TRIBUNALE DI LUCCA
SEZIONE CRISI DI IMPRESA E DELL'INSOLVENZA

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 59/2026
"MARFIO SRL"
CON SEDE IN PORCARI (LU) VIA DEL CENTENARIO N. 129

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI COMPLESSI AZIENDALI COSTITUITI DAI PUNTI VENDITA, AFFILIATI ALLA CATENA IN FRANCHISING "PRINK", ESERCENTI L'ATTIVITÀ DI VENDITA AL DETTAGLIO DI CONSUMABILI PER STAMPANTI E DI PICCOLA MANUTENZIONE SU TELEFONIA MOBILE

DI PROPRIETÀ DELLA SOCIETÀ "MARFIO S.R.L." ALLA DATA DEL 31.08.2026

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

SOMMARIO

1. PARTE INTRODUTTIVA ____ 4

1.1. ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE ____ 4

1.1.1. Descrizione dell'incarico e natura della stima ____ 4
1.1.2. Identità del committente e dei destinatari ____ 5
1.1.3. Oggetto ed unità di valutazione ____ 5
1.1.4. Presupposto della valutazione ____ 6
1.1.5. Data di riferimento della valutazione ____ 6
1.1.6. Finalità della valutazione ____ 7
1.1.7. La prospettiva della valutazione ____ 7
1.1.8. La configurazione di valore adottata ____ 7
1.1.9. La valuta funzionale ____ 7
1.1.10. Modalità di espressione del valore finale ____ 7
1.1.11. Data della relazione ____ 7

1.2. ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO ____ 8

1.2.1. Identità dell'esperto ____ 8
1.2.2. Attestazione di competenza professionale ____ 8
1.2.3. Attestazione di indipendenza ____ 8
1.2.4. Dichiarazione di presenza di potenziali conflitti ____ 8
1.2.5. Attestazioni di adesione ai PIV ____ 9
1.2.6. Attestazione di espressione di giudizio informato ____ 9

1.3. SPECIALISTI AUSILIARI ____ 10

1.4. CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA ____ 10

1.4.1. Natura e fonti delle informazioni utilizzate ____ 10
1.4.2. Limitazioni alla base informativa ____ 10

1.5. IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA ____ 10

2. LA BASE INFORMATIVA ____ 11

2.1. COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA ____ 11

2.1.1. Dati ____ 12
2.1.2. Ipotesi ____ 13
2.1.3. Peso assegnato ai vari tipi di informazioni ____ 13

3. L'ANALISI FONDAMENTALE ____ 13

3.1. LA SOCIETÀ DA VALUTARE ____ 13

3.1.1. Marfio S.r.l. e la rete Prink ____ 13
3.1.2. Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento ____ 14

3.2. I DATI PATRIMONIALI ED ECONOMICI ____ 15

3.2.1. Composizione della struttura patrimoniale ____ 15
3.2.2. Analisi dei dati reddituali per punto vendita ____ 16

4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO ____ 17

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

4.1. SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIÙ APPROPRIATI ____ 17
4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili ____ *17*
4.1.2. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati ____ *18*
4.1.3. Coerenza della scelta effettuata ____ *19*
4.1.4. Identificazione dei principali fattori di rischio ____ *19*
4.2. LO SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA ____ 19
4.2.1. Il metodo misto patrimoniale-reddituale: profili teorici ____ *19*
4.2.2. Il metodo patrimoniale semplice: profili teorici ____ *20*
4.2.3. Ricostruzione del patrimonio netto rettificato (K) ____ *21*
4.2.4. La normalizzazione dei risultati economici: determinazione del reddito R ____ *21*
4.2.5. La determinazione dei tassi di valutazione (i) ed (i') ____ *22*
4.2.6. Correttivi: premio di rischio specifico e sconto di smobilizzo ____ *22*
4.2.7. La scelta dell'orizzonte temporale (n) ____ *25*
4.2.8. Calcolo dei risultati ____ *25*

5. SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE ____ *29*

6. GIUDIZIO DI CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO DI AZIENDA ____ *30*
6.1. PROCESSO DI ESPRESSIONE DEL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ SUL CANONE DI AFFITTO __ 30
6.2. DETERMINAZIONE DEL CANONE DI AFFITTO CONGRUO ____ 30

7. CONCLUSIONI ____ *32*

8. GLI ALLEGATI ____ *33*

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Ill.mo Sig. Giudice Delegato, Dott.ssa Giulia Simoni,
Ill.mo Sig. Curatore, Dott. Mirko Pardini.

1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1. ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA VALUTAZIONE

1.1.1. Descrizione dell'incarico e natura della stima

La sottoscritta Dott.ssa Giulia Tommasi, nata a , con Studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord km 367 snc, C.F. , iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Lucca – sezione A, al nr 842/A, ed iscritta al Registro dei Revisori Legali al numero 189234, ai sensi del D.Lgs. 27/1/10 n. 39, con Decreto Ministeriale del 02/12/2024 in G.U. n. 99 del 13/12/2024, ha ricevuto incarico dal Dott. Mirko Pardini, con studio in Lucca (LU), via Guidiccioni n. 188, nella propria qualità di curatore della procedura di Liquidazione Giudiziale n. 59/2026 della società:

- **Marfio S.r.l.**, P.I. e C.F. 02335650467, iscritta al Registro delle Imprese della Toscana Nord-Ovest al n. 02335650467 con numero REA LU-217431, sede legale in Porcari (LU), Via del Centenario n. 129, più oltre "**Marfio**" o la "**Società**" (**allegato n. 1 - visura storica**),

di redigere un elaborato peritale volto a:

- esprimere il **valore economico**, nella declinazione del **valore di smobilizzo** (come definito dai PIV I.6.2 e I.6.7), dei complessi aziendali costituiti dai punti vendita di proprietà della Società, affiliati alla catena in franchising "Prink" ed esercenti l'attività di commercio al dettaglio di consumabili per stampanti (toner, cartucce, materiali di consumo per la stampa) e di servizi di piccola manutenzione e riparazione di telefonia mobile;
- esprimere un giudizio di **congruità del canone del contratto di affitto d'azienda** in essere tra la Società Marfio S.r.l. e la società , come meglio illustrato al Capitolo 6;

con riferimento alla data del 31/08/2026, così come richiesto con istanza del curatore n. 002 del 20/07/2026 ed autorizzato dal Giudice Delegato, Dott.ssa Giulia Simoni, con provvedimento reso in pari data ai sensi degli artt. 216, co. 2, e 129, co. 2, CCII **(allegato n. 2 - istanza e provvedimento di nomina**).

Il perimetro dell'incarico ricomprende i nove punti vendita di proprietà di Marfio, dotati di autonoma organizzazione e capacità reddituale propria, per i quali la procedura ha messo a disposizione della scrivente i conti economici analitici riclassificati per singolo punto vendita, e precisamente i punti vendita di Grosseto, Siena, Firenze, Empoli, Cecina, Porcari, Follonica, Calenzano e Massa, ciascuno costituente un'unità organizzativa dotata di un proprio conto economico riclassificato, come meglio illustrato al Capitolo 3.

Si segnala che gli otto punti vendita di Grosseto, Siena, Firenze, Empoli, Cecina, Porcari, Follonica e Calenzano risultano, alla data della presente relazione, concessi in affitto alla società con contratto sottoscritto in data 8 luglio 2026, autenticato dal

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Notaio Dott. Gabriele Burlarelli (Rep. n. 8982, Racc. n. 5900, registrato a Perugia il 23/07/2026 al n. 17551, Serie 1T), avente ad oggetto tali otto punti vendita con durata sino al 30/12/2032 (**allegato n. 3 - contratto di affitto di azienda**). Il punto vendita di Massa non è ricompreso nel perimetro di tale contratto, essendo già stato oggetto, in data 15/01/2024, di autonomo contratto di affitto/comodato in favore di altro soggetto, come risultante dalla visura storica (**allegato n. 4 – contratto di affitto del ramo di azienda di Massa**).

Il perimetro della presente valutazione del valore economico di smobilizzo resta comunque **esteso a tutti i nove punti vendita di proprietà di Marfio indicati al capoverso precedente, mentre il perimetro del giudizio di congruità del canone di cui al Capitolo 6 è limitato, per sua natura, ai soli otto punti vendita oggetto del contratto dell'8 luglio 2026**.

La natura della stima deve intendersi una **valutazione** così come intesa dai PIV II.2.7.

La stima è stata richiesta al fine di esprimere il valore economico dei complessi aziendali ai sensi e per gli effetti dei seguenti articoli del CCII (D. Lgs 12/01/2019 n. 14 e successive modificazioni, integrato dal D. Lgs 17/06/2022 n. 83):

- 212 - Affitto dell'azienda o di suoi rami;
- 213 - Programma di liquidazione;
- 214 - Vendita dell'azienda o di suoi rami o di beni o rapporti in blocco;
- 216 - Modalità della liquidazione.

1.1.2. Identità del committente e dei destinatari

Il committente dell'incarico deve intendersi la procedura di Liquidazione Giudiziale di "Marfio S.r.l.", mentre destinatari della relazione di valutazione sono *in primis* gli organi della procedura (e verrà consegnata al curatore per il suo deposito ed acquisizione agli atti della stessa), quindi i creditori ed i terzi, per i quali il presente lavoro rappresenterà una base informativa in vista della procedura competitiva per il collocamento dei complessi aziendali sul mercato.

1.1.3. Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della valutazione sono i punti vendita di proprietà di Marfio S.r.l. indicati al par. 1.1.1, il cui perimetro include le sole attività necessarie al loro funzionamento (PIV III.1.8), mentre le passività non sono ricomprese nell'unità di valutazione, in quanto destinate ad essere definite nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale.

Ciascun punto vendita è vocato allo svolgimento dell'attività di commercio al dettaglio di consumabili per stampanti e di piccola riparazione di telefonia mobile, in affiliazione alla rete in franchising "Prink", secondo le ubicazioni ed i dati identificativi risultanti dalla visura camerale storica (**allegato n. 1 - visura storica**) e riepilogati nella tabella di cui al par. 3.2.2.

