

**Valutazione**  
**ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lett. b), codice civile**  
**di partecipazioni complessivamente rappresentative**  
**del 6,834% del capitale sociale di**  
**SOLIDFACTORY SRL**

**Federica Cioni**  
**dottore commercialista e revisore legale in Milano**

## 1. PREMESSA

### 1.1 OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO

La Solid World Group S.p.a., società di diritto italiano con sede legale in Treviso, Via Reginato, 87, capitale sociale di Euro 1.543.999,70, codice fiscale, P. IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Treviso Belluno 04132150964, società con azioni quotate presso *Euronext Growth Milan*, sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana S.p.a. (nel seguito “**Società**” o talora “**SWG**”), ha in programma un aumento di capitale da liberarsi in denaro con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, comma 5, del codice civile, per un importo pari a complessivi euro 375.000,00 (trecentosettantacinquemila virgola zero zero), comprensivo di sovrapprezzo, riservato in sottoscrizione, per l’importo, comprensivo di sovrapprezzo, di euro 125.000,00 (centoventicinquemila virgola zero zero) ciascuno:

al signor ANDREA MACCARI, nato a Conegliano (TV) il 9 ottobre 1977, codice fiscale MCCNDR77R09C957E (nel seguito “**Maccari**”);

al signor CLAUDIO TAFFARELLO, nato ad Asti (AT) il 19 febbraio 1966, codice fiscale TFFCLD66B19A479R (nel seguito “**Taffarello**”);

alla società TEKNOSALLIANCE S.r.l., con sede sin Zanè (VI), Via Pettinà n. 21, codice fiscale numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Vicenza n. 03856690247, (nel seguito “**Teknosalliance**” e, insieme a Maccari e Taffarello, talora, i “**Soci**”);

con la possibilità di avvalersi, in tutto o in parte, della compensazione legale tra il debito per il conferimento in denaro ed il credito vantato dai sottoscrittori nei confronti della Società, derivante dal prezzo della vendita di partecipazioni della società SOLIDFACTORY S.r.l., società di diritto italiano con sede legale in

Villorba (TV), Via Roma n. 5, capitale sociale alla data di cessione di cui infra Euro 80.000,00, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Treviso-Belluno (nel seguito anche “SF”), di cui all’atto a rogito del notaio Federico di Bella di Farra di Soligo in data 21 luglio 2023, n. 591/522 di repertorio (nel seguito anche “**Atto Cessione quote SF**”) nel quale:

Maccari ha ceduto a SWG quota di partecipazione nella SF di nominali euro 1.822,00 corrispondente al 2,278% circa dell’intero capitale sociale, al prezzo di euro 125.000,00;

Taffarello ha ceduto a SWG quota di partecipazione nella SF di nominali euro 1.822,00 corrispondente al 2,278% circa dell’intero capitale sociale, al prezzo di euro 125.000,00;

Teknosalliance ha ceduto a SWG quota di partecipazione nella SF di nominali euro 1.822,00 corrispondente al 2,278% circa dell’intero capitale sociale, al prezzo di euro 125.000,00.

Le parti, pur trattandosi di conferimento in denaro (con estinzione della corrispondente obbligazione di sottoscrizione, in tutto o in parte, mediante compensazione), in adesione (i) a quanto già convenuto nell’Atto Cessione quote SF e (ii) ai più prudenti orientamenti notarili (cfr: Massima n. 125 del Consiglio Notarile di Milano), pur non sussistendo un formale obbligo di legge, hanno ugualmente ritenuto di far determinare il valore delle partecipazioni a suo tempo acquistate dalla Società ed il cui prezzo, non ancora pagato, potrà formare oggetto di compensazione pari a complessivi euro 375.000,00.

Pertanto, in relazione alla prospettata operazione di aumento di capitale di Solid World Group S.p.a, è stato conferito incarico alla scrivente ai sensi dell’articolo 2343 ter, secondo comma, lettera b) del codice civile allo scopo di valutare le

quote di nominali euro 1.822,00 (milleottocentoventidue virgola zero zero) ognuna rappresentativa del 2,278% circa del capitale sociale di SOLIDFACTORY S.r.l., (nel seguito, singolarmente la “**Partecipazione**” e complessivamente le “**Partecipazioni**”) e complessivamente rappresentative del 6,834% circa del capitale sociale di SOLIDFACTORY S.r.l., cedute a SWG con l’Atto di Cessione quote SF da Maccari, Taffarello e Teknosalliance, ciascuna per il prezzo di euro 125.000,00 (centoventicinquemila virgola zero zero) e così la somma totale di euro 375.000,00, il cui prezzo non ancora pagato potrà formare oggetto di compensazione legale tra il debito per il conferimento in denaro dei Soci ed il loro credito vantato nei confronti della Società a seguito della citata cessione.

## **1.2 DATA DI RIFERIMENTO**

La data di riferimento della presente valutazione è il 12 dicembre 2023, data di conferimento dell’incarico e di consegna alla scrivente degli elaborati del Piano industriale previsionale 2023 – 2026 della SOLIDFACTORY S.r.l. (nel seguito il “**Piano industriale**”).

