18.385.904
		17.760.557	18.385.904
7)	Debiti verso fornitori		
	- entro 12 mesi	33.554.584	26.319.002
		33.554.584	26.319.002
9)	Debiti verso imprese controllate		
	- entro 12 mesi	20.900	8.639
		20.900	8.639
11)	Debiti verso controllanti		
	- entro 12 mesi	1.782	1.789.889
		1.782	1.789.889
12)	Debiti tributari		
	- entro 12 mesi	1.325.660	874.608
	- oltre 12 mesi	493.487	
		1.819.147	874.608
13)	Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale		
	- entro 12 mesi	1.405.270	1.399.931
		1.405.270	1.399.931
14)	Altri debiti		
	verso altre imprese del gruppo		
	- entro 12 mesi	13.584	3.297.230
	verso altri		
	- entro 12 mesi	4.391.589	4.650.714
		4.405.173	7.947.944
TOTALE DEBITI		112.967.413	111.733.965
E) Ratei e risconti			
	- vari	455.048	28.114
		455.048	28.114
TOTALE STATO PATRIMONIALE PASSIVO		183.221.275	173.814.315
CONTI D'ORDINE			
1)	Impegni leasing	0	1.600
2)	Effetti allo sconto	0	673.685
TOTALE CONTI D'ORDINE		0	675.285
		0	0

CONTO ECONOMICO		
	31/12/2008	31/12/2007
A) Valore della produzione		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	150.586.204	151.344.260
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	2.632.731	576.125
5) Altri ricavi e proventi		
- contributi in conto esercizio	4.998	49.164
- vari	2.729.070	2.692.116
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	155.953.003	154.661.665
B) Costi della produzione		
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	60.363.065	58.104.148
7) Per servizi	32.798.703	31.768.249
8) Per godimento di beni di terzi	1.463.549	1.513.772
9) Per il personale		
a) Salari e stipendi	22.285.958	23.030.344
b) Oneri sociali	7.523.459	7.523.267
c) Trattamento di fine rapporto	1.709.436	1.705.485
e) Altri costi	3.714.062	3.697.714
	<u>35.232.915</u>	<u>35.956.810</u>
10) Ammortamenti e svalutazioni		
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	3.935.258	3.959.269
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	14.611.583	11.812.452
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	737.000	413.000
	<u>19.283.841</u>	<u>16.184.721</u>
11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	-660.642	-522.435
13) Altri accantonamenti	50.480	240.000
14) Oneri diversi di gestione	1.684.622	2.424.251
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	150.216.533	145.669.516
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	5.736.470	8.992.149
C) Proventi e oneri finanziari		
15) Proventi da partecipazioni	0	0
16) Altri proventi finanziari		
d) proventi diversi dai precedenti		
- da imprese controllate	42.524	22.052
- altri	140.302	292.248
	<u>182.826</u>	<u>314.300</u>
17) Interessi e altri oneri finanziari		
- verso imprese controllanti	3.436.708	2.371.905
- altri	1.577.678	1.681.398
	<u>5.014.386</u>	<u>4.053.303</u>
17bis) Utili e perdite su cambi		
- perdite su cambi	-7	0
	<u>-7</u>	<u>0</u>
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	(4.831.567)	(3.739.003)

D)	Rettifiche di valore di attività finanziarie		
18)	<i>Rivalutazioni</i>	0	0
19)	<i>Svalutazioni</i>	0	0
TOTALE RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE		0	0
E)	Proventi e oneri straordinari		
20)	<i>Plusvalenze da alienazioni</i>	0	0
21)	<i>Oneri straordinari</i>	0	0
TOTALE PROVENTI E ONERI STRAORDINARI		0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+/- C +/- D +/- E)		904.903	5.253.146
22)	a) <i>imposte sul reddito d'esercizio</i>	(3.931.255)	(3.729.051)
	b) <i>imposte anticipate</i>	2.603.635	384.740
	c) <i>imposta sostitutiva</i>	(447.436)	0
23)	Utile (Perdita) dell'esercizio	(870.153)	1.908.835

OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Nella prima parte di questo lavoro è stato evidenziato come la brand valuation sia un tema molto complesso. Come già affermato, è importante, prima di procedere con la stima, definire con chiarezza cosa intendiamo col termine brand, soprattutto identificare l'oggetto della valutazione, gli elementi e i fattori che vi sono inclusi.

