




Prof. Eugenio Pinto 

Spettabile
POSTE ITALIANE S.p.A.
Viale Europa, 190
00144 ROMA

Relazione ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile con riferimento alle azioni ordinarie di Telecom Italia S.p.A. oggetto di potenziale conferimento in natura nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria e totalitaria promossa da Poste Italiane S.p.A. il 22 marzo 2026, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del D.Lgs 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato e integrato.

Poste Italiane S.p.A. (di seguito, “Poste Italiane”, “Poste”, l’“Offerente”, o il “Committente” o la “Conferitaria”) ha conferito a PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. (di seguito, “PwC”) e al Prof. Eugenio Pinto (di seguito, l’“Esperto Indipendente” e, congiuntamente con PwC, gli “Esperti Indipendenti”, gli “Esperti”, o gli “Scriventi”), l’incarico di rilasciare una relazione di stima, ai sensi dell’articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, avente per oggetto la stima, alla data del 31 marzo 2026, del valore equo del 100% delle azioni ordinarie di Telecom Italia S.p.A. (di seguito, “TIM”, o l’“Emittente”) *post* Conversione (come *infra* definita) – dedotte le n. 4.293.639.902 azioni ordinarie dell’Emittente detenute da Poste, rappresentative del 20,104% del capitale sociale di TIM – ai fini del loro potenziale conferimento in natura (di seguito, l’“Incarico”) nell’ambito dell’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria e totalitaria promossa da Poste Italiane, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (di seguito, il “TUF”).

La struttura della presente Relazione (di seguito, la “Relazione”) è descritta nelle pagine seguenti.

INDICE

1. INTRODUZIONE.....	3
1.1. Il contesto di riferimento.....	3
1.2. Oggetto della Relazione e termini dell’Incarico	6
1.3. Data di riferimento	7
1.4. Documentazione utilizzata.....	7
1.5. Ipotesi e limitazioni.....	8
1.6. Lavoro svolto	10
1.7. Restrizioni all'uso della presente Relazione.....	10
1.8. Principali difficoltà incontrate in sede di stima del valore equo	11
2. DESCRIZIONE DELL’ASSET OGGETTO DI CONFERIMENTO.....	11
2.1. Profilo sintetico di TIM S.p.A. e del Gruppo TIM	11
2.2. Situazione patrimoniale ed economica di TIM al 31 marzo 2026	12
3. LA STIMA DEL VALORE EQUO DELLE AZIONI DI TIM	15
3.1. Premessa.....	15
3.2. Scelta delle metodiche della valutazione	15
3.3. Il metodo delle Quotazioni di Borsa (<i>Market Price</i>).....	17
3.4. Il metodo dei Multipli di Borsa (<i>Comparable Companies</i>)	17
3.5. Il metodo delle Transazioni Comparabili (<i>Precedent Transactions</i>).....	18
3.6. Il metodo dei <i>Target Price</i> degli Analisti (<i>Broker Consensus</i>).....	18
4. CONCLUSIONI.....	19

1. INTRODUZIONE

1.1. Il contesto di riferimento

Elementi essenziali dell'Offerta

Con comunicato diffuso in data 22 marzo 2026 (di seguito, la “Data di Annuncio”) – ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF, e dell'articolo 37 del Regolamento adottato dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (di seguito, “Consob”) con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (di seguito, il “Regolamento Emittenti”) – Poste Italiane ha reso noto al pubblico (di seguito, il “Comunicato *ex* 102”), *inter alia*, la decisione di promuovere un’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria e totalitaria (di seguito, l’“OPAS” o l’“Offerta”, o la “Prospettata Operazione”) avente ad oggetto la totalità del capitale sociale ordinario di TIM ⁽¹⁾, al netto delle n. 4.293.639.902 azioni ordinarie detenute da Poste Italiane rappresentative del 20,104% del capitale sociale dell’Emittente.

Per quanto rappresentato, ai fini della determinazione del numero massimo di azioni ordinarie dell’Emittente oggetto dell’Offerta, Poste Italiane ha tenuto conto della circostanza che, alla data di diffusione del Comunicato *ex* 102, risultava in corso la conversione delle azioni di risparmio di TIM in azioni ordinarie di nuova emissione della medesima, secondo un rapporto di conversione pari a 1:1, così come deliberata dall’Assemblea straordinaria degli azionisti ordinari e dall’Assemblea straordinaria degli azionisti di risparmio dell’Emittente in data 28 gennaio 2026 (di seguito, la “Conversione”). A titolo di completezza, si precisa che, in tale sede, è stata altresì deliberata la riduzione volontaria del capitale sociale di TIM – ai sensi dell’articolo 2445 del Codice Civile – fino a Euro 6.000.000.000, con destinazione del relativo importo (i) a riserva legale, fino a concorrenza del quinto del capitale sociale e, per la parte eccedente, (ii) a riserva disponibile di patrimonio netto (di seguito, la “Riduzione del Capitale TIM”).

Sulla scorta di quanto poc’anzi osservato, l’Offerente ha pertanto considerato, oltre alle n. 15.329.466.496 azioni ordinarie TIM emesse, anche le n. 6.027.791.699 azioni ordinarie TIM di nuova emissione al servizio della Conversione ⁽²⁾, *ivi* incluse le azioni proprie detenute dall’Emittente (di seguito, le “Azioni Proprie”).