## **1.3 PROFILO PROFESSIONALE E INDIPENDENZA**

La scrivente è iscritta all’albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al numero 10543/A ed al Registro dei Revisori Legali al numero 184538 con Decreto Ministeriale del 29.10.2021 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 96 del 3 dicembre 2021, ed è dotata di adeguata professionalità per la valutazione oggetto della presente relazione di stima.

La scrivente dichiara inoltre di possedere i requisiti di indipendenza richiesti dall’art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del codice civile, sia nei confronti della Società che di Maccari, Taffarello e Teknosalliance.

#### **1.4 LIMITI DELL'INCARICO**

L'incarico e i risultati conseguiti dal suo svolgimento sono sottoposti alle seguenti limitazioni.

I documenti e le informazioni utilizzati ai fini dello svolgimento dell'incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte mia coerentemente con il mandato ricevuto e la natura della documentazione a disposizione. Nel corso dell'analisi e nella preparazione dei commenti e conclusioni, si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza, accuratezza e ragionevolezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura che sono a mia disposizione. I documenti e le informazioni utilizzate per l'applicazione della metodologia di valutazione più oltre descritta sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Non sono state svolte, in particolare, procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio della Società oggetto di valutazione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nella situazione patrimoniale di riferimento.

Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella relazione è da me resa e nulla di quanto contenuto nella relazione è, o potrà essere, ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello svolgimento del processo valutativo si è fatto affidamento a dati di natura previsionale stimati contenuti nel Piano industriale, predisposti e forniti in

sede di conferimento incarico, presupponendo il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici senza aver potuto svolgere autonome verifiche o riscontri circa le modalità della loro formazione. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie della SOLIDFACTORY S.r.l.

La presente relazione non include esplicite o implicite dichiarazioni né garanzie circa le modalità di svolgimento e di implementazione delle suddette strategie e/o il raggiungimento dei risultati futuri.

Eventi attualmente non prevedibili e/o non a mia conoscenza relativi tra l'altro alle assunzioni del Piano industriale potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La mia stima è pertanto resa sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione.

Si evidenzia che aggiornamenti o revisioni alle assunzioni e alle proiezioni, successivi alla data di riferimento della valutazione, potrebbero influenzare anche significativamente le stime di valore di seguito riportate. Qualsiasi valutazione di SOLIDFACTORY S.r.l. effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero quindi risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime del presente incarico.

Resta inteso che la presente relazione non potrà in nessun caso essere utilizzata, in tutto o in parte, per finalità differenti a quelle specificate dal suddetto incarico.

Coerentemente all'incarico ricevuto, e sulla base di quanto precede, la presente stima costituisce un parere indipendente per le finalità sopra illustrate circa il valore attribuibile alla data di riferimento del 12 dicembre 2023 a ciascuna partecipazione di nominali euro 1.822,00 (milleottocento ventidue virgola zero zero) rappresentativa del 2,278% circa del capitale sociale di SOLIDFACTORY

S.r.l. ceduta da Maccari, Taffarello e Tecknosalliance a SWG con l'Atto Cessione quote SF.

Restano quindi nella piena autonomia e responsabilità di qualsiasi soggetto dovesse fare riferimento alla presente stima, qualsiasi scelta o decisione derivante dai risultati in essa riportati.

## **2. LE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI STIMA**

Come illustrato in precedenza, oggetto della stima di valore è ciascuna partecipazione di nominali euro 1.822,00 (milleottocento ventidue virgola zero zero) rappresentativa del 2,278% circa del capitale sociale di SOLIDFACTORY S.r.l., complessivamente rappresentative del 6,834% circa del suo capitale sociale.

SOLIDFACTORY S.r.l. è stata costituita il 23 luglio 2014, avrà termine il 31 dicembre 2050 ed ha per oggetto sociale principale le seguenti attività:

1. consulenza organizzativa, tecnica e di layout produttivo ed industriale e prestazione di servizi connessi;
2. progettazione, realizzazione e produzione di: impianti ed apparecchiature automatiche per la produzione, l'imballaggio e per la movimentazione di prodotti e manufatti di qualsiasi natura, nonché di ogni apparecchiatura per l'automazione dei processi produttivi; impianti, macchinari e attrezzature per attività industriali, artigianali, agricole, commerciali e di servizi;
3. produzione, realizzazione e programmazione di software, supporti e sistemi informatici in genere, nonché la consulenza e l'assistenza nella realizzazione e nella gestione di sistemi informativi aziendali connessi alla gestione del processo produttivo dell'impresa;
4. studi, ricerche e consulenza alle imprese per l'innovazione dei processi produttivi;