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

1.1.4. Presupposto della valutazione

La presente valutazione è destinata a rappresentare il valore dei punti vendita nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale di Marfio, nell'ottica della loro cessione quali complessi organizzati e funzionanti (*going concern* **ipotetico**, PIV III.1.8), a prescindere dalla circostanza che il soggetto giuridico proprietario sia sottoposto a procedura concorsuale.

I punti vendita presentano serie storiche di ricavi disponibili per il periodo 2021-2025 (fatta salva l'annualità 2023, interessata da componenti straordinarie non ricorrenti e quindi esclusa in sede di normalizzazione), delle quali cinque mostrano una capacità reddituale normalizzata positiva e quattro negativa, circostanza che ha imposto - come sarà meglio illustrato al Capitolo 4 - l'adozione di criteri estimativi differenziati: il **criterio misto patrimoniale-reddituale** per i punti vendita a redditività normalizzata positiva, ed il **criterio patrimoniale semplice** per i punti vendita a redditività normalizzata negativa.

Si tratta comunque di una valutazione condotta nel contesto di una procedura concorsuale già aperta, **che impone una pronta liquidabilità dei complessi aziendali**, che sconta inevitabilmente la mancanza di un fisiologico periodo di commercializzazione ricorrente in un libero contesto di mercato; di tale aspetto la presente valutazione tiene conto.

Si tratta comunque di un valore di liquidazione, di norma inferiore al valore di mercato, considerato che, specie nel caso di procedure concorsuali:

(i) l'azienda quale bene specifico è destinata ad un bacino di potenziali acquirenti più ristretto rispetto a quello dei singoli beni;
(ii) deve essere alienata in tempi stretti in assenza di garanzie;
(iii) la valutazione avviene in situazioni di carenza conoscitiva (assenza di piani previsionali) che si traduce in maggiore incertezza sul valore;
(iv) il venditore è obbligato ad alienare, con conseguente sconto significativo rispetto al valore d'uso.

La prospettiva della continuità aziendale è un presupposto della valutazione, ma non è compito della valutatrice certificare l'esistenza di tale presupposto.

Si evidenzia che gli otto punti vendita interessati dal contratto di affitto d'azienda dell'8 luglio 2026 **sono**, proprio in virtù di tale contratto, **attualmente in fase di funzionamento**, ancorché non condotti direttamente dalla procedura ma dalla società affittuaria .; il punto vendita di Massa, non ricompreso in tale contratto, risulta invece attualmente condotto da altro soggetto in forza del pregresso contratto di affitto/comodato del 15/01/2024.

1.1.5. Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31/08/2026 (PIV II.2.9), quale data più prossima all'attività svolta sulla base dei documenti disponibili. Deve pertanto intendersi una valutazione contemporanea (PIV 1.8.3).

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

1.1.6. Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dal curatore sia ai fini della verifica di congruità del canone del contratto di affitto d'azienda in essere con , sia ai fini di una procedura competitiva finalizzata alla cessione dei punti vendita ad evidenza pubblica. Questa relazione è predisposta in funzione di tali finalità ed è strettamente limitata ad esse.

Stante le limitazioni della base dati, di cui si dirà meglio in seguito, la presente relazione non costituisce certificazione delle situazioni contabili, dei bilanci e delle documentazioni contabili esaminati, né può sostituire una doverosa attività di *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti, che dovranno pertanto agire in loro piena autonomia ed esame critico.

1.1.7. La prospettiva della valutazione

La valutazione è stata effettuata nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato (PIV 1.7.3), cioè non è stata in alcun modo influenzata da fattori riferibili a specifici soggetti.

1.1.8. La configurazione di valore adottata

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata rivolta alla ricerca del **valore economico di smobilizzo** dei complessi aziendali, in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento rappresentate dall'attuale assoggettamento a procedura di liquidazione giudiziale (PIV 1.6.7). La configurazione di valore adottata non include i costi di negoziazione (imposte, tasse, mediazioni, ecc. - PIV 1.12.1).

1.1.9. La valuta funzionale

La stima è stata espressa nella valuta funzionale dell'entità economica da valutare, ovvero l'euro (PIV III.1.20).

1.1.10. Modalità di espressione del valore finale

La valutazione finale verrà espressa, nel Capitolo 5, attraverso un **valore unico** per ciascuno dei punti vendita, che trova il proprio fondamento nei risultati ottenuti attraverso la metodica ed i criteri adottati ed illustrati nel Capitolo 4.

1.1.11. Data della relazione

La presente relazione è stata completata e firmata in data 22/09/2026.

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

1.2. ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO

1.2.1. Identità dell'esperto

Il presente incarico è stato personalmente svolto dalla Dott.ssa Giulia Tommasi con Studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord km 367 snc, C.F.

1.2.2. Attestazione di competenza professionale

La sottoscritta dichiara di essere iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Lucca – sezione A, al nr 842/A, ed iscritta al Registro dei Revisori Legali al numero 189234, ai sensi del D.Lgs. 27/1/10 n. 39, con Decreto Ministeriale del 02/12/2024 in G.U. n. 99 del 13/12/2024, nonché all'Albo dei Consulenti tecnici del Giudice del Tribunale di Lucca e, tenuto conto dell'oggetto e delle finalità della stima, di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico (PIV II.2.5 e PIV IV.7.1).

1.2.3. Attestazione di indipendenza

La sottoscritta dichiara (PIV II.1.4):

- di non essere legata al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- che l'impegno assunto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che, come indicato nell'istanza di nomina, il compenso per il completamento dell'incarico sarà concordato con il curatore in misura correlata al valore di aggiudicazione che risulterà dalla successiva procedura competitiva, fatto comunque salvo il provvedimento di liquidazione del Giudice Delegato secondo i parametri di legge; tale modalità di determinazione del compenso, stabilita dagli organi della procedura secondo la prassi consueta nelle procedure concorsuali, non ha in alcun modo condizionato lo sviluppo tecnico della presente valutazione né la presentazione dei valori esposti, che restano fondati esclusivamente sui parametri oggettivi e sulle metodologie illustrate nel prosieguo, indipendentemente dall'esito della successiva procedura di vendita;
- di operare, pertanto, in qualità di esperta indipendente.

1.2.4. Dichiarazione di presenza di potenziali conflitti

La sottoscritta dichiara che non sussistono potenziali conflitti diretti ovvero indiretti che possano essere di ostacolo allo svolgimento dell'incarico.

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

1.2.5. Attestazioni di adesione ai PIV

La sottoscritta dichiara che la presente relazione è stata redatta secondo criteri conformi ai Principi Italiani di Valutazione, cui la sottoscritta attesta piena adesione, avuto altresì riguardo, al fine di esprimere in maniera compiuta ed informata il proprio giudizio professionale, alle linee guida ed ispiratrici della dottrina aziendalistica in materia, con riferimento in particolare alla seguente bibliografia:

- Guatri L., Bini M.: *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005 (e edizioni successive);
- Guatri L.: *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998;
- Balducci D.: *La valutazione dell'azienda*, Aedi Edizioni, Milano, 2019;
- Balducci D.: *Valutazione delle Aziende in crisi*, Aedi Edizioni, Milano, 2021;
- Balducci D.: *Metodo del reddito residuo -- Un nuovo metodo misto per valutare l'azienda*, Aedi Edizioni, Milano, 2022;
- Pozzoli M.: *Valutazione d'azienda*, Wolters Kluwer Italia, 2016;
- Gonnella E.: *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand alone*, Pisa University Press, 2013;
- Fusa E., Guatri G.: *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999;
- Billone M., Cecchetto A., Guatri F.: *La considerazione del size premium nella valutazione delle imprese di minori dimensioni*, Il Commercialista Veneto, giugno 2024;
- Organismo Italiano di Valutazione (OIV): tavola rotonda "Un approccio pragmatico alla valutazione delle PMI partendo dai PIV", in *La valutazione delle Aziende*, dicembre 2019;
- Pratt S. P., Grabowski R. J.: *Cost of Capital: Applications and Examples*, Wiley, ultima edizione disponibile;
- Lacchini M., Trequattrini R.: "Sulla individuazione di un canone congruo in ipotesi di affitto di azienda", Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale, 1998;
- OIV -- Organismo Italiano di Valutazione: *Principi Italiani di Valutazione 2017*, consultabile sul sito internet www.fondazioneoiv.it.

1.2.6. Attestazione di espressione di giudizio informato

La sottoscritta dichiara di essere riuscita a percorrere l'intero processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato di valore e che le informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione (PIV 1.3.1).

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

1.3. SPECIALISTI AUSILIARI

Per la stima del valore dei complessi aziendali, la sottoscritta non si è avvalsa della collaborazione di specialisti ausiliari, potendo fare riferimento, per quanto riguarda la stima dei beni mobili compresi nel perimetro aziendale di ciascun punto vendita, alla relativa perizia di stima redatta in sede di inventario dall'IVG di Lucca.

1.4. CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1. Natura e fonti delle informazioni utilizzate

La base informativa utilizzata risulta ragionevolmente obiettiva e completa, in quanto basata sui dati contabili analitici della società (2021-2025), riclassificati per singolo punto vendita a valore aggiunto, messi a disposizione dal curatore. La sottoscritta ha operato con la dovuta oggettività nella raccolta e nell'elaborazione degli elementi informativi, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali.

Pur senza effettuare alcuna attività di audit contabile né di due diligence, la documentazione è stata analizzata con il necessario spirito critico (*professional skepticism*, PIV I.5.1), verificando la coerenza reciproca tra i diversi input valutativi ed effettuando infine un controllo di ricalcolo delle formule utilizzate nel modello di stima.

Ulteriori informazioni di natura pubblica ed esterna sono state raccolte direttamente dalla sottoscritta, in particolare quelle riguardanti il contesto economico, il settore ed il mercato finanziario. Le fonti di tali informazioni sono citate e documentate nel corso della relazione.

1.4.2. Limitazioni alla base informativa

Non è stata effettuata alcuna attività di due diligence né di audit sui dati contabili ricevuti.