Sempre per quanto rappresentato, nell’ambito dell’Offerta sono altresì tenute in considerazione le azioni di TIM che potrebbero essere eventualmente emesse – entro la fine del periodo di adesione all’Offerta – nell’ambito dei piani di compensi in essere basati su strumenti finanziari (di seguito, le “Azioni Aggiuntive”).

Premesso quanto sopra, l’Offerta è stata promossa su n. 17.063.618.293 azioni ordinarie di TIM *post* Conversione, *ivi* incluse le Azioni Proprie (di seguito, le “Azioni dell’Emittente Oggetto del Potenziale Conferimento”).


Per ciascuna azione ordinaria TIM portata in adesione all’Offerta, Poste Italiane riconoscerà un corrispettivo complessivo unitario (di seguito, il “Corrispettivo”) rappresentato dalle seguenti componenti:

- (i) una componente in denaro pari a Euro 0,167, e;
- (ii) una componente in azioni Poste pari a n. 0,0218 azioni ordinarie dell’Offerente di nuova emissione.

⁽¹⁾ Società di diritto italiano con azioni quotate su *Euronext Milan*, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

⁽²⁾ 21.357.258.195 azioni ordinarie dell’Emittente *post* Conversione.



Prof. Eugenio Pinto 

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 20 marzo 2026 (ultimo giorno di borsa aperta antecedente alla Data di Annuncio) e pari a Euro 21,462, il Corrispettivo complessivo per ciascuna azione di TIM esprime una valorizzazione pari a Euro 0,635 (e cioè Euro 0,167 + 0,0218 di 21,462) arrotondato al terzo decimale. Tale valorizzazione incorpora un premio del 9,01% rispetto al prezzo ufficiale di TIM alla data del 20 marzo 2026 (pari ad Euro 0,583 per azione), e riflette implicitamente un Corrispettivo composto, alla stessa data e su base percentuale, per il 26% circa dalla componente in denaro, e per il restante 74% circa dalla componente in azioni.

Poste Italiane, nel Comunicato *ex* 102, ha precisato che il Corrispettivo deve intendersi *ex* saldo dividendo Poste 2025 (di seguito, il "Saldo Dividendo Poste"). A tale proposito, l'Assemblea ordinaria degli azionisti dell'Offerente in data 27 aprile 2026 ha deliberato – in considerazione dell'importo già distribuito a titolo di acconto sul dividendo per l'esercizio 2025 in data 26 novembre 2025 pari a Euro 0,40 per azione di Poste – la distribuzione del saldo dividendo Poste 2025 pari Euro 0,85 per ogni azione di Poste in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo alla data prevista di godimento. La distribuzione del Saldo Dividendo Poste avverrà, in conformità alle norme di legge e regolamentari applicabili, con stacco della cedola in data 22 giugno 2026 (*ex-date*), e pagamento il 24 giugno 2026.

Si rileva inoltre che – in data 15 aprile 2026 – l'Assemblea degli azionisti dell'Emittente ha deliberato, *inter alia*:

- (i) l'autorizzazione, in sede ordinaria, all'acquisto di azioni proprie per massime n. 700.000.000 azioni ordinarie da intendersi ridotte, ad esito del Raggruppamento TIM (come definito al punto successivo), a massime complessive n. 70.000.000 azioni ordinarie (di seguito, l'"Acquisto di Azioni Proprie TIM");
- (ii) subordinatamente all'efficacia della Conversione e della Riduzione del Capitale di TIM, in sede straordinaria, il raggruppamento delle azioni ordinarie di TIM nel rapporto di n. 1 nuova azione ogni n. 10 azioni in circolazione, previo annullamento di azioni nel numero minimo necessario a consentire la quadratura complessiva di tale operazione (di seguito, il "Raggruppamento TIM") e;
- (iii) sempre in sede straordinaria, l'annullamento – senza riduzione del capitale sociale e con corrispondente incremento della parità contabile implicita delle Azioni TIM – fino ad un massimo di n. 700.000.000 azioni ordinarie da intendersi ridotte, ad esito del Raggruppamento TIM, a massime complessive n. 70.000.000 azioni ordinarie (di seguito, l'"Annullamento Azioni Proprie TIM").

Nel caso in cui le operazioni *supra* dovessero perfezionarsi prima della data di pagamento del Corrispettivo, il Corrispettivo e l'esborso massimo dell'Offerta dovranno essere tecnicamente ricalcolati tenendo conto dei relativi effetti.


In ogni caso, qualora, prima della data di pagamento del Corrispettivo, l'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo ai propri azionisti (diverso dal Saldo Dividendo Poste), o comunque fosse staccata dalle azioni oggetto dell'Offerta e/o dalle azioni dell'Offerente, a seconda dei casi, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati e/o, ferme restando le condizioni di efficacia dell'Offerta, l'Emittente dovesse approvare o dare corso a qualsiasi operazione sul proprio capitale sociale e/o sulle azioni dell'Emittente (diverse dall'Acquisto Azioni Proprie TIM, dall'Annullamento Azioni Proprie TIM e dal Raggruppamento), l'Offerente ne terrà conto ai fini dell'aggiustamento del Corrispettivo e/o dell'esborso massimo dell'Offerta.

L'eventuale aggiustamento del Corrispettivo per effetto di quanto precede sarà reso noto con le modalità e nei tempi prescritti dalla normativa applicabile.

