

Valutazione
ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lett. b)
Codice Civile
di una partecipazione della società CLEIS TECH SRL
nel capitale della società
DESIGN SYSTEMS SRL
da conferire nella
SOLID WORLD GROUP SPA

Federica Cioni
dottore commercialista e revisore legale in Milano

1. PREMESSA

1.1 OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO

L'incarico ha per scopo la valutazione della quota di nominali euro 2.940,00 (duemilanovecentoquaranta virgola zero zero) rappresentativa del 9,8% del capitale sociale di DESIGN SYSTEMS S.r.l., società di diritto italiano con sede legale in Genova, Via Bensa n. 2/B, capitale sociale di Euro 30.000,00, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Genova 01566570998 (nel seguito la "**Partecipazione**") di proprietà della CLEIS TECH S.r.l., società di diritto italiano con sede legale in Genova, Via Bensa, 2/5 B, capitale sociale di Euro 119.000,00, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Genova 01567260995 (nel seguito "**Cleis**").

L'incarico è stato conferito ai sensi dell'articolo 2343 ter, secondo comma, lettera b) del codice civile in relazione alla prospettata operazione di aumento di capitale di 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 conferitaria**"), con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, comma 4, primo periodo, del codice civile, riservato a Cleis mediante l'aumento del capitale della Società conferitaria, comprensivo di sovrapprezzo, pari ad euro 300.000,00 (trecentomila virgola zero zero) e che sarà liberato da Cleis mediante il conferimento in natura della Partecipazione.

1.2 DATA DI RIFERIMENTO

La data di riferimento della presente valutazione è il 27 novembre 2023, data di conferimento dell'incarico e di consegna alla scrivente degli elaborati del Piano industriale previsionale 2023 – 2025 della DESIGN SYSTEMS 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 conferitaria sia dal soggetto conferente.

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 DESIGN SYSTEMS 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 DESIGN SYSTEMS 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 circa il valore attribuibile alla partecipazione di nominali euro 2.940,00 (duemilanovecentoquaranta virgola zero zero) rappresentativa del 9,8% del capitale sociale di DESIGN SYSTEMS S.r.l. alla data di riferimento del 27 novembre 2023 per le finalità sopra illustrate. 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. LA PARTECIPAZIONE OGGETTO DI STIMA

Come illustrato in precedenza, oggetto del conferimento da parte di Cleis è la partecipazione di nominali euro 2.940,00 (duemilanovecentoquaranta virgola zero zero) rappresentativa del 9,8% del capitale sociale di DESIGN SYSTEMS S.r.l. società di diritto italiano con sede legale in Genova, Via Bensa n. 2/5B,

capitale sociale di Euro 30.000,00, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Genova 01566570998.

La Società è stata costituita il 23.05.2005 avrà termine il 31.12.2050 ed ha per oggetto sociale principale le seguenti attività:

1. progettazione, produzione e commercializzazione di apparecchiature elettriche ed elettroniche;
2. progettazione, produzione e commercializzazione, anche iscrivendosi al ruolo agenti, di prodotti hardware e software orientati all'elaborazione dati ed automazione aziendale;
3. prestazione di servizi tecnici ed economici, nei limiti di quanto stabilito dalle vigenti leggi;
4. studi di fattibilità, realizzazione ed assistenza di programmi software e servizi di assistenza in genere, relativi ai sistemi informativi basati su elaboratori elettronici, sia avvalendosi di personale proprio sia mediante la collaborazione di imprese esterne;
5. operazioni di produzione, assemblaggio, acquisto, vendita, noleggio, riparazione e manutenzione di apparecchiature ed elaboratori elettronici, delle relative parti, accessori e programmi software ed anche apparecchiature non elettroniche ed attrezzature d'ufficio in genere ivi compresi mobili, arredi e quanto altro attinente le necessità operative d'ufficio.