Non esistono piani previsionali prospettici formalizzati dalla direzione aziendale: la stima della componente reddituale prospettica è stata pertanto ancorata alla media storica normalizzata dei risultati 2021-2025, con esclusione delle componenti straordinarie rappresentate dall'esercizio 2023, e capitalizzata per un orizzonte limitato di 3 anni, secondo un approccio prudenziale coerente con il contesto liquidatorio.

In merito alla individuazione e quantificazione delle eventuali passività potenziali si rappresenta che le stesse, nell'ottica della presente valutazione, sono considerate estranee al perimetro di stima, rimanendo di esclusiva pertinenza della procedura concorsuale.

1.5. IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati nell'ambito delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

- la valutazione ha tenuto conto dei dati economici riportati nelle situazioni contabili relative agli esercizi dal 2021 al 2025, fornite dalla procedura in formato elettronico ed analiticamente riclassificate per punto vendita;
- non sono stati esaminati piani previsionali in quanto non disponibili;
- il perimetro della valutazione ha riguardato i nove punti vendita di cui al par. 1.1.1, con i costi delle strutture di amministrazione centrale ribaltati per competenza sui singoli punti vendita nel conto economico riclassificato;
- nel perimetro di valutazione sono compresi unicamente gli elementi patrimoniali attivi, essendo gli elementi patrimoniali passivi destinati ad essere soddisfatti in concorso tra loro nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale;
- sono pertanto oggetto di valutazione, oltre alle grandezze intangibili riconducibili all'avviamento (per i soli punti vendita a redditività positiva), esclusivamente le immobilizzazioni materiali strumentali (arredi e attrezzature), come stimate dal perito della procedura (IVG di Lucca);
- la valutazione, nel presupposto del *going concern* ipotetico, è comunque redatta nell'ottica di una liquidazione in una procedura concorsuale, quindi con adozione di criteri prudenziali (tra cui il tasso di attualizzazione maggiorato per il premio per il rischio);
- il valore finale di cui al Capitolo 5 incorpora, per i punti vendita a redditività positiva, un premio di rischio specifico per le dimensioni ridotte (6,00%) ed un premio di rischio per la dipendenza dal fornitore unico "Prink" (4,00%) sul tasso di attualizzazione, nonché uno sconto di smobilizzo (30%) sul valore risultante dal metodo misto, tutti motivati al paragrafo 4.2.6; tali correttivi, pur ancorati a criteri riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi valutativa (*size premium* e *discount for lack of marketability*; valore di smobilizzo PIV I.6.7), comportano un margine di discrezionalità professionale nella loro esatta quantificazione, che la sottoscritta ha esercitato in senso prudenziale in ragione del contesto di liquidazione giudiziale e delle dimensioni particolarmente contenute di ciascun punto vendita;
- la valutazione è formulata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi futuri di natura straordinaria, inattesa e non prevedibile.

Richiami di informativa

Si ricordano le limitazioni alla base informativa, già elencate al paragrafo 1.4.2.

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1. COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento a dati ed informazioni provenienti da diverse tipologie di analisi condotte dalla sottoscritta:

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

- analisi storica dei risultati contabili ed economici dei nove punti vendita, desunti dalle scritture contabili analitiche di Marfio per gli esercizi 2021-2025, poi riclassificati dalla scrivente secondo il modello di conto economico a valore aggiunto;
- analisi dei mercati finanziari, con riferimento a rendimenti dei titoli di Stato, tassi risk-free e premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium) e coefficienti Beta di settore;
- analisi della situazione del franchisor "Prink" e del relativo rischio di filiera, come meglio illustrato al par. 3.1.1.

2.1.1. Dati

La base informativa esaminata dalla sottoscritta è indicata nell'elenco seguente, precisando che la documentazione è stata fornita dalla procedura di liquidazione giudiziale, e tale origine deve sempre intendersi se non è indicata una diversa fonte.

- istanza di nomina della sottoscritta n. 002 del 20/07/2026 e relativo provvedimento di autorizzazione del Giudice Delegato, reso in pari data (**allegato n. 2 - Istanza di nomina e provvedimento del Giudice Delegato**);
- contratto di affitto di azienda tra Marfio S.r.l. (società affittante) e (società affittuaria) del 08/07/2026, autenticato dal Notaio Dott. Gabriele Burlarelli, avente ad oggetto gli otto punti vendita indicati al par. 1.1.3 (**allegato n. 3 - contratto di affitto di azienda**);
- bilanci di esercizio relativi alle annualità dal 2021 al 2025 e conti economici per il medesimo periodo riclassificati per singolo punto vendita (**allegato n. 5 - situazioni contabili di periodo e conti economici per punto vendita**);
- inventario con relativa stima dei beni mobili redatto nell'ambito della procedura dal perito IVG di Lucca (**allegato n. 6 - perizia di stima beni mobili**);
- sentenza di apertura della liquidazione giudiziale n. 95/2026 del 16/07/2026;
- copia delle licenze per l'esercizio;
- visura camerale storica della Società (**allegato n. 1 – visura storica**).

Le informazioni relative ai parametri di mercato utilizzati per la determinazione del tasso di attualizzazione (rendimento dei BTP a 5 anni, Equity Risk Premium, coefficienti Beta di settore "Retail - special lines", tasso di inflazione) sono state raccolte dalla sottoscritta attraverso le seguenti fonti pubbliche:

- Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro: esito asta BTP a 5 anni del 31/08/2026, rendimento pari al 3,44%, e pubblicazione del tasso di inflazione programmata;
- A. Damodaran (NYU Stern), banca dati Country Risk Premium e Industry Betas, aggiornamento più recente disponibile, per il settore "*Retail (Special Lines)*"

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

(coefficiente Beta *unlevered* pari a 0,95) e per l'Equity Risk Premium per l'Italia (Rm-Rf pari a 9,15%);

- sito istituzionale della catena "Prink", per elementi di posizionamento competitivo della rete nel mercato dei consumabili di stampa.

2.1.2. Ipotesi

Come indicato, non sono disponibili piani previsionali predisposti dalla direzione aziendale. La valutazione è finalizzata a determinare il valore economico di mercato dei punti vendita oggetto di esame, nell'ottica della successiva vendita competitiva.

Cinque dei nove punti vendita presentano serie storiche di risultati operativi (EBITDA ed EBIT) normalizzati positivi e ricorrenti, tali da consentire una stima reddituale, sia pure condotta con gli opportuni correttivi prudenziali propri del contesto liquidatorio. I punti vendita di Porcari, Follonica, Calenzano e Massa presentano, viceversa, un risultato normalizzato negativo, situazione che, come meglio illustrato al par. 4.1.2, ha imposto l'adozione del solo criterio patrimoniale semplice per tali quattro punti vendita, non essendo dimostrata alcuna capacità dei relativi rami di produrre un sovrareddito suscettibile di autonoma capitalizzazione.

2.1.3. Peso assegnato ai vari tipi di informazioni

Ai fini della valutazione è stato attribuito peso prevalente ai dati storici del quinquennio 2021-2025, normalizzati con esclusione dell'esercizio 2023 (che rappresenta un dato erratico), in assenza di piani previsionali (PIV 1.5.5).

3. L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1. LA SOCIETÀ DA VALUTARE

3.1.1. Marfio S.r.l. e la rete Prink

Marfio S.r.l. (P.IVA e C.F. 02335650467), costituita in data 11/11/2013 ed attualmente in liquidazione giudiziale (sentenza del Tribunale di Lucca n. 95/2026 del 16/07/2026), gestiva alla data di apertura della procedura nove punti vendita affiliati alla catena in franchising "Prink", specializzata nella vendita al dettaglio di consumabili per stampanti (toner, cartucce e materiali di consumo per la stampa), oltre a servizi di piccola manutenzione di telefonia mobile.

Il presente incarico ha ad oggetto la stima dei nove punti vendita tuttora di proprietà di Marfio, ciascuno costituente un ramo d'azienda dotato di autonoma organizzazione e capacità reddituale, come risultante dai conti economici riclassificati per punto vendita.

Otto dei nove punti vendita (Grosseto, Siena, Firenze via Orsini, Empoli, Cecina, Porcari, Follonica e Calenzano) risultano, alla data della presente relazione, concessi in affitto alla

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

società . con contratto del 08/07/2026, di durata sino al 30/12/2032. Il contratto prevede un canone annuo di € 36.000,00 oltre IVA (€ 3.000,00 mensili), corrisposto da a Marfio; i canoni di locazione degli immobili ove sono ubicati i punti vendita restano invece regolati autonomamente e corrisposti direttamente da ai rispettivi proprietari-locatori. Il contratto prevede altresì il trasferimento di dieci dipendenti già in forza a Marfio, nonché l'assunzione a tempo determinato di ulteriori tre addetti alle vendite, con successiva trasformazione a tempo indeterminato, e l'acquisto del magazzino esistente da parte dell'affittuaria ad un prezzo pari al 40% del valore di acquisto risultante dal gestionale. Il punto vendita di Massa, come già rilevato, non rientra nel perimetro di tale contratto ed è oggetto di autonomo contratto di affitto/comodato stipulato in data 15/01/2024 con altro soggetto.

Quanto al franchisor, si rammenta che le società titolari del marchio e della rete di affiliazione "Prink" avevano attraversato, tra il 2024 ed il 2025, una fase di crisi conclusasi con l'apertura di una procedura di liquidazione giudiziale. Si dà tuttavia atto che, successivamente a tale fase, il complesso aziendale del Gruppo Prink risulta essere stato ceduto a terzi nell'ambito della procedura competitiva ivi svoltasi, con la conseguenza che, alla data della presente relazione, le società della rete "Prink" non risultano più assoggettate ad alcuna procedura concorsuale, avendo la cessione consentito la prosecuzione dell'attività del franchisor in capo al nuovo assetto proprietario.

Il venir meno dello stato di crisi giudizialmente accertato in capo al franchisor contempera, quindi, il rischio di soluzione di continuità del marchio e della rete conseguente ad una liquidazione giudiziale in atto. Permane tuttavia, quale fattore di rischio specifico e strutturale, la **dipendenza economica ed operativa di ciascun punto vendita dal fornitore unico "Prink"**: la centrale acquisti, il format commerciale, il marchio, i listini e le condizioni di rifornimento fanno infatti capo ad un unico soggetto della filiera, del quale l'affiliato non può influenzare le politiche commerciali, i prezzi di acquisto, le eventuali modifiche del contratto di affiliazione o, in ipotesi estrema, la cessazione del rapporto. Si tratta di un rischio tipico delle strutture in franchising legate ad un unico fornitore/affiliante, che deve essere tenuto in considerazione, come meglio illustrato al par. 4.2.6, nella determinazione del premio di rischio specifico applicato al tasso di attualizzazione.