Vi è poi da aggiungere che l'efficacia dell'Offerta è condizionata all'avveramento di alcune condizioni (di seguito, le "Condizioni di Efficacia dell'Offerta"), fra le quali si segnala, in particolare:

- (i) che venga rilasciata l'autorizzazione da parte di Banca d'Italia, senza prescrizioni, condizioni o limitazioni;
- (ii) che le competenti autorità *antitrust* approvino senza condizioni, limitazioni e prescrizioni l'operazione di acquisizione di TIM proposta dall'Offerente con l'OPAS;
- (iii) che l'Offerente venga a detenere, all'esito dell'Offerta – tenuto conto della partecipazione già detenuta e per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile – una partecipazione superiore al 66,67% del capitale sociale ordinario dell'Emittente esistente e in circolazione a tale data (di seguito, la "Condizione Soglia");
- (iv) che, tra la Data di Annuncio e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, gli organi sociali dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non deliberino, non compiano, anche qualora deliberati prima della data di annuncio dell'OPAS, né si impegnino a compiere o comunque procurino il compimento di (anche con accordi condizionati e/o *partnership* con terzi) atti od operazioni: (a) da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica e/o finanziaria e/o dell'attività dell'Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) come rappresentate nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione di TIM in data 11 marzo 2026, e (b) che siano comunque incoerenti con l'Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, salvo che ciò sia dovuto in ottemperanza a obblighi di legge e/o a seguito di richiesta delle autorità;
- (v) che, tra la Data di Annuncio e il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'Emittente e/o le sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate non deliberino e comunque non compiano, anche qualora deliberati prima della data dell'annuncio dell'OPAS, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'articolo 104 del TUF, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'Assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria dell'Emittente o siano decisi e posti in essere autonomamente dall'Assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria e/o dagli organi di gestione delle società controllate e/o collegate dell'Emittente, e;
- (vi) che, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, (a) non si siano verificati circostanze o eventi straordinari a livello nazionale e/o internazionale (i) che comportino o possano comportare significativi mutamenti negativi nella situazione politica, sanitaria, finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato o (ii) che abbiano o possano avere effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale dell'Emittente (e/o delle sue società controllate e/o collegate) come rappresentata nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione di TIM in data 11 marzo 2026 e/o dell'Offerente (e/o delle sue società controllate e/o collegate) come rappresentata nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Poste in data 17 marzo 2026, e/o (b) non siano emersi fatti o situazioni relativi all'Emittente (e/o alle sue società controllate e/o collegate), non noti al mercato alla Data di Annuncio, che abbiano l'effetto di modificare in modo pregiudizievole l'attività o la situazione dell'Emittente (patrimoniale, economica, reddituale o operativa e/o delle sue società controllate e/o collegate) come rappresentata nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione di TIM in data 11 marzo 2026.



Prof. Eugenio Pinto 

L'Offerente potrà rinunciare solo espressamente, mediante comunicazione al mercato ai sensi della normativa vigente, in tutto o in parte, a una o più delle Condizioni di Efficacia ovvero modificarle, in tutto o in parte, in conformità alla disciplina applicabile.

Per una trattazione esaustiva delle Condizioni di Efficacia dell'Offerta – e dei termini e delle condizioni dell'Offerta – si rinvia al Comunicato *ex* 102.

Aumento di capitale dell'Offerente al servizio dell'Offerta

Tenuto conto che la componente in azioni del Corrispettivo è rappresentata da azioni Poste da emettersi in esecuzione dell'aumento di capitale al servizio dell'Offerta, in data 22 marzo 2026 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato di sottoporre all'Assemblea straordinaria dei soci dell'Offerente – convocandola per il 18 giugno 2026 – la proposta di delegare all'organo amministrativo di Poste, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile (di seguito, la "Delega"), l'aumento del capitale sociale dell'Offerente al servizio dell'Offerta, in via scindibile e anche in più *tranches*, da liberarsi anche mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle azioni oggetto dell'offerta portate in adesione all'Offerta (o comunque conferite in Poste in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o diritto di acquisto ai sensi degli artt. 108 e 111, del TUF, ove ne ricorrano i presupposti), e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile (di seguito, l'"Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta").

Il Consiglio di Amministrazione di Poste Italiane si avvarrà della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile per la stima delle Azioni dell'Emittente Oggetto del Potenziale Conferimento.

In caso di integrale adesione all'Offerta, saranno assegnate complessivamente massime n. 371.986.879 azioni ordinarie di nuova emissione di Poste in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta che, alla data di pagamento del Corrispettivo, rappresenteranno il 22,17% del capitale sociale di Poste e sarà corrisposto un ammontare complessivo in denaro pari a Euro 2.849.624.254,93.

1.2. Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico


In tale contesto, Poste Italiane ha conferito agli Esperti l'Incarico congiunto di rilasciare la presente Relazione, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, con riferimento al valore equo delle Azioni dell'Emittente Oggetto del Potenziale Conferimento (di seguito, i "Servizi").

Il mandato è stato formalizzato con gli Esperti con un contratto (di seguito, il "Contratto"), che si intende qui espressamente ed integralmente richiamato ai fini della disciplina dei termini e delle condizioni che regolano il rapporto in forza del quale è resa la presente Relazione.

Le Azioni dell'Emittente Oggetto del Potenziale Conferimento sono state esaminate e valutate nelle condizioni "normali" di funzionamento – astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, tra cui operazioni sul proprio patrimonio netto e/o sulle azioni – e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Le Azioni dell'Emittente sono state, inoltre, valutate in ottica *stand-alone*, senza, pertanto, tener conto di possibili sinergie e/o diseconomie specifiche derivanti dalla possibile acquisizione da parte di Poste, ma riflettendo i premi mediamente pagati in operazioni similari che, *inter alia*, potrebbero includere le relative sinergie.