Il suo Capitale sociale di euro 30.000,00 attualmente è così detenuto:

quota di nominali euro 15.300,00 (quindicimilatrecento virgola zero zero) pari al 51% (cinquantuno per cento) del capitale sociale è detenuta dal socio Solid World Group S.p.a.;

quota di nominali euro 5.880,00 (cinquemilaottocentottanta virgola zero zero) pari al 19,6% (diciannove virgola sei per cento) del capitale sociale è detenuta dal socio Cleis Tech S.r.l.;

quota di nominali euro 4.410,00 (quattromilaquattrocentodieci virgola zero zero) pari al 14,7% (quattordici virgola sette per cento) del capitale sociale è detenuta dal socio Silvio Girino;

quota di nominali euro 4.410,00 (quattromilaquattrocentodieci virgola zero zero) pari al 14,7% (quattordici virgola sette per cento) del capitale sociale è detenuta dal socio Enrico Ceresole;

Dalla visura presso il Registro delle Imprese di Genova risulta che attualmente la sua attività secondo la codifica ATECO 2017 è quella classificata con il Codice 62.09.09 e la sua attuale attività prevalente è quella installazione, manutenzione ed assistenza software.

DESIGN SYSTEMS S.r.l. è da anni partner certificato di Dassault Systèmes, produttore noto a livello internazionale di soluzioni CAD, PDM and PLM e fornisce ai propri Clienti consulenza, integrazione e training su queste soluzioni software mediante teams dedicati forniti di alte competenze tecniche e specialistiche. DESIGN SYSTEMS S.r.l. assiste i Clienti nei loro progetti di innovazione, trasformazione, ottimizzazione e digitalizzazione, aiutandoli a definire e personalizzare soluzioni tecnologiche adatte alle sfide affrontate nei rispettivi processi produttivi. Maggiori informazioni sulla sua attività possono essere assunte consultando il sito della Società <https://www.designsystemsplm.it/>

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 similari (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/OPCF: 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 – 2025 predisposto dal *management* di Design Systems 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 Dati in €	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25
	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated
Ricavi netti	3.827.140	1.858.845	3.563.772	3.906.836	4.271.813
Altri ricavi	2.085	8	8	-	-
Incremento di Imm.	-	-	-	-	-
Variazione SL e PF					
Valore della Produzione	3.829.225	1.858.852	3.563.779	3.906.836	4.271.813
Acquisti	(2.732.716)	(1.279.986)	(2.471.663)	(2.697.805)	(2.949.707)
Variazione magazzino	37.240	-	(3.550)	3.147	3.441
Servizi	(548.904)	(312.242)	(521.382)	(568.761)	(620.349)
Godimento beni di terzi	(27.413)	(20.385)	(40.771)	(40.771)	(40.771)
Personale	(262.021)	(123.564)	(262.812)	(265.421)	(268.056)
Oneri diversi di gestione	(22.436)	(8.877)	(17.931)	(17.931)	(17.931)
EBITDA	272.975	113.798	245.671	319.295	378.441
Adjustments	-	-	-	-	-
EBITDA Adj.	272.975	113.798	245.671	319.295	378.441
Ammortamenti	(9.351)	(2.345)	(4.695)	(4.195)	(4.195)
Accantonamenti	-	-	-	-	-
Svalutazioni crediti	-	-	-	-	-
EBIT	263.624	111.453	240.976	315.100	374.246
Proventi e Oneri Finanziari	(12.999)	(5.427)	(469)	-	-
Utili/Perdite su cambi	-	-	-	-	-
Risultato prima delle imposte	250.625	106.025	240.507	315.100	374.246
Imposte sul Reddito	(74.415)	(32.120)	(77.369)	(98.264)	(114.869)
Utile (Perdita) dell'esercizio	176.210	73.905	163.138	216.836	259.377