3.1.2. Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento

La società, in considerazione della situazione contingente di procedura concorsuale, non ha al momento strategie di sviluppo.

Il mercato dei consumabili di stampa presenta da tempo un andamento stabile, sostenuto dal fatto che, nonostante il processo di digitalizzazione, privati e imprese continuano ad avere necessità ricorrenti di stampa; in tale contesto, l'insegna "Prink", in ragione della propria specializzazione, ha storicamente conseguito tassi di sviluppo superiori a quelli medi di mercato. Resta un fattore di rischio strutturale rappresentato dalla pressione competitiva dei rivenditori online specializzati, i quali, non dovendo sostenere i costi fissi propri di un punto vendita fisico (canoni di locazione, personale, utenze), sono in grado di praticare condizioni

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

di prezzo più aggressive, sottraendo progressivamente quote di mercato alla rete fisica tradizionale.

SWOT Analysis

Punti di Forza	Punti di Debolezza
• Insegna e format riconosciuti della rete "Prink", con centrale acquisti e riconoscibilità commerciale presso la clientela locale; • Ricavi da consumabili di stampa con domanda ricorrente; • Rete diffusa su nove punti vendita in Toscana, con conseguente diversificazione geografica del rischio commerciale; • Redditività operativa storica normalizzata positiva e ricorrente per cinque dei nove punti vendita (2021-2025, esclusa componente straordinaria 2023).	• Margini operativi (EBIT) contenuti una volta considerati ammortamenti e carico fiscale teorico, specie per i punti vendita di minori dimensioni (Calenzano, Follonica, Porcari); • Patrimonio strumentale netto rettificato modesto (K = € 600,00 per punto vendita), con conseguente limitata componente patrimoniale del valore economico; • Dipendenza strutturale dalla centrale acquisti, dal format e dal supporto di rete del fornitore unico, elemento non sostituibile o difficilmente sostituibile in autonomia dal singolo affiliato; • Quattro punti vendita su nove (Porcari, Follonica, Calenzano e Massa) presentano un risultato normalizzato negativo, privo di dimostrata capacità reddituale; • Assenza di piani previsionali pluriennali formalizzati dalla direzione aziendale.
Opportunità	**Minacce**
• Domanda tendenzialmente stabile e ricorrente per i consumabili di stampa, meno esposta a cicli economici avversi rispetto ad altri comparti del retail; • Superamento della fase di crisi del franchisor "Prink", oggi ceduto a terzi e non più assoggettato a procedura concorsuale, con conseguente maggiore stabilità prospettica del marchio e della rete; • Prezzo di acquisizione scontato rispetto ad un ordinario contesto di mercato, in ragione del contesto di liquidazione giudiziale, potenzialmente favorevole per un acquirente industriale del settore.	• Persistenza di un rischio di dipendenza da fornitore/affiliante unico ("Prink"), che condiziona condizioni di rifornimento, listini e continuità del format commerciale; • Crescente pressione competitiva dei rivenditori online di consumabili di stampa, non gravati dai costi fissi di un punto vendita fisico; • Contesto macroeconomico interessato da un incremento dei costi energetici, con possibile pressione sui margini operativi; • Contesto di liquidazione giudiziale, che impone tempi di vendita contratti e un bacino di potenziali acquirenti più ristretto rispetto ad un libero mercato, aggravato dalla necessità di collocare separatamente nove distinti complessi aziendali di dimensioni contenute.

3.2. I DATI PATRIMONIALI ED ECONOMICI

3.2.1. Composizione della struttura patrimoniale

Il perimetro patrimoniale oggetto di stima è costituito dalle immobilizzazioni materiali nette (arredi, attrezzature e dotazioni strumentali) di pertinenza di ciascun punto vendita, oggetto di stima particolare da parte del perito della procedura (IVG di Lucca), il cui processo valutativo appare immune da vizi logici, e che ha determinato un valore corrente pari ad **€ 600,00 per ciascun punto vendita** (**allegato n. 6 - perizia di stima beni mobili**).

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Sono esclusi dalla valutazione gli elementi patrimoniali attivi rappresentati dai crediti e dal numerario, così come gli elementi passivi, che non saranno oggetto di successiva cessione d'azienda, restando di esclusiva pertinenza della procedura. Il complesso aziendale oggetto di valutazione comprende quindi unicamente i beni mobili strumentali rappresentati da arredi ed attrezzature, oltre - per i soli punti vendita a redditività positiva - alla componente immateriale di avviamento, come meglio illustrato al Capitolo 4.

3.2.2. Analisi dei dati reddituali per punto vendita

Il conto economico riclassificato a valore aggiunto, predisposto dalla sottoscritta sulla base dei conti economici analitici e per punto vendita di Marfio per gli esercizi 2021-2025, evidenzia per i nove punti vendita in oggetto i risultati di sintesi (EBITDA ed EBIT) riportati nella tabella seguente. Il dettaglio analitico dei conti economici per singolo punto vendita è conservato tra le carte di lavoro a supporto della presente perizia ed acquisito quale allegato n. 7 (**allegato n. 7 – riclassificazione dei conti economici per punto vendita**).

Si precisa che la colonna "Normalizzato" rappresenta il risultato medio del periodo, ottenuto escludendo l'esercizio 2023 - interessato da componenti straordinarie e non ricorrenti che ne alterano la rappresentatività - e depurando ulteriormente il risultato da poste di carattere straordinario o non pertinente (sopravvenienze, imposte e sanzioni indeducibili, svalutazioni non ricorrenti, ecc.), secondo il processo di normalizzazione descritto al par. 4.2.4.

EBITDA per punto vendita (€)

Punto vendita	2021	2022	2023	2024	2025	EBITDA norm.
GROSSETO	54.266	46.856	-5.803	14.125	32.350	37.486
SIENA	30.249	25.551	-1.800	35.030	28.457	32.901
FIRENZE (Via Orsini)	28.006	19.557	-16.400	16.838	-781	21.519
EMPOLI	30.859	19.832	-14.183	0	10.602	19.410
CECINA	13.822	11.997	-21.889	-409	304	9.162
PORCARI	-5.394	-10.548	-29.868	-5.066	-21.999	-6.487
FOLLONICA	-4.153	-1.794	-43.766	-12.825	-15.875	-5.416
CALENZANO (contabilmente «Sesto»)	10.403	14.756	-44.614	-45.305	-35.415	-9.723
MASSA	-13.138	-17.179	-40.650	-22.815	167	-18.283

EBIT e reddito normalizzato netto imposte per punto vendita (€)

Il reddito netto è posto pari all'EBIT al netto delle imposte (24% per IRES e 3,9% per IRAP)

Punto vendita	2021	2022	2023	2024	2025	EBIT norm.	R netto imp.
GROSSETO	45.409	42.183	-82.232	7.495	26.044	33.388	25.000
SIENA	23.972	22.253	-48.885	31.320	24.946	30.473	22.000
FIRENZE (Via Orsini)	17.849	14.071	-82.315	-8.821	-26.343	20.651	15.000
EMPOLI	22.718	15.629	-61.788	-5.348	5.414	15.946	12.000
CECINA	6.171	8.039	-67.748	-10.151	-9.050	2.872	3.000

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Punto vendita	2021	2022	2023	2024	2025	EBIT norm.	R netto imp.
PORCARI	-7.273	-11.718	-56.571	-7.321	-24.192	-7.850	-5.000
FOLLONICA	-8.094	-3.862	-78.681	-17.652	-20.436	-8.531	-6.000
CALENZANO (contabilmente "Sesto")	4.621	11.673	-97.434	-48.373	-37.691	-11.567	-8.000
MASSA	-16.259	-19.179	-73.454	-31.336	-8.347	-19.586	-14.000

Il reddito medio normalizzato (R), quale reddito di riferimento del metodo misto, è stato individuato dalla scrivente nell'EBIT normalizzato, al netto del carico fiscale teorico (aliquota combinata IRES 24% ed IRAP 3,90%), senza tener conto della gestione finanziaria, essendo l'operazione di trasferimento ipotizzata su base *non levered* (acquisto senza indebitamento residuo in capo all'acquirente).

Dall'esame della tabella emerge come cinque punti vendita (Grosseto, Siena, Firenze-Orsini, Empoli e Cecina) presentino un reddito normalizzato netto positivo, mentre i punti vendita di Porcari, Follonica, Calenzano e Massa presentino un risultato normalizzato negativo. Tale circostanza - come meglio illustrato al par. 4.1.2 - osta alla dimostrazione di una capacità di tali rami di produrre un sovrareddito suscettibile di autonoma capitalizzazione, imponendo l'adozione del solo criterio patrimoniale semplice per tali quattro punti vendita.

4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

4.1. SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIÙ APPROPRIATI

4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare, esistono tre **metodiche** (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1), aggiungendo al valore di natura patrimoniale una componente immateriale, cioè il valore attuale degli extra redditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1). Tale metodica viene applicata attraverso il **criterio comparativo**.

Tra i criteri riconducibili alla metodica dei flussi di risultato attesi ed a quella del costo, rileva in particolare il criterio di **creazione del valore**, riconducibile a metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale (PIV III.1.35). Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

prospettiva reddituale con quella patrimonialistica. Il metodo UEC (*Union des Experts Comptables*), qui adottato per i punti vendita a redditività positiva, mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali che generano un sovrareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore.

Quando, viceversa, la serie storica dei risultati non dimostra l'esistenza di alcun sovrareddito - ma, anzi, una costante e ricorrente carenza reddituale - la dottrina e la prassi valutativa concordano nel ritenere non corretto attribuire un valore di avviamento positivo, dovendosi in tal caso fare applicazione del solo **criterio patrimoniale semplice**, che esprime il valore dell'azienda unicamente in funzione del patrimonio netto rettificato a valori correnti, senza alcuna componente reddituale aggiuntiva (PIV III.1.28).