Prof. Eugenio Pinto 

Ai fini di un adeguato inquadramento della prospettiva valutativa adottata, occorre altresì tener conto che l'oggetto di valutazione è rappresentato da un pacchetto azionario idoneo a determinare il trasferimento del controllo di TIM. Conseguentemente, la valutazione è stata effettuata in questa prospettiva e non in quella attribuibile a una partecipazione di minoranza (si rimanda al paragrafo precedente per ulteriori dettagli in merito alla Condizione Soglia).

Vi è poi da aggiungere che l'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a TIM. Pertanto, l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche disponibili. Poiché anche gli Scriventi non hanno accesso ad informazioni private relative a TIM, la presente valutazione si è dovuta anch'essa fondare esclusivamente su informazioni pubbliche.

1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della presente Relazione è il 31 marzo 2026, coincidente con la data di riferimento dell'ultima situazione economica e patrimoniale consolidata dell'Emittente approvata dal Consiglio di Amministrazione di TIM in data 6 maggio 2026, non sottoposta a revisione contabile, e comunicata al mercato in data 6 maggio 2026.

I parametri finanziari e di mercato relativi a TIM utilizzati nell'ambito delle analisi valutative sono quelli cosiddetti "*undisturbed*" e cioè riferiti a intervalli temporali antecedenti l'ultimo giorno di borsa aperta (20 marzo 2026) prima dell'annuncio dell'OPAS. I dati successivi potrebbero infatti essere influenzati, fra l'altro, dall'annuncio dell'OPAS stessa.

Si sono altresì considerate, ove applicabili, le informazioni disponibili aggiornate in prossimità della data di emissione della Relazione.

Si ricorda che la Relazione è utilizzabile ai fini di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, a condizione che la predetta data di riferimento preceda di non oltre sei mesi il conferimento delle Azioni dell'Emittente nell'Offerente, in esecuzione dell'Aumento di Capitale. Pertanto, non si può escludere che gli amministratori dell'Offerente chiedano aggiornamenti della presente Relazione in prossimità della deliberazione dell'Aumento di Capitale in esercizio della Delega.

1.4. Documentazione utilizzata

L'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a TIM; pertanto, l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche disponibili. Analogamente, nello svolgimento del presente Incarico anche gli Esperti non hanno avuto accesso ad informazioni private relative all'Emittente.

Tale aspetto caratterizza i contenuti ed i risultati della presente Relazione, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati ed i risultati ottenuti.

Ai fini della presente Relazione, le principali informazioni utilizzate per lo svolgimento delle nostre analisi sono state le seguenti (si seguito anche "Base Informativa"):

- Comunicazione dell'Offerente ai sensi degli articoli 102, comma 1, del TUF e 37 del Regolamento Emittenti;
- *Investor Presentation* dell'Offerente del 23 marzo 2026;

- Comunicato Stampa e presentazione dei risultati preliminari FY 2024 e Aggiornamento Piano Strategico (2025-2027) emessi dall'Emittente datati 12 e 13 febbraio 2025;
- Relazione Finanziaria Annuale 2025 dell'Emittente;
- Comunicato Stampa e presentazione dei risultati preliminari FY 2025 e *Update 2026* emessi dall'Emittente datati 24 e 25 febbraio 2026;
- *Financial Statements* di TIM S.A. al 31 dicembre 2025;
- Informativa Finanziaria dell'Emittente al 31 marzo 2026;
- Comunicato Stampa e presentazione dei risultati Q1 2026 emessi dall'Emittente in data 6 e 7 maggio 2026;
- *Individual and Consolidated Financial Information* di TIM S.A. al 31 marzo 2026;
- i *broker report* disponibili relativi al titolo TIM, pubblicati post annuncio dei risultati finanziari del FY2025;
- dati e informazioni di mercato tratti da banche-dati specializzate quali, ad esempio, quotazioni di mercato, volumi scambiati, *target price* e informazioni finanziarie consuntive e prospettiche, basate sul *consensus* degli analisti, relativi all'Emittente, a TIM S.A. e alle altre società analizzate ai fini dello sviluppo delle analisi valutative;
- ulteriori dati, documenti ed informazioni, di natura pubblica, necessari allo svolgimento del processo valutativo.

1.5. Ipotesi e limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi critica e di stima in cui sono riflessi anche elementi di natura soggettiva;
- l'analisi è basata esclusivamente su informazioni e documenti pubblicamente disponibili. Data la natura del nostro Incarico la responsabilità sulla correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete esclusivamente a chi li ha redatti. Gli Esperti non hanno svolto analisi di completezza e correttezza di tali informazioni e documenti e declinano, pertanto, ogni responsabilità in merito;
- le analisi di valore assumono a riferimento la situazione patrimoniale consolidata di TIM al 31 marzo 2026;
- nell'ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al *management* di TIM, alla società di revisione dell'Emittente o ai suoi consulenti. Non escludiamo che qualora avessimo avuto pieno accesso a TIM, i risultati delle analisi avrebbero potuto essere significativamente diversi da quelli riportati nella Relazione;
- nell'ambito del nostro Incarico non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di TIM e verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia non riportate nei bilanci e nella situazione patrimoniale consolidata al 31 marzo 2026 dell'Emittente. Di conseguenza, gli Esperti non esprimono alcun parere né alcuna altra forma di attestazione sui dati economico - patrimoniali dell'Emittente o su qualsiasi altra informazione finanziaria;
- le analisi del valore delle Azioni dell'Emittente Oggetto del Potenziale Conferimento sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale;