5. commercio sotto qualsiasi forma nonché l'importazione e l'esportazione dei beni indicati alla precedente lettera b), c);
6. organizzazione di corsi di formazione professionale ed aggiornamento in materia di informatica ed elettronica applicata in genere nonché l'attività editoriale connessa;
7. la costruzione e l'assemblaggio di computer ed apparecchiature e/o strumenti elettrici ed elettronici di ogni genere e tipo;
8. commercio sotto qualsiasi forma, noleggio e locazione di computer di ogni genere e tipo, sistemi client - server, reti per la trasmissione dei dati e/o della voce, impianti telefonici fissi e mobili, apparecchiature o strumenti elettrici ed elettronici di ogni genere e tipo;
9. fornitura di servizi per l'industria delle energie rinnovabili, incluso retrofit e upgrades per l'incremento dell'efficienza produttiva;
10. produzione, l'installazione, la commercializzazione, la vendita, la manutenzione, la progettazione e lo sviluppo di impianti (o singoli componenti degli stessi) alimentati a fonti rinnovabili e non, deputati alla produzione di energia elettrica e termica;
11. offerta di servizi integrati, anche di progettazione, per la realizzazione e l'eventuale successiva gestione di interventi volti a consentire la riduzione dei consumi di energia e l'ottimizzazione dello sfruttamento delle energie in genere, operando quale energy service company (esco).

SOLIDFACTORY S.r.l. attualmente è attiva nella realizzazione di progetti di ammodernamento ed efficientamento dei processi produttivi in chiave digital transition per rispondere all'esigenza di innovazione delle aziende che guardano all'Industry 4.0. I suoi principali settori di applicazione sono l'alimentare,

---

l'automotive, le energie rinnovabili, l'elettronica, il metallurgico, l'assemblaggio, la farmaceutica e la logistica. Dall'agosto del 2023 è attiva anche nella progettazione, sviluppo e produzione di macchinari, robot ed attrezzature per impieghi speciali ad elevata automazione per la realizzazione di massa di generatori di energia rinnovabile, assemblaggio di pannelli fotovoltaici e produzione di celle solari.

### **3. I METODI DI VALUTAZIONE APPLICABILI**

Per la valutazione del capitale economico di un'impresa è possibile fare ricorso a differenti metodi di valutazione, elaborati dalla prassi professionale. È quindi opportuno fornire una sintesi dei metodi di valutazione applicabili, suddividendoli in:

- *metodi di valutazione diretti* che, ai fini della stima del valore del capitale economico, fanno prevalentemente riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'impresa oggetto di valutazione o di imprese simili (ad esempio: prezzi dei titoli azionari negoziati in mercati regolamentati, transazioni comparabili ovvero multipli di determinate grandezze aziendali);
- *metodi di valutazione indiretti* che impostano il processo di stima del capitale economico sulla base di grandezze flusso (metodi reddituali e finanziari), sulla base di grandezze stock (metodi patrimoniali semplici e complessi) oppure sulla base di grandezze flusso e stock (metodi patrimoniali-reddituali o metodi misti).

Nell'ambito delle due macro-categorie di metodi valutativi (metodi diretti e metodi indiretti) l'attuale prassi professionale tende a privilegiare, in quanto dotati di maggiore obiettività, da una parte i metodi basati sulla misurazione dei flussi finanziari (tra i "metodi indiretti") e, dall'altra parte, i due "metodi diretti"

(“transazioni comparabili” e “multipli di mercato”), dei quali viene di seguito indicata una sintetica descrizione.

*I metodi basati sulla misurazione dei flussi finanziari*

Tra i metodi di valutazione basati sulla misurazione dei flussi finanziari, il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) è accreditato dalle recenti prassi aziendali che correlano il valore del capitale economico alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Il metodo di valutazione del Discounted Cash Flow può, poi, essere applicato utilizzando due diversi approcci:

a) *l'approccio asset side*, mediante il quale si stima l'Enterprise Value in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'impresa e detraendo, dalla misura del valore così determinato, l'indebitamento netto (posizione finanziaria netta). Con l'approccio asset side si opera quindi nell'ottica di stimare il capitale investito nell'impresa, indipendentemente da come la stessa è finanziata (ovvero, utilizzando capitali propri o capitali di terzi): i flussi finanziari considerati in applicazione di tale approccio sono quindi quelli a disposizione dell'impresa (cioè i flussi FCFF ovvero Free Cash Flow to the Firm) ed il tasso utilizzato per la loro attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale sia proprio, sia di terzi (WACC, Weighted Average Cost of Capital);

b) *l'approccio equity side*, mediante il quale si stima invece l'Enterprise Value in modo diretto, considerando i flussi finanziari disponibili per i soli azionisti. I flussi finanziari considerati sono, in questo caso, i flussi generati dall'impresa al netto della remunerazione del capitale di terzi (cioè i flussi FCF, Free Cash Flow to Equity o Levered Cash Flow) e il tasso utilizzato per la loro

attualizzazione tiene conto soltanto del costo del capitale proprio (CAPM, Capital Asset Pricing Model).