La prassi include anche metodi empirici, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato, avendo valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni (E. Fusa - G. Guatri, *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999).

È necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, così come la combinazione di procedimenti contraddittori (PIV III.1.16); è invece corretto adottare criteri differenziati quando, come nel caso di specie, le caratteristiche reddituali delle singole unità di valutazione (i punti vendita) sono oggettivamente eterogenee tra loro.

4.1.2. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

Tenuto conto delle caratteristiche dei nove punti vendita oggetto di stima - patrimonio strumentale contenuto, capacità reddituale storica differenziata da punto vendita a punto vendita, assenza di piani previsionali, contesto liquidatorio che impone prudenza nelle assunzioni prospettiche - la scrivente ha ritenuto appropriato adottare un **doppio criterio estimativo**, in funzione della capacità reddituale normalizzata dimostrata da ciascun punto vendita nel quinquennio 2021-2025:

- **criterio misto patrimoniale-reddituale**, con stima autonoma dell'avviamento a capitalizzazione limitata del sovrareddito, per i punti vendita che presentano un reddito medio normalizzato (R) positivo, ossia Grosseto, Siena, Firenze (via Orsini), Empoli e Cecina;
- **criterio patrimoniale semplice**, per i punti vendita di Porcari, Follonica, Calenzano e Massa, il cui risultato normalizzato è negativo, a conferma di una carenza reddituale strutturale e non episodica. In assenza di qualsivoglia dimostrata capacità di tali rami di generare un sovrareddito, l'attribuzione di un valore di avviamento positivo sarebbe priva di fondamento tecnico ed in contrasto con l'oggettività a cui deve essere improntato il giudizio di stima (PIV 1.5.1); il valore economico di tali punti vendita è pertanto individuato nel solo patrimonio netto rettificato a valori correnti (K), determinato secondo le medesime modalità di cui al par. 3.2.1, senza applicazione di alcun sovrareddito né di sconti o premi aggiuntivi, trattandosi di grandezza già espressiva di un valore di sostituzione corrente e non di una capitalizzazione di flussi

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

futuri incerti. Si segnala, per completezza, che per i tre punti vendita di Porcari, Follonica e Calenzano l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale, pur con reddito medio normalizzato negativo, condurrebbe comunque ad un risultato negativo (c.d. *badwill*), circostanza che conferma la correttezza dell'esclusione di qualsivoglia componente di avviamento e dell'adozione del solo criterio patrimoniale semplice anche per tali tre punti vendita.

4.1.3. Coerenza della scelta effettuata

La scelta dei due criteri risulta coerente con la finalità della stima (successiva vendita competitiva), con il presupposto di valutazione (*going concern* ipotetico in contesto liquidatorio) e con la base informativa disponibile (serie storiche affidabili ma assenza di piani previsionali), consentendo di rappresentare l'eterogeneità reddituale dimostrata dai singoli punti vendita.

4.1.4. Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa già illustrate al paragrafo 1.4.2;
- i rischi legati al presupposto di valutazione già illustrati al paragrafo 1.1.4;
- l'elevato livello di concorrenzialità del settore, parzialmente contemperato dalla presenza di barriere all'entrata per il contingentamento delle licenze;
- la ridotta dimensione di ciascun punto vendita;
- il rischio di dipendenza dal fornitore/affiliante unico "Prink", illustrato al par. 3.1.1;
- il rischio di una ripresa del fenomeno inflazionistico con conseguente contrazione dei consumi;
- il mancato esame di piani previsionali redatti dalla società.

I principali fattori di rischio specifico considerati nella determinazione del tasso di attualizzazione sono rappresentati dal rischio Paese (Italia), dal rischio di settore ("*Retail - special lines*", misurato dai coefficienti Beta), dal rischio dimensionale proprio di complessi aziendali di piccolissime dimensioni, dal rischio di dipendenza dal fornitore unico "Prink", nonché dal rischio di illiquidità proprio del contesto concorsuale, quest'ultimo tenuto in considerazione sia attraverso la scelta di un orizzonte di capitalizzazione limitato (3 anni anziché illimitato), sia attraverso lo sconto di smobilizzo di cui al paragrafo 4.2.6.

4.2. LO SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA

4.2.1. Il metodo misto patrimoniale-reddituale: profili teorici

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Per i punti vendita a redditività normalizzata positiva, la scrivente ha optato per il metodo **misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento**.

Si tratta di un metodo *Equity side*, che conduce direttamente alla determinazione del valore economico dell'azienda come sintesi tra il metodo patrimoniale e quello reddituale. Tale approccio sostiene che, nella determinazione del valore economico, occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti, integrando la valutazione patrimoniale con la capacità reddituale prospettica, in modo da tenere conto anche dell'avviamento aziendale.

La formula con cui si identifica il metodo di valutazione misto patrimoniale-reddituale è:

$$W = K + (R - K \cdot i)\ a\ n\neg i'$$

dove:

- K = patrimonio netto rettificato;
- R = reddito medio normale atteso;
- n = numero definito e limitato di anni di durata del sovrareddito;
- i = tasso di rendimento normale, privo di rischio, netto d'imposta e al netto dell'inflazione attesa (rendimento "normale" del capitale investito K);
- i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito, comprensivo del premio per il rischio specifico (determinato secondo il modello CAPM);
- K · i = reddito normale prodotto da un'azienda operante in quel settore, che abbia investito un capitale pari a K.

Il termine (R - K·i) rappresenta il c.d. "sovrareddito", ossia la quota di reddito atteso eccedente il rendimento normale del capitale investito K, sovrareddito che viene attualizzato per un orizzonte limitato, in ragione della prudenza richiesta dal contesto di liquidazione giudiziale e dall'assenza di piani previsionali pluriennali.

4.2.2. Il metodo patrimoniale semplice: profili teorici

Per il punto vendita di Massa, Calenzano, Porcari e Follonica in ragione della carenza reddituale strutturale illustrata al par. 4.1.2, si è fatto applicazione del **criterio patrimoniale semplice** (PIV III.1.28), secondo cui il valore dell'azienda coincide con il valore corrente del patrimonio netto rettificato:

$$W = K$$

Il metodo patrimoniale semplice esprime il valore di sostituzione dei beni strumentali organizzati in azienda, senza attribuzione di alcuna componente reddituale di avviamento, coerentemente con l'assenza di qualsivoglia dimostrata capacità del ramo di generare un sovrareddito rispetto alla normale remunerazione del capitale investito. Si tratta del criterio maggiormente prudenziale tra quelli riconosciuti dalla dottrina (Guatri L., *Trattato sulla*

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

valutazione delle aziende, Egea, 1998) per le situazioni di carenza di redditività, ed è quello che meglio si presta a rappresentare, senza forzature, il valore economico di un ramo che, pur dotato di un'organizzazione aziendale minima, non ha mai dimostrato, nel periodo osservato, la capacità di remunerare il capitale investito.

4.2.3. Ricostruzione del patrimonio netto rettificato (K)

Il primo passo per l'espressione del valore aziendale, tanto con il metodo misto quanto con il metodo patrimoniale semplice, è la **valutazione del patrimonio netto rettificato** alla data di riferimento, in particolare mediante la riespressione a valori correnti delle poste attive (si tratta delle sole poste attive in quanto quelle passive rimangono estranee al perimetro di valutazione per le ragioni di cui al par. 1.5).

Gli unici elementi patrimoniali attivi ricompresi nel perimetro aziendale di ciascun punto vendita sono i beni mobili strumentali (arredi ed attrezzature) di cui all'inventario con valorizzazione redatto dal curatore con l'ausilio del perito incaricato, IVG di Lucca (**allegato n. 6 – perizia di stima beni mobili**), il cui processo valutativo è stato verificato dalla scrivente e le cui conclusioni in merito al valore corrente dei beni sono pienamente condivisibili.

L'IVG di Lucca ha determinato, **per ciascun punto vendita**, un valore corrente dei beni mobili strumentali pari a **€ 600,00**, sulla base del criterio del costo di sostituzione, ovverosia il costo che si dovrebbe sostenere per dotare l'azienda di beni analoghi a quelli posseduti nello stato di conservazione e nelle condizioni operative in cui si trovano.

Conseguentemente, **il valore "K" del patrimonio netto rettificato è pari a € 600,00 per ciascuno dei nove punti vendita oggetto della presente valutazione.**

4.2.4. La normalizzazione dei risultati economici: determinazione del reddito R

In assenza della disponibilità di Business plan e Piani previsionali, ed atteso che cinque dei nove punti vendita godevano, negli anni antecedenti la procedura concorsuale, di capacità reddituale normalizzata positiva, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato secondo il seguente processo:

- *primo step*: ripartizione su ciascun punto vendita dei dati economici del centro di amministrazione centrale, riferito all'intero complesso aziendale, in proporzione al Valore della Produzione generato dal singolo punto vendita in ciascun esercizio;
- *secondo step*: normalizzazione (calcolando il risultato del periodo con esclusione della componente erratica relativa al 2023 ed eliminando le poste di carattere straordinario quali sopravvenienze passive, imposte e tasse indeducibili, sanzioni ed ammende, costi indeducibili, ecc.) del risultato economico di ciascun punto vendita;
- *terzo step*: determinazione dell'EBIT con una riclassificazione del conto economico a valore aggiunto, al netto del carico fiscale teorico (IRES 24% ed IRAP 3,90%).

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

All'esito di tale processo, il fattore "R" (reddito normalizzato sostenibile di lungo periodo) per ciascun punto vendita a redditività positiva è quello indicato nella tabella di cui al par. 3.2.2, cui si rinvia.

4.2.5. La determinazione dei tassi di valutazione (i) ed (i')

Coerentemente con quanto indicato dai PIV al punto I.20.2, è stato scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato.

Il **tasso i** (rendimento normale, privo di rischio) è stato determinato a partire dal rendimento dei BTP a 5 anni rilevato all'asta del 31/08/2026 (3,44%), al netto della ritenuta fiscale del 12,5% e deflazionato per il tasso di inflazione attesa (1,6%), secondo la formula di Fisher:

$$i = [(1 + rf \cdot (1 - t)) / (1 + \pi)] - 1$$

Da cui **i = 1,39%**.