- TIM è stata esaminata in condizioni “normali” di funzionamento, ovvero astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, tra cui operazioni sul proprio patrimonio netto e/o sulle azioni, e facendo riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione;
- le metodologie di valutazione utilizzate ai fini del nostro Incarico fanno riferimento direttamente o indirettamente a dati correnti e prospettici (di seguito anche “Dati Previsionali”) e fattori quali: prezzi di Borsa, multipli di Borsa e di transazioni di mercato ed altre informazioni desumibili dal mercato finanziario e soggetti per loro natura a fluttuazioni. I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito della valutazione sono stati aggiornati fino in prossimità all'emissione della Relazione. Non si può escludere che il perdurare dell'attuale instabilità geo-politica possa avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie, sul valore equo di TIM;
- gli Esperti non hanno assoggettato i Dati Previsionali a revisione o *due diligence* ed hanno assunto che questi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni disponibili in relazione ai futuri risultati dell'Emittente. I Dati Previsionali, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni di TIM, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati e azioni dai quali traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura o tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi e azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Gli Esperti non assumono alcuna responsabilità in merito al raggiungimento dei Dati Previsionali;
- l'Incarico non ha previsto attività ed il rilascio di alcun giudizio professionale assimilabili a quanto indicato dall'ISAE 3400 (“*The examination of Prospective Financial Information*” emesso dall'IFAC - *International Federation of Accountants*). Pertanto, in nessun caso le analisi svolte ai fini della presente Relazione possono essere intese come giudizio professionale o altra sorta di opinione espressa a garanzia dei Dati Previsionali, delle ipotesi alla base degli stessi e dei rischi idiosincratichi dell'Emittente;
- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento nella gestione e nell'attività di Poste, di TIM, degli azionisti delle stesse, né nelle decisioni in merito alla fattibilità o convenienza dell'Offerta;
- considerate le finalità del nostro Incarico, che sono esclusivamente quelle di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, la presente Relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio degli azionisti di TIM in merito alle condizioni dell'Offerta promossa da Poste, né può costituire in alcun modo una raccomandazione ad aderire all'Offerta stessa;
- la nostra Relazione non è, inoltre, finalizzata ad esprimere alcun giudizio sul valore delle azioni Poste, sulla congruità del corrispettivo offerto e sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Poste. Infatti, tale giudizio di congruità compete, per scelta di Poste, al soggetto incaricato della revisione legale dell'Offerente: e cioè a Deloitte & Touche S.p.A., ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, del Codice Civile, dell'articolo 158 del TUF e dell'articolo 70, comma 4 e comma 7, del Regolamento Emittenti;

- la presente Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio, parere, aspettativa o commento in merito all’esito dell’Offerta o delle autorizzazioni connesse all’Offerta. Inoltre, i risultati contenuti nella presente Relazione non costituiscono in alcun modo una garanzia riguardo alla consistenza patrimoniale o sulle prospettive future dell’Emittente;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura contabile, legale e/o fiscale, con la conseguenza che gli Esperti non assumono alcuna responsabilità riguardante aspetti contabili, legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale. L’incarico, inoltre, non comprende attività di *due diligence* di alcun tipo;
- i dati contenuti nella presente Relazione possono essere arrotondati per eccesso e per difetto. Eventuali incongruenze e/o differenze tra i dati riportati all’interno della Relazione potrebbero essere il risultato di tale arrotondamento;
- gli Esperti hanno sviluppato le proprie analisi sulla base dell’assunto che nel periodo compreso fra il 31 marzo 2026 e la data della presente Relazione non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico – patrimoniale – finanziario, nel profilo di rischio e nelle prospettive dell’Emittente;
- le nostre analisi hanno assunto l’emissione delle n. 6.027.791.699 azioni ordinarie TIM al servizio della Conversione e non hanno considerato gli effetti di eventuali ulteriori operazioni dell’Emittente che potrebbero provocare un aggiustamento del Corrispettivo e/o dell’esborso massimo dell’Offerta richiamato nel paragrafo 1.1.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal rappresentante legale di Poste che lo stesso non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro che non ci siano stati presentati e discussi.

1.6. Lavoro svolto

Ai fini dell’espletamento del nostro Incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esame della Base Informativa;
- identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili, tenuto conto della finalità della valutazione, delle informazioni disponibili e dell’oggetto della valutazione;
- definizione delle grandezze e dei parametri necessari all’applicazione delle metodologie valutative individuate;
- sviluppo delle metodologie valutative;
- analisi complessiva dei risultati ottenuti e definizione di una sintesi valutativa;
- predisposizione della presente Relazione.