In particolare, secondo l'approccio asset side, il valore del capitale economico dell'impresa è determinato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

*il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti (FOCF ovvero Free Cash Flow to the Firm Unlevered) che l'impresa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC, Weighted Average Cost of Capital): in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi, per un periodo di previsione esplicito e predeterminato, più un valore finale (Terminal Value) corrispondente al valore attuale dei flussi di cassa successivi al periodo di previsione esplicita;*

*meno: la Posizione Finanziaria Netta alla data dell'inizio del periodo di valutazione (o data più prossima);*

*più: il valore di mercato dei cosiddetti Surplus Assets alla data di riferimento della valutazione, così definite eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi.*

La formula che esprime il valore del capitale economico aziendale in applicazione del metodo DCF (Discounted Cash Flow) con approccio asset side è quindi la seguente:

$$\sum_t^n \frac{FOCF_t}{(1+Wacc)^t} + TV + PFN + SA$$

dove:

**FOCF** = Unlevered Free Operating Cash Flows, flussi di cassa operativi attesi, unlevered, nel periodo di previsione esplicita (anni da 1 a n);

**WACC** = Weighted Average Cost of Capital, costo medio ponderato del capitale (tasso di attualizzazione);

**TV** = Terminal Value, valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi di cassa relativi agli anni da n+1 in poi calcolato con la seguente formula:

$$\frac{FOCF \times (1 + g\text{-rate})}{(Wacc - g\text{-rate})} \times (1 + Wacc)^{-n}$$

tenendo conto che nella determinazione del Terminal Value, viene generalmente considerato accettabile procedere all'attualizzazione in perpetuo dell'FOCF dell'ultimo anno rientrante nell'orizzonte temporale esplicito (c.d. "metodo perpetuity"), apportando un correttivo al FOCF dell'ultimo anno, per tenere conto dell'(eventuale) prevedibile tasso di crescita dei flussi di cassa (g-rate). Tuttavia, è notoriamente riconosciuto che la possibilità di esprimere il valore attuale del Terminal Value in modo oggettivo e senza rischi di alterazione sostanziale del valore dell'Enterprise Value costituisca un intrinseco limite del metodo di valutazione finanziario basato sul DCF. L'attualizzazione, generalmente in base alla formula della rendita perpetua, del flusso di cassa disponibile nell'ultimo anno del periodo di riferimento esplicito – e tenendo eventualmente conto di un previsto tasso di crescita g di tale flusso – contiene in sé evidenti semplificazioni, sia con riguardo alla possibilità di mantenere nel tempo predeterminati risultati (e, corrispondentemente, predeterminati flussi di cassa), sia con riguardo alla possibilità di prevedere addirittura un tasso di crescita (oltretutto costante) di tali risultati (e dei corrispondenti flussi).

**PFN** = Posizione Finanziaria Netta, misurata al tempo t = 1;

**SA** = Eventuali surplus asset, misurati al tempo t = 1, al netto del relativo tax rate.

### *I metodi delle transazioni comparabili e dei multipli di mercato*

I metodi delle transazioni comparabili e dei multipli di mercato presuppongono che il valore di un'impresa, o di un'azienda, sia determinato assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per imprese con caratteristiche analoghe o assimilabili a quella oggetto di valutazione.

I due metodi si basano sulla determinazione del valore del capitale economico applicando determinati "multipli", calcolati come rapporto tra valori di mercato (rilevati sul mercato azionario, se si tratta di impresa i cui titoli sono negoziati) oppure rilevati in occasione di precedenti transazioni, cessioni, conferimenti, ecc. (transazioni comparabili) e determinate grandezze economiche, finanziarie o patrimoniali dell'impresa.

I multipli così determinati vengono quindi applicati, con eventuali aggiustamenti ed integrazioni, alle grandezze dell'impresa oggetto di valutazione al fine di individuare un valore che possa sintetizzare la stima del capitale economico. Al valore del capitale economico così determinato viene poi aggiunta o sottratta la posizione finanziaria netta dell'entità oggetto di valutazione alla data di riferimento.

I principali multipli utilizzati nelle valutazioni d'azienda sono di seguito elencati:

EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (valore del capitale economico più posizione finanziaria netta) e EBITDA;

EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e EBIT;

P/E (Price/Earning): rapporto tra il prezzo di un'azione e l'utile netto per azione;

EV/OFCE: rapporto tra Enterprise Value e Operating Free Cash Flow (flusso di cassa operativo disponibile);

EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e ricavi di vendita.

In tutti i casi occorre poi sommare [sottrarre] algebricamente la Posizione Finanziaria Netta della società alla data di valutazione.

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio sono soggetti al maggior rischio di distorsione. Per questa ragione nella prassi vengono effettuate rettifiche e normalizzazioni delle grandezze prese a riferimento e, al contempo, viene fatto ricorso a multipli calcolati sulla base di poste contabili che meno risentono di possibili distorsioni: tra questi, nelle valutazioni di imprese in funzionamento, tipicamente viene utilizzato il rapporto EV/EBITDA.

#### **4. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO: MOTIVAZIONI**

Nella presente valutazione si è ritenuto di utilizzare come metodo valutativo quello del Discounted Cash Flow (DCF) secondo l'approccio asset side (Unlevered DCF), sinteticamente descritto nel precedente paragrafo. Tale scelta è stata determinata tenendo conto delle seguenti considerazioni:

- in generale, si tratta di un metodo obiettivo, largamente accettato e utilizzato dalla prassi professionale e dalle best practices di riferimento, in quanto ritenuto il metodo di valutazione più appropriato per tener conto della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri;
- si ha la possibilità di disporre di un Piano industriale previsionale per il periodo prospettico 2023 – 2026 predisposto dal *management* di SOLIDFACTORY S.r.l. con l'assistenza dell'advisor Arkios Italy S.p.a. (nel seguito il “**Piano industriale**”);
- non vi è la possibilità di disporre di dati affidabili relativi a transazioni comparabili.