Il **tasso i'** è stato determinato secondo il modello **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**:

$$i' = i + \beta \cdot (Rm - Rf) + \text{premio di rischio dimensionale} + \text{premio di rischio di dipendenza dal fornitore unico}$$

dove il premio per il rischio di mercato (Rm - Rf) è stato assunto pari al 9,15% per l'Italia (fonte Damodaran). Quanto al coefficiente Beta di settore "*Retail (special lines)*", la presente stima adotta esclusivamente il **Beta unlevered** (0,95), che esprime la sola rischiosità operativa del settore, depurata dall'effetto della leva finanziaria. Tale scelta è coerente con l'ipotesi di cessione senza indebitamento assunta a base della valutazione, in base alla quale l'acquirente rileva il ramo d'azienda in assenza di debito residuo (il *Beta levered*, che incorporerebbe il rischio finanziario di una struttura del capitale indebitata non pertinente alla fattispecie, non è stato conseguentemente utilizzato).

4.2.6. Correttivi: premio di rischio specifico e sconto di smobilizzo

Al tasso i' determinato con il modello CAPM sono stati applicati due distinti correttivi, motivati come segue.

a) Premio di rischio per le dimensioni ridotte (size/illiquidity premium): 5,00%

La dottrina e la prassi valutativa riconoscono da tempo l'esistenza di un c.d. "effetto size", ossia di una maggiore rischiosità, sistematicamente osservata su base empirica, propria delle imprese di ridotte dimensioni rispetto a quelle di maggiori dimensioni su cui sono tipicamente calcolati i coefficienti Beta di settore (rilevati su società quotate, di capitalizzazione enormemente superiore a quella di un singolo punto vendita al dettaglio). Tale maggiore rischiosità viene generalmente incorporata nel costo del capitale attraverso un c.d. CAPM modificato (*modified CAPM*), che aggiunge al tasso base uno specifico premio dimensionale (Billone M., Cecchetto A., Guatri F., *La considerazione del size premium nella valutazione delle imprese di minori dimensioni*, Il Commercialista Veneto, 2024; cfr. altresì la tavola rotonda OIV

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

pubblicata in *La valutazione delle Aziende*, dicembre 2019, e Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano, 2005).

Nel caso di specie, la scrivente ha ritenuto di quantificare tale premio nella misura del 9,00%, collocata nella parte alta dell'intervallo riscontrabile nella prassi, in ragione delle dimensioni particolarmente contenute di ciascuno dei nove punti vendita oggetto di stima (Valore della Produzione medio annuo compreso, a seconda del punto vendita, tra circa € 110.000,00 ed € 360.000,00, come risultante dai conti economici riclassificati di cui al par. 3.2.2), ben al di sotto della soglia dimensionale minima delle società, anche a piccola capitalizzazione, su cui sono empiricamente calcolati i tradizionali "size premia" delle banche dati internazionali (studi Ibbotson/Duff & Phelps e la letteratura da questi derivata; Pratt S. P., Grabowski R. J., *Cost of Capital: Applications and Examples*, Wiley), i quali già evidenziano, per i decili di minore capitalizzazione, premi aggiuntivi anche superiori al 5-7% che si sommano al costo del capitale altrimenti determinato con il CAPM base.

b) Premio di rischio per la dipendenza dal fornitore unico "Prink": 4,00%

Come illustrato al par. 3.1.1, il superamento della fase di crisi del franchisor "Prink" (oggi ceduto a terzi e non più assoggettato ad alcuna procedura concorsuale) ha eliminato il rischio di soluzione di continuità del marchio conseguente ad una liquidazione giudiziale in atto in capo al franchisor. Permane tuttavia, e risulta anzi acuito dalle vicende che hanno direttamente interessato Marfio - la cui stessa procedura di liquidazione giudiziale trae origine anche da istanze presentate da soggetti della filiera "Prink" - un rischio specifico, di natura strutturale, correlato alla **dipendenza economica di ciascun punto vendita da un unico fornitore/affiliante**: la centrale acquisti, il format commerciale, il marchio e le condizioni di rifornimento fanno capo ad un unico soggetto della filiera, sul quale il singolo affiliato non esercita alcun potere di influenza e le cui scelte commerciali (politiche di prezzo, condizioni contrattuali, eventuali modifiche unilaterali del contratto di affiliazione) si ripercuotono direttamente sulla capacità reddituale del punto vendita. Si tratta di un rischio di concentrazione della catena di approvvigionamento (*supplier concentration risk*), riconosciuto dalla prassi valutativa quale autonomo fattore di rischio specifico da tenersi distinto dal rischio dimensionale, aggiuntivo rispetto ad esso e non assorbito dal Beta di settore (che esprime la rischiosità sistematica del comparto retail nel suo complesso, e non lo specifico grado di dipendenza contrattuale da un singolo fornitore). La scrivente ha pertanto ritenuto di quantificare tale autonomo premio di rischio specifico nella misura del 4,00%, tenendo conto sia della persistente dipendenza strutturale da un unico fornitore, sia della concreta esperienza da cui la procedura di Marfio ha tratto origine, che ha visto proprio soggetti della filiera "Prink" tra gli istanti della liquidazione giudiziale, a riprova della rilevanza tutt'altro che teorica di tale rischio specifico.

c) Sconto di smobilizzo: 30%

Coerentemente con il presupposto di valutazione illustrato al par. 1.1.4 e con la configurazione di "valore di smobilizzo" prevista dai PIV (I.6.2 e I.6.7) per le stime condotte nell'ambito di una procedura di liquidazione giudiziale, al valore W ottenuto con la formula del metodo misto è stato applicato uno **sconto di smobilizzo del 30%**.

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Tale misura trova fondamento tanto nella dottrina italiana quanto nella prassi valutativa internazionale in tema di sconto per carenza di commerciabilità (*Discount for Lack of Marketability* - DLOM), concetto pienamente assimilabile, nella sostanza economica, allo sconto di smobilizzo qui applicato[1].

Nel caso di specie, la scrivente ha ritenuto di collocare lo sconto nella parte centrale dell'intervallo empiricamente osservato (30%, anziché ai valori minimi del 20-25% talora riscontrabili per contesti di liquidazione ordinaria e non giudiziale), in ragione della concorrenza di più elementi di aggravamento rispetto ad un'ordinaria cessione volontaria:

- il bacino di potenziali acquirenti risulta ulteriormente ristretto dalla necessità di collocare separatamente nove distinti complessi aziendali di dimensioni contenute in localizzazioni distanti tra loro, anziché un unico compendio aziendale unitario, con conseguente frazionamento della domanda potenziale;
- l'esigenza di alienazione in tempi contenuti, propria di una procedura di liquidazione giudiziale, senza il fisiologico periodo di commercializzazione di un libero mercato;
- l'assenza di garanzie tipiche della cessione concorsuale, che avviene normalmente con la formula "visto e piaciuto" o "nello stato di fatto e di diritto in cui si trova", con integrale trasferimento all'acquirente del rischio relativo a vizi, difformità o mancanza di qualità del ramo d'azienda ceduto;
- la posizione di debolezza contrattuale del venditore, obbligato ad alienare per reperire risorse da destinare ai creditori.

Tale sconto è applicato in coda al calcolo, in modo esplicito e distinto dai parametri tecnici del modello:

$$W' = W \times (1 - 30\%)$$

Dall'applicazione della formula sopra riportata, i tassi di valutazione a cui si perviene sono pertanto:

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	β: con β unlevered
Parametro	
tasso di rendimento dei BTP 5 anni asta 31/08/2026	3,44%
ritenuta fiscale	12,50%
tasso di inflazione atteso	1,60%
tasso di interesse reale atteso al netto di ritenuta (A)	1,39%
β settore Retail (special lines)	0,95
Rm-Rf = Market Risk Premium	9,15%

[1] : Gli studi empirici sulle azioni vincolate (*restricted stock studies*) e sulle operazioni pre-IPO, ampiamente richiamati dalla prassi professionale internazionale, documentano intervalli di sconto compresi tipicamente tra il 20% ed il 40%, con punte fino al 50% nei casi di restrizioni più severe o di prospettive reddituali deboli; il medesimo ordine di grandezza è generalmente accettato, in sede di verifica, da prassi consolidate in ambito estimativo. La dottrina italiana giunge a conclusioni sostanzialmente convergenti, evidenziando come il valore di smobilizzo, e a fortiori quello di liquidazione forzata, debba riflettere, oltre alla ristrettezza del bacino di potenziali acquirenti ed ai tempi contratti di vendita, anche l'assenza delle ordinarie garanzie di legge tipiche di una compravendita conclusa in un libero mercato (Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998; Balducci D., *Valutazione delle Aziende in crisi*, Aedi Edizioni, Milano, 2021)

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	β: con β unlevered
maggiorazione percentuale rischio d'impresa β·(Rm-Rf) (B)	8,69%
Premio di rischio specifico dimensionale +5,00% su i' (size/illiquidity premium) (C)	5,00%
Premio di rischio dipendenza fornitore unico Prink (D)	4,00%
Tasso di attualizzazione (i' = rf + β·(Rm-Rf)) corretto (A+B+C+D)	19,08%
Orizzonte di capitalizzazione in anni	3
Sconto di smobilizzo	30%

4.2.7. La scelta dell'orizzonte temporale (n)

Tenuto conto di quanto sopra esposto, nel caso di specie si ritiene corretto individuare un **orizzonte temporale (n)** contenuto e **pari a 3 anni**, quale periodo di attualizzazione dei sovraredditi, per le seguenti ragioni.

In primo luogo, sebbene le condizioni generatrici del sovrareddito abbiano natura sostanzialmente oggettiva - legate all'insegna, al format e alla clientela locale - esse non sono indipendenti dalla stabilità del fornitore unico "Prink" e dalle condizioni di rifornimento e di affiliazione da questo praticate, come illustrato al par. 3.1.1: si tratta di un elemento di discontinuità che non consente di presumere la stabilità del sovrareddito oltre un orizzonte breve.