Stato Patrimoniale - CIN	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25
Dati in €	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated
Immobilizzazioni Immateriali	500	252	-	-	-
Immobilizzazioni Materiali	10.815	8.717	14.356	19.199	25.151
Immobilizzazioni Finanziarie	4.269	4.269	4.269	4.269	4.269
Totale Immobilizzazioni	15.583	13.238	18.625	23.468	29.419
Rimanenze	37.240	37.240	33.690	36.838	40.279
Crediti verso clienti	924.868	1.165.697	856.105	935.223	1.019.253
(Debiti verso fornitori)	(641.065)	(604.430)	(579.825)	(632.875)	(691.968)
Capitale Circolante Netto (CCN)	321.044	598.507	309.971	339.186	367.564
Altri Crediti	1.692	1.692	1.586	1.739	1.901
Altri Debiti	(25.252)	(31.377)	(26.159)	(27.642)	(29.215)
Crediti e Debiti Tributari	(5.116)	(165.014)	(2.954)	(20.895)	(16.604)
Ratei e Risconti	(192.104)	(819.201)	(170.527)	(186.869)	(204.755)
Capitale Circolante	100.264	(415.393)	111.917	105.519	118.890
Fondo TFR	(15.002)	(9.974)	(7.651)	(3.902)	(1.990)
Altri Fondi	(4.070)	(4.070)	(4.070)	(4.070)	(4.070)
Capitale Investito Netto	96.775	(416.199)	118.820	121.014	142.249
Parte corrente del debito finanziario netto	46.791	21.375	-	-	-
Debito Finanziario Corrente	133.171	1.323	-	-	-
Debito finanziario non corrente	-	-	-	-	-
Altre attività finanziarie correnti	-	-	-	-	-
Disponibilità liquide	(490.135)	(919.750)	(451.266)	(665.907)	(904.049)
Posizione finanziaria netta	(310.173)	(897.052)	(451.266)	(665.907)	(904.049)
Capitale	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Prestito Obbligazionario Convertibile					
Riserve	200.738	376.948	376.948	540.086	756.921
Utile (Perdita dell'Esercizio)	176.210	73.905	163.138	216.836	259.377
Patrimonio Netto	406.948	480.853	570.086	786.921	1.046.298
PFN e Patrimonio Netto	96.775	(416.199)	118.820	121.014	142.249

Rendiconto Finanziario	dic-22	giu-23	dic-23	dic-24	dic-25
Dati in €	Actual	Actual	Estimated	Estimated	Estimated
EBITDA	272.975	113.798	245.671	319.295	378.441
Imposte pagate	(74.415)	(32.120)	(77.369)	(98.264)	(114.869)
Flusso di cassa Lordo	198.560	81.678	168.302	221.031	263.572
Variazione del CCN	(266.494)	(3.382)	11.073	(29.215)	(28.378)
Δ di Altri Crediti / (Debiti)	(297)	(5.719)	1.013	1.331	1.411
Δ di Crediti / (Debiti) Tributari	(97.088)	30.878	(2.161)	17.940	(4.290)
Δ Ratei e Risconti	(206.647)	(53.406)	(21.577)	16.342	17.886
Δ di Fondi e Rischi (incl. TFR)	4.524	(2.688)	(7.351)	(3.749)	(1.912)
FCF dalle Attività Operative	(367.442)	47.361	149.298	223.680	248.288
Investimenti netti	(1.184)	4.083	(7.736)	(9.038)	(10.146)
Var Immobilizzazioni Finanziarie	-	-	-	-	-
FCF inclusi gli Investimenti	(368.626)	51.445	141.562	214.642	238.142
Proventi e Oneri Finanziari	(12.999)	(5.427)	(469)	-	-
Utili/Perdite su cambi	-	-	-	-	-
FCF dopo oneri finanziari	(381.626)	46.017	141.092	214.642	238.142
Δ Parte corrente del debito finanziario	(3.286)	(29.205)	(46.791)	-	-
Δ Debito finanziario corrente	14.959	(129.117)	(133.171)	-	-
Δ Debito finanziario non corrente	(46.791)	(21.375)	-	-	-
Δ Altre attività finanziarie correnti	-	-	-	-	-
Δ del Patrimonio Netto	-	80.654	-	-	-
FCF Netto	(416.744)	(53.025)	(38.870)	214.642	238.142