## 5. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA PER LA VALUTAZIONE

Ai fini della valutazione in applicazione del metodo del Discounted Cash Flow, si sono assunte le previsioni contenute nel Piano industriale nelle sue articolazioni (Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario) come rappresentate nelle tabelle che seguono:

Conto Economico	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Dati in €	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated	Estimated
Ricavi Netti	-	681.649	3.252.511	6.664.495	17.035.882	24.060.511
Altri ricavi	-	3.113	3.827	-	-	-
Incremento di Imm.	-	242.130	242.130	-	-	-
Variazione SL e PF IC	-	-	-	-	-	-
Variazione SL e PF	-	-	139.585	1.756.983	(1.848.000)	-
<b>Valore della Produzione</b>	<b>-</b>	<b>926.892</b>	<b>3.638.052</b>	<b>8.421.478</b>	<b>15.187.882</b>	<b>24.060.511</b>
Acquisti	-	(18.914)	(495.112)	(4.523.588)	(6.463.500)	(11.715.000)
Variazione magazzino	-	10.952	-	-	-	-
Servizi	(8.748)	(326.572)	(954.894)	(872.870)	(1.268.601)	(1.491.860)
Godimento beni di terzi	-	(97.873)	(234.474)	(115.000)	(115.000)	(115.000)
Personale	-	(535.227)	(1.749.769)	(2.471.122)	(3.331.779)	(5.047.682)
Oneri diversi di gestione	(625)	(6.365)	(26.985)	(15.454)	(15.763)	(16.060)
<b>EBITDA</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(47.109)</b>	<b>176.818</b>	<b>423.444</b>	<b>3.993.239</b>	<b>5.674.909</b>
Adjustments		(1.339)				
<b>EBITDA Adj.</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(48.448)</b>	<b>176.818</b>	<b>423.444</b>	<b>3.993.239</b>	<b>5.674.909</b>
Ammortamenti	-	(128.025)	(264.289)	(294.417)	(323.724)	(382.012)
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-
Svalutazioni crediti	-	-	(1.615)	(3.505)	(3.906)	(4.421)
<b>EBIT</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(175.134)</b>	<b>(89.086)</b>	<b>125.522</b>	<b>3.665.609</b>	<b>5.288.476</b>
Proventi e Oneri Finanziari	(0)	(1.495)	(4.218)	(4.087)	(4.087)	(4.087)
Utili/Perdite su cambi	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(176.629)</b>	<b>(93.304)</b>	<b>121.435</b>	<b>3.661.522</b>	<b>5.284.389</b>
Imposte sul Reddito	-	-	-	-	(978.848)	(1.474.517)
<b>Utile (Perdita) dell'esercizio</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(176.629)</b>	<b>(93.304)</b>	<b>121.435</b>	<b>2.682.675</b>	<b>3.809.872</b>

Stato Patrimoniale	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Dati in €	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated	Estimated
Immobilizzazioni Immateriali	620.176	1.767.558	1.741.799	1.651.593	1.663.617	1.595.968
Immobilizzazioni Materiali	-	50.854	92.336	197.898	441.616	564.860
Immobilizzazioni Finanziarie	602.475	18.883	18.883	18.883	18.883	18.883
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>1.222.651</b>	<b>1.837.295</b>	<b>1.853.018</b>	<b>1.868.374</b>	<b>2.124.116</b>	<b>2.179.711</b>
Rimanenze	-	10.952	188.438	1.100.108	3.854.340	7.400.340
Crediti verso clienti	305.000	660.138	658.523	655.018	651.112	646.691
(Debiti verso fornitori)	(19.611)	(148.361)	(495.601)	(495.601)	(495.601)	(495.601)
<b>Capitale Circolante Netto (CCN)</b>	<b>285.389</b>	<b>522.730</b>	<b>351.360</b>	<b>1.259.526</b>	<b>4.009.851</b>	<b>7.551.431</b>
Altri Crediti	-	9.150	-	-	-	-
Altri Debiti	(905.344)	(1.159.888)	(856.820)	(3.029.400)	-	-
Crediti e Debiti Tributari	1.686	(28.097)	(6.089)	(6.089)	(984.937)	(1.480.606)
Ratei e Risconti	3	103.967	59.769	59.769	59.769	59.769
<b>Capitale Circolante</b>	<b>(618.266)</b>	<b>(552.138)</b>	<b>(451.780)</b>	<b>(1.716.194)</b>	<b>3.084.684</b>	<b>6.130.594</b>
Fondo TFR	-	(94.368)	(159.142)	(325.427)	(547.401)	(888.010)
Altri Fondi	-	(10.083)	(26.083)	(58.083)	(90.083)	(122.083)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>604.386</b>	<b>1.180.706</b>	<b>1.216.014</b>	<b>(231.331)</b>	<b>4.571.315</b>	<b>7.300.212</b>
Parte corrente del debito finanziario non corrent	-	89.972	140.247	-	785.281	-
Debito Finanziario Corrente	306.432	380.527	-	-	-	-
Debito finanziario non corrente	-	153.250	152.494	105.573	58.652	11.730
Altre attività finanziarie correnti	-	-	-	-	-	-
Disponibilità liquide	(22.674)	(19.025)	(20.000)	(1.401.611)	(20.000)	(268.773)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>283.759</b>	<b>604.724</b>	<b>272.741</b>	<b>(1.296.038)</b>	<b>823.933</b>	<b>(257.043)</b>
Capitale	30.000	80.000	155.000	155.000	155.000	155.000
Prestito Obbligazionario Convertibile	-	-	-	-	-	-
Riserve	300.000	672.612	881.576	788.272	909.708	3.592.382
Utile (Perdita dell'Esercizio)	(9.373)	(176.629)	(93.304)	121.435	2.682.675	3.809.872
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>320.627</b>	<b>575.983</b>	<b>943.272</b>	<b>1.064.708</b>	<b>3.747.382</b>	<b>7.557.254</b>
<b>PFN e Patrimonio Netto</b>	<b>604.386</b>	<b>1.180.707</b>	<b>1.216.014</b>	<b>(231.331)</b>	<b>4.571.315</b>	<b>7.300.212</b>