1.7. Restrizioni all'uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.2 “*L’Incarico ricevuto*” e previste dall’art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile. Non accettiamo alcuna responsabilità per danni derivanti dall’utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.8. Principali difficoltà incontrate in sede di stima del valore equo

La stima del valore equo delle Azioni dell'Emittente e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali difficoltà incontrate nel corso del lavoro:

- le considerazioni valutative sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informazioni pubblicamente disponibili in merito a TIM, senza avere accesso a informazioni private relative all'Emittente e/o accesso al management di TIM. Non si può escludere che l'eventuale accesso a informazioni non pubblicamente disponibili relative a TIM – a parità di altre condizioni – avrebbe potuto avere un impatto, anche significativo, sulle analisi e le considerazioni riportate nella presente Relazione;
- ciascuna metodologia valutativa adottata ai fini dello svolgimento delle analisi riportate nella presente Relazione è contraddistinta da limiti propri in funzione delle sue specifiche caratteristiche. I metodi di valutazione considerati hanno richiesto l'applicazione di un processo di analisi articolato e complesso, che ha comportato l'effettuazione di una pluralità di scelte valutative. Si evidenzia, in proposito, che per sua natura la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi critica e di stima in cui sono riflessi anche elementi di natura soggettiva. I risultati dell'analisi sono pertanto sensibili alle scelte valutative effettuate;
- le considerazioni valutative sono state sviluppate, fra l'altro, sulla base di informazioni di mercato e dati finanziari di fonte pubblica che presentano per loro natura profili di incertezza e variabilità, anche di carattere speculativo. Tali profili sono peraltro acuiti, da un lato, dalla dinamicità dei mercati di riferimento dell'Emittente e del settore delle Telecomunicazioni europeo in generale e, dall'altro, dal perdurare delle tensioni geopolitiche internazionali. L'evoluzione di tale contesto di crisi non è ad oggi prevedibile, così come gli eventuali impatti di medio e lungo termine sull'economia reale, sui mercati finanziari e, anche, sull'oggetto della nostra analisi.

2. DESCRIZIONE DELL'ASSET OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1. Profilo sintetico di TIM S.p.A. e del Gruppo TIM

TIM S.p.A. è il principale operatore di telecomunicazioni in Italia, quotato sul mercato regolamentato di Borsa Italiana (indice FTSE MIB).


TIM S.p.A. è oggi focalizzata sul solo business dei servizi (la c.d. *ServCo*) dopo la separazione strutturale e la cessione della rete fissa nazionale (la c.d. *NetCo*).

Il 1° luglio 2024 è stato infatti perfezionato, per un corrispettivo lordo fino a Euro 22 miliardi, il *closing* della cessione di *NetCo* – il ramo d'azienda che comprende l'infrastruttura di rete primaria e secondaria, l'attività *wholesale* e la partecipazione in Telenergia – mediante conferimento in FiberCop (all'epoca controllata al 58% da TIM) e successiva cessione del 100% di FiberCop a favore di Optics BidCo, veicolo controllato da KKR.

Il Gruppo TIM opera prevalentemente in Italia e Brasile, con il marchio TIM utilizzato in modo unificato per l'offerta di servizi di comunicazione fissa, mobile e ICT.

In Italia gestisce una delle più estese piattaforme mobili 4G/5G a livello nazionale; in Brasile, tramite TIM Brasil, è tra i principali operatori mobili e *leader* di copertura 4G e 5G nel Paese.



Prof. Eugenio Pinto 

Il modello di business integra servizi di connettività, *cloud* e soluzioni digitali con un forte orientamento alla sostenibilità, alla transizione energetica e all'innovazione, in coerenza con i piani industriali e gli obiettivi ESG del Gruppo.

Al 31 marzo 2026, il Gruppo conta 25.782 dipendenti (16.763 nel perimetro *Domestic*, 9.019 in Brasile, esclusa Sparkle S.p.A. in dismissione).

Struttura del Gruppo

Il Gruppo TIM è articolato nelle seguenti principali aree di attività:

- TIM Domestic - *Consumer*: telefonia mobile e fissa, connettività *broadband* e ultralarga, servizi media e intrattenimento per clientela *retail* e *small business*;
- TIM Domestic - *Enterprise*: soluzioni ICT integrate, *cloud* (Noovle), *cybersecurity* e connettività dedicata per PA e grandi imprese;
- TIM Brasil: secondo operatore mobile in Brasile per quota di mercato, con circa 60 milioni di linee mobili;
- Sparkle (in dismissione): operatore internazionale *wholesale* su rete sottomarina e terrestre.

2.2. Situazione patrimoniale ed economica di TIM al 31 marzo 2026


Come riportato nella Informativa Finanziaria dell'Emittente al 31 marzo 2026, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 6 maggio 2026 e non sottoposta a revisione contabile (di seguito anche "Informativa"), il primo trimestre dell'anno si caratterizza per un parziale rallentamento dell'attività sul perimetro domestico, dovuto a una flessione temporanea dei ricavi da operatori MVNO (*Mobile Virtual Network Operators*), legata al graduale avvicendamento di grandi clienti *wholesale* tra il 2025 e il 2026, come già preannunciato in occasione della presentazione dei risultati preconsuntivi dello scorso esercizio.

L'Informativa prosegue affermando che i risultati sono in linea con le stime del Gruppo, che prevedono una decisa accelerazione nella seconda parte dell'anno e che, alla luce dell'andamento dei principali segmenti di business nei primi tre mesi del 2026, viene confermato l'aggiornamento del budget e della *guidance* per il 2026 approvati dal Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2026, confermando i *trend* di crescita previsti negli obiettivi già presentati al mercato per l'esercizio.

Si riporta a pagina seguente il conto economico consolidato di TIM al 31 marzo 2026 preso a riferimento per le analisi valutative, a confronto con i medesimi dati al 31 marzo 2025. Al 31 marzo 2026 (così come già indicato a partire dal primo trimestre 2025) il gruppo Sparkle è classificato, ai sensi dell'IFRS 5, quale *Attività disponibile per la vendita*, essendo la cessione ritenuta altamente probabile.