La Posizione Finanziaria Netta è stata assunta nel valore al 30.06.2023, sulle risultanze del Bilancio di periodo della DESIGN SYSTEMS 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 DESIGN SYSTEMS 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 2025, 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 del 27 novembre 2023, 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 World 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 segmento "*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 ²	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
Mediana		1,03	0,28	18,3%	14,2%		0,92

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

7. VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' DESIGN SYSTEMS S.r.l.

Sulla base di quanto illustrato in precedenza risulta che il valore dell'intero capitale della partecipata DESIGN SYSTEMS S.r.l. (anche "Equity Value") alla

Data di riferimento ammonta ad Euro 3.067.200,00.

Le risultanze di calcolo sono illustrate nei seguenti prospetti:

Design Systems - DCF, data di riferimento 27 Novembre 2023				
<i>EUR '000</i>	dic-23	dic-24	dic-25	Terminal Value
Valore della Produzione	3.563,8	3.906,8	4.271,8	4.357,2
<i>Crescita annua</i>		9,6%	9,3%	2,0%
EBITDA Adj.	245,7	319,3	378,4	386,0
<i>Margine</i>	6,9%	8,2%	8,9%	8,9%
Ammortamenti e accantonamenti	(5)	(4)	(4)	(4)
EBIT	241,0	315,1	374,2	381,7
Tasse figurative	(67,2)	(87,9)	(104,4)	(106,5)
NOPAT	173,7	227,2	269,8	275,2
(+) Ammortamenti & Accantonamenti	4,7	4,2	4,2	4,3
(-) Capex	(7,7)	(9,0)	(10,1)	(4,3)
Variazione del capitale circolante netto	(19,0)	2,6	(15,3)	(15,6)
Free Cash Flow to the Firm ("FCFF")	151,7	225,0	248,6	259,6
Terminal Value ("TV")	-	-	-	2.163,7
Discount period	0,12	1,12	2,12	2,12
Discount factor @14,0%	98,4%	86,3%	75,7%	75,7%
Discounted FCFF & TV	149,3	194,2	188,2	1.638,4
Enterprise Value @100,0%	2.170,2			
Posizione finanziaria netta 30/06/2023	897,1			
Equity Value @100,0%	3.067,2			

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:

		WACC				
		13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
LTGR	3,0%	3.457,3	3.340,2	3.233,7	3.136,5	3.047,4
	2,5%	3.351,6	3.244,6	3.146,8	3.057,3	2.974,9
	2,0%	3.255,6	3.157,3	3.067,2	2.984,4	2.907,9
	1,5%	3.167,8	3.077,3	2.994,0	2.917,1	2.845,9
	1,0%	3.087,4	3.003,7	2.926,4	2.854,8	2.788,4

Alla luce di quanto illustrato il valore economico alla Data di riferimento dell'intero capitale della società DESIGN SYSTEMS S.r.l., tenuto conto di un appropriato arrotondamento, è quantificato in euro 3.070.000,00 (tremilionisettantamila 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 27 novembre 2023, *il valore attribuibile alla partecipazione di nominali euro nominali euro 2.940,00 (duemilanovecentoquaranta virgola zero zero) rappresentativa del 9,8% del capitale sociale di DESIGN SYSTEMS S.r.l. è pari ad euro 300.860,00 (trecentomilaottocentosessanta virgola zero zero) e pertanto l'aumento di capitale della Solid World Group S.p.a, comprensivo del relativo sovrapprezzo, che sarà liberato con il conferimento della descritta partecipazione da parte di Cleis Tech S.r.l., non potrà essere superiore a tale importo.*

Milano, 21 dicembre 2023

Dott.ssa Federica Cioni