Rendiconto Finanziario	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Dati in €	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated	Estimated
EBITDA	(9.373)	(47.109)	176.818	423.444	3.993.239	5.674.909
Imposte pagate	-	-	-	-	(978.848)	(1.474.517)
<b>Flusso di cassa Lordo</b>	<b>(9.373)</b>	<b>(47.109)</b>	<b>176.818</b>	<b>423.444</b>	<b>3.014.392</b>	<b>4.200.392</b>
Variazione del CCN	(285.389)	(237.341)	(67.587)	(911.671)	(2.754.232)	(3.546.000)
Δ di Altri Crediti / (Debiti)	905.344	245.394	(48.524)	2.172.580	(3.029.400)	-
Δ di Crediti / (Debiti) Tributari	(1.686)	29.783	7.775	-	978.848	495.669
Δ Ratei e Risconti	(3)	(103.964)	(59.766)	-	-	-
Δ di Fondi e Rischi (incl. TFR)	-	104.451	185.225	198.286	253.974	372.608
<b>FCF dalle Attività Operative</b>	<b>608.893</b>	<b>(8.785)</b>	<b>193.942</b>	<b>1.882.639</b>	<b>(1.536.419)</b>	<b>1.522.670</b>
Investimenti netti	(620.176)	(1.326.261)	(1.478.249)	(309.772)	(579.466)	(437.608)
Var Immobilizzazioni Finanziarie	(602.475)	583.592	583.592	-	-	-
<b>FCF inclusi gli Investimenti</b>	<b>(613.759)</b>	<b>(751.454)</b>	<b>(700.714)</b>	<b>1.572.867</b>	<b>(2.115.884)</b>	<b>1.085.062</b>
Proventi e Oneri Finanziari	(0)	(1.495)	(4.218)	(4.087)	(4.087)	(4.087)
Utili/Perdite su cambi	-	-	-	-	-	-
<b>FCF dopo oneri finanziari</b>	<b>(613.759)</b>	<b>(752.950)</b>	<b>(704.932)</b>	<b>1.568.780</b>	<b>(2.119.971)</b>	<b>1.080.975</b>
Δ Parte corrente del debito finanziario non corre	-	89.972	140.247	(140.247)	785.281	(785.281)
Δ Debito finanziario corrente	306.432	74.095	(306.432)	-	-	-
Δ Debito finanziario non corrente	-	153.250	152.494	(46.921)	(46.921)	(46.921)
Δ Altre attività finanziarie correnti	-	-	-	-	-	-
Δ del Patrimonio Netto	330.000	431.985	715.950	-	-	-
<b>FCF Netto</b>	<b>22.674</b>	<b>(3.648)</b>	<b>(2.674)</b>	<b>1.381.611</b>	<b>(1.381.611)</b>	<b>248.773</b>
<b>Disponibilità liquide</b>	<b>22.674</b>	<b>19.025</b>	<b>20.000</b>	<b>1.401.611</b>	<b>20.000</b>	<b>268.773</b>

La Posizione Finanziaria Netta è stata assunta nel valore al 30.06.2023, sulle risultanze del Bilancio di periodo della SOLIDFACTORY S.r.l. utilizzato dalla Società conferitaria per la predisposizione del suo bilancio consolidato a tale data.

## 6. LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA'

Nella valutazione di SOLIDFACTORY S.r.l. gli input chiave utilizzati nel calcolo dell'Enterprise Value per il tramite del metodo Unlevered DCF sono i seguenti:

- i flussi economici e finanziari prospettici sono quelli del periodo di previsione esplicita del Piano industriale;
- il Terminal Value, calcolato tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa successivi al 2026, assumendo l'EBITDA pari all'importo conseguito nell'ultimo esercizio del Piano industriale, incrementato per il tasso di crescita sostenibile di lungo periodo (anche "LTGR") utilizzato nella misura del 2%, in

linea con gli obiettivi inflazionistici di lungo periodo della Banca Centrale Europea. Inoltre, al fine di ottenere l'Enterprise Value per ogni scenario, il valore del tasso LGTR è stato assunto nell'intervallo di valori compreso tra l'1% e il 3%.