Come riferito nell'Informativa, i ricavi totali di Gruppo ammontano a 3,3 miliardi di euro, in crescita del 1,4% anno su anno (-0,9% nel domestico a 2,2 miliardi di euro, +6,4% in Brasile a 1,1 miliardi di euro); i ricavi da servizi di Gruppo sono in crescita del 2,3% anno su anno a 3,1 miliardi di euro (+0,2% nel domestico a 2,1 miliardi di euro, +6,5% in Brasile a 1,1 miliardi di euro); escludendo la componente di attività di MVNO, la crescita dei ricavi totali di Gruppo risulterebbe pari al 3,1% anno su anno e la crescita dei ricavi da servizi al 4,1% anno su anno.



Prof. Eugenio Pinto 

L'EBITDA organico di Gruppo al netto della componente non ricorrente è in lieve calo e diminuisce dell'1,7% anno su anno a 1,0 miliardo di euro (-7,1% nel domestico a 0,4 miliardi di euro, +3,9% in Brasile a 0,5 miliardi di euro).

Conto Economico (Euro milioni)	31.03.2026	31.03.2025
Ricavi	3.321	3.276
Altri proventi operativi	59	42
Totale ricavi e proventi operativi	3.380	3.318
Acquisti di materie e servizi	(1.987)	(1.919)
Costi del personale	(576)	(383)
Altri costi operativi	(185)	(141)
Variazione delle rimanenze	34	(2)
Attività realizzate internamente	66	68
Risultato operativo ante ammortamenti, plusvalenze/(minusvalenze) e ripristini di valore/(svalutazioni) di attività non correnti (EBITDA)	732	941
Ammortamenti	(725)	(735)
Plusvalenze/(Minusvalenze) da realizzo di attività non correnti	15	3
Ripristini di valore/(Svalutazioni) di attività non correnti	-	-
Risultato operativo (EBIT)	22	209
Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate e Joint Ventures valutate con il metodo del patrimonio netto	(3)	(7)
Altri proventi/(oneri) da partecipazioni	-	-
Proventi finanziari	225	228
Oneri finanziari	(455)	(501)
Utile (perdita) prima delle imposte derivante dalle attività in funzionamento	(211)	(71)
Imposte sul reddito	(28)	11
Utile (perdita) derivante dalle attività in funzionamento	(239)	(60)
Utile (perdita) da Attività cessate/Attività non correnti destinate ad essere cedute	(9)	(21)
Utile (perdita) del periodo	(248)	(81)
Attribuibile a:		
Soci della Controllante	(292)	(124)
Partecipazioni di minoranza	44	43

In lieve calo (-2,7% anno su anno) anche l'EBITDA After Lease di Gruppo, pari a 0,8 miliardi di euro (-8,2% nel domestico a 0,4 miliardi di euro, +4,3% in Brasile a 0,4 miliardi di euro). Escludendo la componente di attività di MVNO, la crescita dell'EBITDA After Lease di Gruppo risulterebbe pari al 4,1% anno su anno.

L'Informativa riporta inoltre che gli investimenti di Gruppo ammontano a 0,4 miliardi di euro, pari al 12,5% dei ricavi e che l'Indebitamento Finanziario Netto rettificato After Lease di Gruppo al 31 marzo è inferiore a 7,3 miliardi di euro, con una leva inferiore a 2x. L'Equity Free Cash Flow After Lease del primo trimestre è negativo per 0,4 miliardi di euro a seguito della stagionalità del *net working capital*.

Per maggiori informazioni e dettagli si rimanda alla documentazione pubblicamente disponibile.

Si riporta a pagina seguente una sintesi della situazione patrimoniale – finanziaria consolidata di TIM al 31 marzo 2026 presa a riferimento per le analisi valutative, a confronto con i medesimi dati al 31 dicembre 2025.

Stato Patrimoniale (Euro milioni)	31.03.2026	31.12.2025
Attività		
Attività immateriali	16.557	16.470
Avviamento	11.111	11.025
Attività immateriali a vita utile definita	5.446	5.445
Attività materiali	4.220	4.114
Immobili, impianti e macchinari di proprietà	4.220	4.114
Diritti d'uso su beni di terzi	3.351	3.240
Altre attività non correnti	2.519	2.412
Partecipazioni in imprese collegate e Joint Ventures valutate con il metodo del patri	252	241
Altre partecipazioni	128	120
Crediti finanziari non correnti per contratti di locazione attiva	36	34
Altre attività finanziarie non correnti	433	397
Crediti vari e altre attività non correnti	1.147	1.110
Attività per imposte anticipate	523	510
Totale Attività non correnti	26.647	26.236
Attività correnti	9.652	9.271
Rimanenze di magazzino	273	235
Crediti commerciali, vari e altre attività correnti	5.645	5.317
Crediti per imposte sul reddito	91	89
Attività finanziarie correnti	3.643	3.630
Crediti finanziari correnti per contratti di locazione attiva	45	44
Titoli diversi dalle partecipazioni, altri crediti finanziari e altre attività finanziarie c	1.544	1.538
Cassa e altre disponibilità liquide equivalenti	2.054	2.048
Attività cessate/ Attività non correnti destinate ad essere cedute	1.169	1.227
di natura finanziaria	103	162
di natura non finanziaria	1.066	1.065
Totale Attività correnti	10.821	10.498
Totale Attività	37.468	36.734
Patrimonio netto e Passività		
Patrimonio netto	13.473	13.455
Patrimonio netto attribuibile ai Soci della Controllante	12.118	12.219
Patrimonio netto attribuibile alle partecipazioni di minoranza	1.355	1.236
Passività non correnti	12.936	11.761
Passività finanziarie non correnti per contratti di finanziamento e altri	8.819	7.991
Passività finanziarie non correnti per contratti di locazione passiva	2.639	2.476
Fondi relativi al personale	354	188
Passività per imposte differite	52	55
Fondi per rischi e oneri	475	439
Debiti vari e altre passività non correnti	597	612
Passività correnti	10.516	10.922
Passività finanziarie correnti per contratti di finanziamento e altri	2.646	3.027
Passività finanziarie correnti per contratti di locazione passiva	532	515
Debiti commerciali, vari e altre passività correnti	7.287	7.317
Debiti per imposte sul reddito	51	63
Passività direttamente correlate ad Attività cessate/Attività non correnti destinate ad essere cedute	543	596
di natura finanziaria	33	89
di natura non finanziaria	510	507
Totale Passività correnti	11.059	11.518
Totale Passività	23.995	23.279
Totale Patrimonio netto e passività	37.468	36.734