La brand valuation è un argomento che negli ultimi anni ha vissuto un crescendo di importanza e di attenzione per il fatto che oggi, più di prima, un'azienda che vuole prosperare deve fondare buona parte della propria strategia sulle risorse intangibili poiché sono queste che, ad ultimo, la diversificano dalle competitors. Tutto ciò è confermato dall'esperienza degli ultimi anni, dove, a seguito della forte crisi che ha investito l'economia intera, solo le aziende più forti in termini di presenza sul mercato e di fiducia riscossa dai consumatori sono riuscite ad ottenere profitti. Inoltre, dagli anni '80 in poi è aumentato il numero di operazioni di M&A che hanno ad oggetto brand e/o aziende con brand, proprio per il plusvalore a questo riconosciuto.

Conoscere il valore del brand è importante sia nel caso di operazioni di finanza straordinaria, sia per ragioni interne all'azienda: può essere uno stimolo per accrescere la propria presenza sul mercato o per entrare in nuovi mercati veicolando la forza che il brand è stato in grado di generare, su altri e/o nuovi prodotti, per cui è fondamentale che l'azienda continui ad investirvi.

La marca è una componente centrale nella formazione del valore di un'impresa, non solo perché comprende e sintetizza tutte le percezioni e le esperienze maturate in ogni punto di contatto tra l'azienda e il cliente, ma anche perché è diventata l'emblema dell'impegno nell'ambito della responsabilità sociale. Con il passaggio da una funzione di semplice rappresentazione delle attività e dei prodotti delle aziende ad un ruolo garante dell'empatia con i clienti, la marca è entrata in una

nuova fase di ripensamento della propria identità. Ciò comporta per l'azienda rimettere in discussione le forme di relazione con i clienti e gli stakeholder e anche valutare l'impatto strategico e operativo di tale riposizionamento in primo luogo rispetto alla propria organizzazione. L'importanza della marca per le aziende potrebbe essere confermata in modo definitivo dal proprio valore economico: come è stato confermato anche dall'analisi empirica, il brand è fondamentale per generare valore d'impresa in quanto spesso il valore a questo associato è maggiore del valore dei beni reali presenti nell'organizzazione stessa. Nell'operazione di acquisizione descritta nell'analisi empirica di questo lavoro, è emerso che il 64,42% del valore di acquisizione riferibile a Tre Marie è da imputare al brand, solo il 35,58% è attribuibile alle attività reali; ciò a conferma del preponderante ruolo assunto dalla marca nel valore aziendale.

La brand valuation richiede l'identificazione di un metodo di valutazione, per il quale è doveroso definire, in principio, l'approccio da seguire. Per fare ciò è necessario riconoscere i vantaggi che il brand apporta all'azienda e quelli che potrà generare, siano essi intesi come maggior ricavi o minor costi. Sulla base di questo si individua l'approccio su cui fondare la valutazione. Sarà seguito un approccio ai costi se vogliamo determinare il valore del brand attraverso l'attualizzazione dei costi che sono stati sostenuti per poter avere una marca che ha una particolare forza, oppure stimandone il valore sulla base degli investimenti che bisognerebbe sostenere oggi per ricostruire un brand con tale forza; approcci al mercato se intendiamo considerare la possibilità di dare in licenza la marca oggetto di valutazione; approccio ai redditi se diamo importanza ai flussi differenziali che il brand è in grado di generare rispetto ai competitors unbranded.

Dall'evidenza empirica è stato rilevato che gran parte dei metodi di valutazione seguono l'approccio ai redditi in quanto viene posta maggior attenzione alla capacità del brand di generare ricavi differenziali positivi rispetto ai competitors.

In accordo con quanto rilevato dall'esperienza, è stato valutato il brand Tre Marie. Per fare ciò è stato seguito un approccio ai redditi, nello specifico si è deter-

minato il valore considerando la capacità della marca oggetto di valutazione di generare flussi di cassa positivi maggiori rispetto a quelli di una comparabile senza brand. E' emerso che il maggior FCFO generato esclusivamente dalla presenza della marca è di 3.897.495€, portandoci ad un valore finale del brand di 85.683.984€.

L'analisi empirica realizzata in questo lavoro ha permesso, anche, di rilevare quelli che sono i passaggi più complessi per effettuare la brand valuation. Nel caso in cui il brand sia all'interno di una società madre e quindi non abbia un bilancio d'esercizio specifico, come nel caso in analisi, è necessario scorporare i valori a questo riferibili oppure riuscire a imputare una percentuale di incidenza rispetto all'intera attività dell'azienda madre. Complesse sono state le fasi per stabilire il valore del WACC soprattutto per quello che riguarda la stima del beta nel calcolo del costo del capitale di proprietà. La maggiore difficoltà, però, è stata riscontrata nella misurazione del possibile tasso di crescita in quanto, a causa della critica situazione attuale dei mercati, non è agevole prevedere quello che sarà l'andamento futuro del brand.