- gli investimenti in attivo fisso sono stati eguagliati all'ammontare degli ammortamenti, al fine di riflettere una situazione stabile al livello dell'attivo fisso e quindi di capacità produttiva.
- Il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione delle previsioni esplicite dei flussi di cassa operativi è pari al costo medio ponderato del capitale (nel seguito "WACC"), calcolato come costo medio ponderato del debito e del capitale proprio.
- il tasso di sconto utilizzato per ottenere il valore centrale del DCF è il WACC pari al 14%, quantificato sulla base delle determinanti nel seguito illustrate. Inoltre, al fine di ottenere l'intervallo di Enterprise Value per ogni scenario, il WACC è stato utilizzato in un intervallo dal 13% al 15%.
- Il **Costo del capitale proprio** è stato calcolato con la metodologia del *Capital Asset Pricing Model*, applicando le seguenti variabili stimate alla data di riferimento della presente perizia, ed in particolare:
  1. **Risk free rate**: rendimento medio trimestrale dei titoli di stato tedeschi con scadenza a 10 anni;
  2. **Country risk premium**: differenziale di rendimento tra il rendimento medio trimestrale dei titoli di stato italiani a 10 anni ed il tasso risk free di cui sopra;
  3. **Unlevered adjusted beta**: basato sulla mediana delle regressioni tra il rendimento azionario settimanale delle società identificate nel Peer group

del MSCI Word illustrato nel prospetto che segue, su un orizzonte temporale di 5 anni;

4. **Debito/(Debito + Equity)**: ottenuto come mediana delle medie a 5 anni del debito netto sul capitale investito netto delle società del Peer group;
  5. **Tax rate**: corrisponde alla sommatoria dell'aliquota nominale IRES ed IRAP attualmente vigente;
  6. **Equity risk premium**: esprime il rendimento incrementale rispetto al rendimento risk free che gli investitori richiedono per detenere titoli azionari. Tale rendimento è stato assunto nella misura del 5%, in linea con le stime di Damodaran per i mercati maturi;
  7. **Size premium**: esprime il rendimento addizionale atteso in capo alle aziende di piccole dimensioni comparate all'insieme del Peer group; tale rendimento è stato estratto dalla pubblicazione "Cost of capital navigator, 2023" di Kroll, con riferimento al semento "*small cap*".
  8. **Premio per il rischio specifico**: un ulteriore premio per il rischio pari a 3% è stato aggiunto alle componenti illustrate in precedenza per tenere in considerazione il rischio inerente alle proiezioni del Piano industriale non catturate attraverso gli altri elementi del WACC.
- Il **Costo del debito pre tasse** è stato quantificato selezionando il rendimento medio trimestrale della curva dei rendimenti del debito del settore "Information technology", con rating BBB e *maturity* a 10 anni.

Il prospetto seguente illustra i dati riferiti al Peer group utilizzato nella presente valutazione:

Unlevered beta calculation							
Società	Indice	Beta 5Y Adjusted [1]	R <sup>2</sup>	Media 5Y Deb. Netto / Equity [2]	Media 5Y Debito Netto / (D + E) [4]	Tax rate [5]	Unlevered beta
Bechtle AG	MSCI World	1,07	0,37	4,0%	3,8%	30,0%	1,04
Visiativ SA	MSCI World	1,00	0,18	32,6%	24,6%	25,0%	0,81
<b>Mediana</b>		<b>1,03</b>	<b>0,28</b>	<b>18,3%</b>	<b>14,2%</b>		<b>0,92</b>

Il WACC è stato quindi stimato nella misura del 14% come risulta dalla tabella che segue:

Determinanti e calcolo del WACC	
Risk-free rate	2,6%
Country risk premium	1,7%
<b>Adjusted risk-free rate</b>	<b>4,3%</b>
<i>Unlevered adjusted beta</i>	<i>0,92</i>
<i>Debito / (Debito + Equity)</i>	<i>14,2%</i>
<i>Tax rate</i>	<i>27,9%</i>
<b>Re-levered beta</b>	<b>1,03</b>
Equity risk premium	5,0%
Size premium	3,1%
Premio per il rischio specifico ("CSRI)	3,0%
<b>Risk premium totale</b>	<b>11,2%</b>
<b>Costo dell'equity</b>	<b>15,5%</b>
Costo del debito pre tasse	3,5%
Country risk premium	1,7%
<b>Costo del debito pre tasse adjusted</b>	<b>5,2%</b>
<b>Costo del debito post tasse</b>	<b>3,8%</b>
Equity / (Debito + Equity)	85,8%
Debito / (Debito + Equity)	14,2%
<b>WACC (arrotondato 0,5%)</b>	<b>14,00%</b>

## 7. VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' SOLIDFACTORY S.r.l.

Sulla base di quanto illustrato in precedenza risulta che il valore dell'intero capitale della partecipata SOLIDFACTORY S.r.l. (anche "Equity Value") alla Data di riferimento ammonta ad Euro 5.527.800,00.