In secondo luogo, l'assenza di piani previsionali pluriennali formalizzati e l'attuale contesto di volatilità dei costi di approvvigionamento e dei prezzi energetici rendono ancor meno prudente proiettare il sovrareddito su un orizzonte esteso.

Per tali ragioni, si ritiene che un periodo di attualizzazione di 3 anni rappresenti la scelta più aderente al caso di specie, in coerenza con il generale approccio prudenziale richiesto dal contesto di liquidazione giudiziale.

4.2.8. Calcolo dei risultati

Dall'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale, per i punti vendita a redditività positiva, e del metodo patrimoniale semplice per i punti vendita di Porcari, Follonica, Calenzano e Massa, si perviene alla seguente valutazione, sviluppata per ciascun punto vendita nella tabella che segue:

GROSSETO

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "GROSSETO"	β: con β unlevered
Patrimonio netto rettificato (K)	600
Reddito medio normalizzato (R)	25.000
tasso di interesse reale netto (i)	1,39%
β settore	0,95
Rm-Rf	9,15%
Premio di rischio dimensionale (size/illiquidity)	500%

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "GROSSETO"	β: con β unlevered
Premio di rischio dipendenza fornitore Prink	4,00%
Tasso di attualizzazione (i')	19,08%
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)	3
VALORE AZIENDA METODO MISTO W = K + (R - K·i) a ni'	54.012
Sconto di smobilizzo	30%
VALORE FINALE (dopo sconto) W' = W × (1-30%)	37.809

Il valore economico del punto vendita **"GROSSETO"**, dopo l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale e tenuto conto dei premi di rischio specifico e dello sconto di smobilizzo, è pari a € 37.809, arrotondato ad **€ 37.000,00**.

SIENA

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "SIENA"	β: con β unlevered
Patrimonio netto rettificato (K)	600
Reddito medio normalizzato (R)	22.000
tasso di interesse reale netto (i)	1,39%
β settore	0,95
Rm-Rf	9,15%
Premio di rischio dimensionale (size/illiquidity)	5,00%
Premio di rischio dipendenza fornitore Prink	4,00%
Tasso di attualizzazione (i')	19,08%
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)	3
VALORE AZIENDA METODO MISTO W = K + (R - K·i) a ni'	47.601
Sconto di smobilizzo	30%
VALORE FINALE (dopo sconto) W' = W × (1-30%)	32.320

Il valore economico del punto vendita **"SIENA"**, dopo l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale e tenuto conto dei premi di rischio specifico e dello sconto di smobilizzo, è pari a € 32.320, arrotondato ad **€ 32.000,00**.

FIRENZE (Via Orsini)

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "FIRENZE (Via Orsini)"	β: con β unlevered
Patrimonio netto rettificato (K)	600
Reddito medio normalizzato (R)	15.000
tasso di interesse reale netto (i)	1,39%
β settore	0,95
Rm-Rf	9,15%
Premio di rischio dimensionale (size/illiquidity)	5,00%
Premio di rischio dipendenza fornitore Prink	4,00%

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "FIRENZE (Via Orsini)"	β: con β unlevered
Tasso di attualizzazione (i')	19,08%
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)	3
VALORE AZIENDA METODO MISTO W = K + (R - K·i) a ni'	32.640
Sconto di smobilizzo	30%
VALORE FINALE (dopo sconto) W' = W × (1-30%)	22.848

Il valore economico del punto vendita **"FIRENZE (Via Orsini)"**, dopo l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale e tenuto conto dei premi di rischio specifico e dello sconto di smobilizzo, è pari a € 22.848, arrotondato ad **€ 22.000,00**.

EMPOLI

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "EMPOLI"	β: con β unlevered
Patrimonio netto rettificato (K)	600
Reddito medio normalizzato (R)	12.000
tasso di interesse reale netto (i)	1,39%
β settore	0,95
Rm-Rf	9,15%
Premio di rischio dimensionale (size/illiquidity)	5,00%
Premio di rischio dipendenza fornitore Prink	4,00%
Tasso di attualizzazione (i')	19,08%
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)	3
VALORE AZIENDA METODO MISTO W = K + (R - K·i) a ni'	26.229
Sconto di smobilizzo	30%
VALORE FINALE (dopo sconto) W' = W × (1-30%)	18.360

Il valore economico del punto vendita **"EMPOLI"**, dopo l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale e tenuto conto dei premi di rischio specifico e dello sconto di smobilizzo, è pari a € 18.360, arrotondato ad **€ 18.000,00**.

CECINA

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "CECINA"	β: con β unlevered
Patrimonio netto rettificato (K)	600
Reddito medio normalizzato (R)	3.000
tasso di interesse reale netto (i)	1,39%
β settore	0,95
Rm-Rf	9,15%
Premio di rischio dimensionale (size/illiquidity)	5,00%
Premio di rischio dipendenza fornitore Prink	4,00%
Tasso di attualizzazione (i')	19,08%

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO -- PUNTO VENDITA "CECINA"	β: con β unlevered
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)	3
VALORE AZIENDA METODO MISTO W = K + (R - K·i) a ni'	6.994
Sconto di smobilizzo	30%
VALORE FINALE (dopo sconto) W' = W × (1-30%)	4.896

Il valore economico del punto vendita **"CECINA"**, dopo l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale e tenuto conto dei premi di rischio specifico e dello sconto di smobilizzo, è pari a € 4.896, arrotondato ad **€ 4.000,00**.

PORCARI

VALUTAZIONE CON METODO PATRIMONIALE SEMPLICE - PUNTO VENDITA "PORCARI "	Valore
Reddito medio normalizzato (R) -- negativo	-5.000
Patrimonio netto rettificato (K)	600
VALORE AZIENDA METODO PATRIMONIALE SEMPLICE W = K	600,00

Il valore economico del punto vendita **"PORCARI (sede)"**, stante il reddito medio normalizzato negativo (R = € -5.000,00) -- che con il metodo misto condurrebbe ad un risultato di badwill -- è determinato con il solo metodo patrimoniale semplice ed è pari a **€ 600,00**.

FOLLONICA

VALUTAZIONE CON METODO PATRIMONIALE SEMPLICE - PUNTO VENDITA "FOLLONICA"	Valore
Reddito medio normalizzato (R) - negativo	-6.000
Patrimonio netto rettificato (K)	600
VALORE AZIENDA METODO PATRIMONIALE SEMPLICE W = K	600,00

Il valore economico del punto vendita **"FOLLONICA"**, stante il reddito medio normalizzato negativo (R = € -6.000,00) -- che con il metodo misto condurrebbe ad un risultato di badwill -- è determinato con il solo metodo patrimoniale semplice ed è pari a **€ 600,00**.

CALENZANO (contabilmente «Sesto»)

VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE - PUNTO VENDITA "CALENZANO (contabilmente «Sesto»)"	Valore
Reddito medio normalizzato (R) - negativo	-8.000
Patrimonio netto rettificato (K)	600
VALORE AZIENDA METODO PATRIMONIALE SEMPLICE W = K	600,00

Il valore economico del punto vendita **"CALENZANO (contabilmente «Sesto»)"**, stante il reddito medio normalizzato negativo (R = € -8.000,00) -- che con il metodo misto condurrebbe ad un risultato di badwill -- è determinato con il solo metodo patrimoniale semplice ed è pari a **€ 600,00**.

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

MASSA

VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE - PUNTO VENDITA "MASSA"	Valore
Reddito medio normalizzato (R) - negativo	-14.000
Patrimonio netto rettificato (K)	600
VALORE AZIENDA METODO PATRIMONIALE SEMPLICE W = K	600,00

Il valore economico del punto vendita "MASSA", stante il reddito medio normalizzato negativo (R = € -14.000,00) -- che con il metodo misto condurrebbe ad un risultato di badwill -- è determinato con il solo metodo patrimoniale semplice ed è pari a **€ 600,00**.

5. SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra illustrate, alla luce del lavoro svolto - con il metodo misto patrimoniale-reddituale a capitalizzazione limitata del sovrareddito per i punti vendita a redditività positiva, fondato sul reddito medio normalizzato espresso in termini di EBIT netto del carico fiscale teorico, sul Beta di settore *unlevered*, su un orizzonte di capitalizzazione di 3 anni e corretto con un premio di rischio specifico complessivo del 13,00% (9,00% dimensionale + 4,00% da dipendenza dal fornitore unico Prink) e con lo sconto di smobilizzo del 30%; e con il metodo patrimoniale semplice per i punti vendita privi di dimostrata capacità reddituale - la scrivente esprime i seguenti valori economici:

Punto vendita	Criterio applicato	Valore economico (€)
GROSSETO	Misto patrimoniale-reddituale	37.000,00
SIENA	Misto patrimoniale-reddituale	33.000,00
FIRENZE (Via Orsini)	Misto patrimoniale-reddituale	22.000,00
EMPOLI	Misto patrimoniale-reddituale	18.000,00
CECINA	Misto patrimoniale-reddituale	4.000,00
PORCARI (sede)	Patrimoniale semplice	600,00
FOLLONICA	Patrimoniale semplice	600,00
CALENZANO (contabilmente «Sesto»)	Patrimoniale semplice	600,00
MASSA	Patrimoniale semplice	600,00
TOTALE		**116.400,00**
	arrotondati	**115.000,00**

Il valore economico complessivo dei nove punti vendita di proprietà di Marfio S.r.l. oggetto della presente valutazione è pertanto pari ad **€ 115.000,00**, quale sommatoria dei singoli valori sopra determinati, fermo restando che ciascun valore resta riferito al singolo punto vendita quale autonomo ramo d'azienda e non esprime, di per sé, il valore di una eventuale cessione

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

unitaria dell'intero compendio, che potrebbe essere oggetto di autonoma valutazione ove richiesta dagli organi della procedura.

6. GIUDIZIO DI CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO DI AZIENDA

6.1. PROCESSO DI ESPRESSIONE DEL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ SUL CANONE DI AFFITTO

Come indicato al par. 1.1.1, l'incarico ricevuto dalla sottoscritta ha ad oggetto, oltre alla stima del valore economico dei punti vendita, anche l'espressione di un giudizio di congruità del canone del contratto di affitto di azienda stipulato in data 08/07/2026 tra Marfio S.r.l. (società affittante) e (società affittuaria), avente ad oggetto gli otto punti vendita di Grosseto, Siena, Firenze (via Orsini), Empoli, Cecina, Porcari, Follonica e Calenzano (**allegato n. 3 – contratto di affitto di azienda**) .