Nella valutazione del brand, così come per le altre risorse immateriali, è necessario porre attenzione alle modalità con cui questa viene eseguita e al risultato ottenuto in quanto il valore finale può essere distorto; ciò è dovuto al fatto che la valutazione, come già sottolineato nel corso del lavoro, altro non è che una stima e quindi è sottoposta a soggettività. Per circoscrivere l'aleatorietà delle scelte soggettive sarebbe opportuno ispirarsi a dei "principi" quali:

- l'attendibilità delle stime
- la neutralità nelle valutazioni
- l'unitarietà dei dati aziendali
- la significatività dei dati
- la chiarezza di analisi
- il rigore metodologico.

Essenziale è comunque l'indipendenza, operativa e professionale, dell'esperto, la sua autonoma capacità di valutare. Per fare ciò è consigliabile fare valutazioni

multiple, ossia in team in modo da confrontare il processo seguito nella valutazione e la stima stessa perché la valutazione singola può portare ad errori.

Nonostante le possibili difficoltà che si possono incontrare riteniamo opportuno ribadire l'importanza che la brand valuation ha nell'economia attuale per le ragioni già menzionate.

Per questo ogni anno le due società di consulenza più importanti del mondo, specializzate in brand valuation, Interbrand e BrandFinance, redigono la classifica dei migliori brand globali, valutati attraverso i metodi specifici descritti nel corso di questo lavoro. E' da specificare che le società incluse in queste classifiche sono quelle che hanno reso disponibili i dati necessari per procedere con l'analisi, quindi alcune, seppur meritevoli, non sono incluse²⁵.

²⁵ A titolo conoscitivo di seguito sono indicati i primi 10 miglior brand del mondo, tratti dalla classifica redatta da Interbrand e resa pubblica il 17 settembre 2009, con le rispettive brand valuation: Best Global Brands

1.Coca-Cola 68.734 mln\$ 2.IBM 60.211 mln\$ 3.Microsoft 56.647 mln\$ 4.GE 47.777 mln\$ 5.Nokia 34.864 mln\$ 6. Mc Donald's 32.275 mln\$ 7. Google 31.980 mln\$ 8. Toyota 31.330 mln\$ 9. Intel 30.636 mln\$ 10. Disney 28.447 mln\$. www.interbrand.com

Bibliografia

Enzo Peruffo, Luiss 2008, *docenti.luiss.it/peruffo/files/2008/12/risorse-e-competenze_lez.pdf*

Francesco De Leo, *Le determinanti del vantaggio competitivo. Il contributo della Resource Based View*, EGEA, 1995.

Lorenzo Pozza, *Le risorse immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, EGEA, 1999.

Gualtiero Brugger, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia*, Finanza Marketing e Produzione, fascicolo 1.

Hiroyuki Itami, *Le Risorse Invisibili*, casa editrice GEA, 1988.

Michael Porter, *Il Vantaggio Competitivo*, 1985.

Roberto Mazzei, *Brand Equity: Il Valore della Marca*, casa editrice EGEA, 1999.

Busacca B., *Le risorse di fiducia dell'impresa*, casa editrice UTET, Torino, 1994-b.

Kevin Lane Keller , *Conceptualising, Measuring, and Managing Cutomer-Based Brand Equity*, Journal of marketing, vol. 57, 1-22, 1993.

A. Seetharaman, Zainal Azlan Bin Mohd Nadzir, S. Gunalan; *A conceptual study on brand valuation*; Journal of Product & Brand Management; vol.10; N. 4; pagg. 243-256; 2001.

Marco Lombardi, *Un nuovo modello di valutazione del valore di marca: il Brand Asset Valuator*, Micro & Macro Marketing, vol. 7, fasc. 3, pagg. 341-355, 1998.

Gabriela Salinas, *The International Brand Valuation Manual*, casa editrice Wiley, 2009.

Relazione di Clifford Chance per conto di Sammontana S.p.A. ad AGCM, 3 giugno 2008.

Bilancio Consolidato del Gruppo Sammontana.

Bilancio Fresystem S.p.A.

Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Interbrand, Best Global Brands, www.interbrand.com