Le risultanze di calcolo sono illustrate nei seguenti prospetti:

**Solid Factory - DCF, data di riferimento 12 Dicembre 2023**

<i>EUR '000</i>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>	<b>dic-26</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Valore della Produzione</b>	<b>3.252,5</b>	<b>6.664,5</b>	<b>17.035,9</b>	<b>24.060,5</b>	<b>24.541,7</b>
<i>Crescita annua</i>		104,9%	155,6%	41,2%	2,0%
<b>EBITDA Adj.</b>	<b>176,8</b>	<b>423,4</b>	<b>3.993,2</b>	<b>5.674,9</b>	<b>5.788,4</b>
<i>Margine</i>	5,4%	6,4%	23,4%	23,6%	23,6%
Ammortamenti e accantonamenti	(266)	(298)	(328)	(386)	(394)
<b>EBIT</b>	<b>(89,1)</b>	<b>125,5</b>	<b>3.665,6</b>	<b>5.288,5</b>	<b>5.394,2</b>
Tasse figurative	-	(35,0)	(1.022,7)	(1.475,5)	(1.505,0)
<b>NOPAT</b>	<b>(89,1)</b>	<b>90,5</b>	<b>2.642,9</b>	<b>3.813,0</b>	<b>3.889,3</b>
(+) Ammortamenti & Accantonamenti	265,9	297,9	327,6	386,4	394,2
(-) Capex	(894,7)	(309,8)	(579,5)	(437,6)	(394,2)
Variazione del capitale circolante netto	17,1	1.459,2	(4.550,8)	(2.677,7)	(2.731,3)
<b>Free Cash Flow to the Firm ("FCFF")</b>	<b>(700,7)</b>	<b>1.537,8</b>	<b>(2.159,7)</b>	<b>1.084,1</b>	<b>1.158,0</b>
<b>Terminal Value ("TV")</b>	-	-	-	-	<b>9.649,8</b>
Discount period	0,12	1,12	2,12	3,12	3,12
Discount factor @14,0%	98,4%	86,3%	75,7%	66,4%	66,4%
<b>Discounted FCFF &amp; TV</b>	<b>(689,6)</b>	<b>1.327,6</b>	<b>(1.635,4)</b>	<b>720,1</b>	<b>6.409,9</b>
Implied EV/EBITDA	34,7x	14,5x	1,5x	1,1x	1,1x
<b>Enterprise Value @100,0%</b>	<b>6.132,5</b>				
Posizione finanziaria netta 30/06/2023	(604,7)				
<b>Equity Value @100,0%</b>	<b>5.527,8</b>				

Valore che risulta centrale nell'ambito dell'intervallo di parametri di LTGR e WACC utilizzati per quantificare i diversi scenari ai fini della presente valutazione, come illustrato nella seguente tabella:

		<b>WACC</b>					
		<b>5,528</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,0%</b>
<b>LTGR</b>	3,0%	7.103,4	6.618,3	6.179,0	5.779,6	5.414,9	
	2,5%	6.686,3	6.242,7	5.839,2	5.471,0	5.133,6	
	<b>2,0%</b>	6.307,2	<b>5.899,7</b>	<b>5.527,8</b>	5.187,1	4.874,0	
	1,5%	5.961,0	5.585,3	5.241,2	4.925,0	4.633,6	
	1,0%	5.643,6	5.296,1	4.976,7	4.682,3	4.410,3	

Alla luce di quanto illustrato il valore economico alla Data di riferimento dell'intero capitale della società SOLIDFACTORY S.r.l., tenuto conto di un opportuno arrotondamento, è quantificato in euro 5.530.000,00 (cinquemilionicinquecentotrentamila virgola zero zero).

## **8. CONCLUSIONI**

Alla luce delle analisi svolte e dei risultati raggiunti, tenuto conto dell'oggetto, della finalità e del contesto della stima, nonché dei limiti dell'incarico ricevuto, meglio descritti nello specifico paragrafo della presente relazione, la scrivente ritiene di poter ragionevolmente affermare che alla data di riferimento del 12 dicembre 2023, il valore attribuibile a ciascuna partecipazione di nominali euro 1.820,00 (milleottocentoventi virgola zero zero) rappresentativa del 2,278% circa del capitale del capitale sociale di SOLIDFACTORY S.r.l. ceduta a Solid World Group S.p.a. rispettivamente da Maccari, Taffarello e Teknosalliance con l'atto a rogito del notaio Federico di Bella di Farra di Soligo in data 21 luglio 2023, n. 591/522 di repertorio, con opportuno arrotondamento, è pari ad euro 126.000,00 (centoventiseimila virgola zero zero), per un valore complessivo delle Partecipazioni cedute di euro 378.000,00 (trecentosettantottomila virgola zero zero) rappresentative del 6,834% circa del capitale sociale di SOLIDFACTORY S.r.l..

Milano, 21 dicembre 2023

Dott.ssa Federica Cioni