La dottrina e la prassi professionale in tema di affitto di azienda in contesti concorsuali individuano, quale criterio maggiormente diffuso e condiviso per la determinazione del c.d. "canone congruo" (*fair rent*), quello che rapporta il canone al valore economico del complesso aziendale locato, secondo la seguente formula (Lacchini M., Trequattrini R., "Sulla individuazione di un canone congruo in ipotesi di affitto di azienda", Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale, 1998; Danovi A., "Fallimento, valutazione e affitto di azienda", 2000; Mechelli A., "La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda", Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 5, 2007):

$$FR = W \times i'$$

ove:

- FR = *Fair rent*, ovvero valore del congruo canone di affitto;
- W = valore del capitale economico dell'azienda (o del suo ramo) oggetto di affitto;
- i' = tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa, che tenga conto del rischio sottostante.

Il canone così determinato esprime, in sostanza, il rendimento minimo che il locatore avrebbe diritto di percepire per la messa a disposizione del complesso aziendale, quale remunerazione del capitale economico investito, tenuto conto del rischio proprio dell'investimento.

6.2. DETERMINAZIONE DEL CANONE DI AFFITTO CONGRUO

Considerata l'espressione del valore congruo del canone di affitto, si tratta di determinare i fattori che lo compongono, tenendo presente che il perimetro del giudizio di congruità è limitato, per le ragioni esposte al par. 1.1.3, ai soli otto punti vendita oggetto del contratto dell'8 luglio 2026, con esclusione del punto vendita di Massa (non ricompreso in tale contratto).

W = valore economico dei punti vendita oggetto del contratto di affitto

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

Il valore economico degli otto punti vendita oggetto di affitto è stato già determinato al Capitolo 5, con applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale per i punti vendita di Grosseto, Siena, Firenze (via Orsini), Empoli e Cecina, e del metodo patrimoniale semplice per i punti vendita di Porcari, Follonica e Calenzano, e rappresenta la sommatoria dei valori ivi indicati per tali otto punti vendita, per un totale di:

W = € 115.000,00

i' = tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa

Tale tasso, esprimente la remunerazione degli investimenti privi di rischio (posta di solito pari al rendimento dei BTP a 5 anni) oltre alla remunerazione del rischio specifico legato alla fattispecie (con esclusione della componente inflazionistica, in quanto solitamente, nei contratti di godimento, è previsto l'adeguamento annuale del canone all'indice Istat del costo della vita), è il medesimo già determinato nell'ambito del procedimento di stima del valore economico di cui al Capitolo 4:

i' = 19,08%

Ne deriva che il canone "congruo" di affitto di azienda è stimato pari a:

FR = W × i' = € 115.000,00 × 19,08% = € 21.942,00 annui

pari ad € 1.828,53 mensili

Il canone annuo pattuito dalle parti nel contratto del 08/07/2026 è pari ad **€ 36.000,00** oltre IVA (€ 3.000,00 mensili), corrisposto in favore di Marfio S.r.l.

Il raffronto tra il canone congruo teorico (€ 21.942,00 annui, pari a circa € 1.828,53 mensili) ed il canone effettivamente pattuito (€ 36.000,00 annui) evidenzia come quest'ultimo risulti **superiore** al canone teorico di riferimento, per un importo di circa € 14.057 annui, pari a circa il 39,05% in più rispetto al valore teorico. Un canone pari o superiore alla soglia teorica conferma l'adeguatezza economica dell'operazione per la procedura ed il ceto creditorio, mentre soltanto un canone inferiore a tale soglia sarebbe suscettibile di pregiudicarne gli interessi.

A tale conclusione, già di per sé favorevole, si aggiungono i seguenti ulteriori elementi contrattuali, che rafforzano ulteriormente il giudizio di congruità:

- il contratto prevede che i canoni di locazione degli immobili che ospitano gli otto punti vendita siano regolati e corrisposti autonomamente dall'affittuaria ai rispettivi proprietari-locatori, e non sono pertanto ricompresi nel canone d'affitto di azienda qui esaminato, né costituiscono un costo aggiuntivo a carico della società affittante;
- il contratto prevede il trasferimento di dieci dipendenti già occupati presso Marfio, oltre all'assunzione di tre ulteriori addetti alle vendite con impegno di stabilizzazione a tempo indeterminato e patto di stabilità occupazionale per 24 mesi, elemento che agevola la procedura nella gestione dei profili occupazionali connessi alla crisi d'impresa, riducendo il rischio di contenziosi e di oneri connessi a licenziamenti collettivi;

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

- il contratto prevede altresì l'acquisto del magazzino esistente da parte della società affittuaria, con corrispettivo autonomo e distinto dal canone di affitto, che genera per la procedura un'ulteriore e immediata provvista di liquidità, rafforzando la convenienza economica complessiva dell'operazione per il ceto creditorio.

Alla luce di quanto sopra, tenuto conto sia della circostanza che il canone pattuito eccede il valore teorico del canone congruo, sia dei benefici ulteriori e concorrenti derivanti dalle altre pattuizioni contrattuali sopra illustrate (assunzione di personale, stabilità occupazionale, acquisto del magazzino), la sottoscritta ritiene che il **canone di affitto pattuito nel contratto dell'8 luglio 2026, pari ad € 36.000,00 annui (€ 3.000,00 mensili) oltre IVA, sia pienamente congruo**, non ravvisandosi elementi tali da pregiudicare gli interessi della procedura e del ceto creditorio; anzi, il canone pattuito risulta più favorevole alla procedura rispetto al valore minimo teoricamente atteso.

7. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicate, tenuto altresì conto della natura, della finalità e della portata del lavoro come illustrato nella presente relazione, la sottoscritta è in grado di esprimere i seguenti valori economici di smobilizzo, alla data del 31/08/2026:

- valore economico del punto vendita di GROSSETO, Via Emilia n. 6, Grosseto (GR), stimato pari ad **€ 37.000,00** (metodo misto patrimoniale-reddituale);
- valore economico del punto vendita di SIENA, Viale Cavour n. 9, Siena (SI), stimato pari ad **€ 32.000,00** (metodo misto patrimoniale-reddituale);
- valore economico del punto vendita di FIRENZE, Via Giampaolo Orsini n. 118/A, Firenze (FI), stimato pari ad **€ 22.000,00** (metodo misto patrimoniale-reddituale);
- valore economico del punto vendita di EMPOLI, Via Renato Fucini n. 25, Empoli (FI), stimato pari ad **€ 18.000,00** (metodo misto patrimoniale-reddituale);
- valore economico del punto vendita di CECINA, Corso G. Matteotti n. 351/A, Cecina (LI), stimato pari ad **€ 4.000,00** (metodo misto patrimoniale-reddituale);
- valore economico del punto vendita di PORCARI, Via del Centenario n. 129, Porcari (LU), stimato pari ad **€ 600,00** (metodo patrimoniale semplice);
- valore economico del punto vendita di FOLLONICA, Via C. Colombo n. 17/B, Follonica (GR), stimato pari ad **€ 600,00** (metodo patrimoniale semplice);
- valore economico del punto vendita di CALENZANO, (contabilmente denominato "Sesto"), Viale Vittorio Emanuele n. 145, Calenzano (FI), stimato pari ad **€ 600,00** (metodo patrimoniale semplice);
- valore economico del punto vendita di MASSA, Via Democrazia n. 11, Massa (MS), stimato pari ad **€ 600,00** (metodo patrimoniale semplice);

per un **valore economico complessivo pari ad € 116.400,00 arrotondato ad € 115.000,00.**

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it

In diretta derivazione, avuto riguardo al solo perimetro degli otto punti vendita oggetto del contratto dell'8 luglio 2026 (valore economico complessivo € 115.000,00), il **canone di affitto di azienda pattuito tra Marfio S.r.l. e , pari ad € 36.000,00 annui (€ 3.000,00 mensili) oltre IVA, è considerato congruo**, per le ragioni esposte al Capitolo 6.

Si precisa, infine, che, trattandosi di rami d'azienda ciascuno dei quali dotato di autonoma capacità produttiva e reddituale, la procedura potrà decidere, nell'ambito del programma di liquidazione e secondo le modalità previste dagli artt. 212, 213, 214 e 216 CCII, di porre in fatti o vendita il singolo ramo d'azienda, un raggruppamento di rami d'azienda ovvero tutti i rami d'azienda congiuntamente. In caso di vendita congiunta, il valore di riferimento è dato dalla somma dei valori economici dei singoli rami sopra indicati, pari complessivamente ad € 115.000,00 (centoquindicimila/00).

Con l'espressione della stima sopra riportata e descritta, la sottoscritta reputa di avere esaurientemente adempiuto all'incarico affidatole, che ha svolto secondo scienza e coscienza professionale, maturando il proprio giudizio sulla scorta dell'esame degli atti e documenti forniti, non avendo altro scopo che quello di far conoscere la verità a chi di ragione.

Lucca, il giorno 23 settembre 2026

Dott.ssa Giulia Tommasi

8. GLI ALLEGATI

Allegato n. 1 : Visura camerale storica di Marfio S.r.l.;
Allegato n. 2 : Istanza di nomina n. 002 del 20/07/2026 e provvedimento di autorizzazione del Giudice Delegato del 20/07/2026
Allegato n. 3 : Contratto di affitto di azienda
Allegato n. 4 : Contratto di affitto del ramo di azienda di Massa
Allegato n. 5 : Situazioni contabili di periodo e conti economici per punto vendita
Allegato n. 6 : Perizia di stima beni mobili
Allegato n. 7 : Riclassificazione dei conti economici per punto vendita

Perito nominato: *Dott.ssa Giulia Tommasi*
con studio in Pietrasanta (LU) via Aurelia Nord Km 367 –Tel 0584/361559–
email: g.tommasi@associatibss.it - pec: giulia.tommasi@pec.it