3. LA STIMA DEL VALORE EQUO DELLE AZIONI DI TIM

3.1. Premessa

Oggetto della presente Relazione sono le Azioni dell'Emittente Oggetto di Potenziale Conferimento. Ciò significa che:

- l'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni oggetto di Offerta che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale disponibile di TIM non detenuto dall'Offerente e non dalle singole azioni;
- la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il totale delle azioni ordinarie di TIM. Tale prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in un'ottica di funzionamento e *stand alone*, prescindendo, pertanto da specifiche sinergie realizzabili da un determinato acquirente mediante una possibile integrazione.

In base all'Incarico ricevuto, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo ed indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, volto a stimare il valore equo dei beni oggetto del potenziale conferimento, applicando i principi e criteri generalmente riconosciuti.

Secondo il Codice Civile, scopo della stima è evitare che, mediante una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti impropriamente incrementato.

Va tuttavia considerata anche la sostanza economica dell'Offerta che rappresenta un'offerta per l'acquisizione della totalità delle azioni di TIM. In tale tipologia di operazioni, il conferimento avviene a fronte del corrispettivo offerto dall'acquirente che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti, pena la non adesione all'offerta.

Pertanto, se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento siano ispirate a prudenza, considerando soprattutto i valori in atto, e limitando il riconoscimento di componenti aventi carattere meramente potenziale, nell'ambito di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto del fatto che il conferimento ha luogo solo se il corrispettivo offerto è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti).

Pertanto, la prudenza deve essere intesa come la verifica che il valore equo attribuibile alle azioni TIM sia quello che avrebbe potuto ottenersi altrimenti sul mercato sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere da benefici specifici che potranno derivare dall'integrazione con Poste.

Di conseguenza, in forza di quanto sopra, le analisi di valore sono state svolte prescindendo dalle sinergie nette e dai costi di integrazione specifici comunicati da Poste, ritenendo opportuno riflettere invece, laddove applicabili, i premi mediamente riconosciuti in operazioni similari.

3.2. Scelta delle metodiche della valutazione

Come prescrive l'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, nell'esecuzione dell'Incarico si è fatto riferimento ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento e, in quanto applicabili, anche ai PIV-Principi Italiani di Valutazione emanati dall'OIV-Organismo Italiano di Valutazione.

In termini generali, i metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- Metodi basati sui dividendi attesi dall'investimento (metodo del *Dividend Discount Model*);
- Metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro (metodo dei flussi di cassa attualizzati o *Discounted Cash Flow Method* o "DCF");
- Metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- Metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale semplice o complesso);
- Metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale);
- Analisi comparativa di aziende simili (Metodo dei Multipli di Borsa e Metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili);
- Metodo delle Quotazioni di Borsa e dei *Target Price* degli analisti (considerati rilevanti per le aziende quotate).

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo sia funzione della finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività di appartenenza e della quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

La scelta delle metodologie per esprimere il valore equo delle azioni di TIM è stata effettuata considerando la finalità dell'incarico, la natura dell'attività dell'Emittente, il contesto complessivo di riferimento nonché le informazioni effettivamente disponibili per quantità e qualità.

Nel caso in esame un primo dato imprescindibile da cui prendere le mosse è la circostanza che le azioni TIM sono quotate in borsa (fanno infatti parte dell'indice FTSE MIB) e presentano profili di liquidità tali da rendere le loro quotazioni di borsa segnaletiche di quello che l'IFRS 13 - *International Financial Reporting Standard* definisce come il Livello 1 (il più alto) della gerarchia del *fair value* (o valore equo).

Secondo elemento di rilievo è la circostanza che la presente valutazione si fonda esclusivamente su informazioni di pubblico dominio, senza alcun accesso a TIM, e che le informazioni prospettiche relative all'Emittente pubblicamente disponibili non consentono la declinazione di alcuni dei metodi valutativi adeguatamente profonda e accurata.

In particolare, non si ritiene sussistano i presupposti per un'applicazione efficace dei cosiddetti metodi fondamentali di valutazione quali il DCF-*Discounted Cash Flow* e il DDM-*Dividend Discount Model*, tanto più se si considera la necessità di adottare un atteggiamento prudente, argomentato e verificabile della stima.

Considerato quanto sopra, ai fini della presente analisi sono stati adottati i seguenti metodi, combinati in modo prudente:

- Metodo delle Quotazioni di Borsa ante annuncio dell'OPAS (*Market Price*);
- Metodo dei Multipli di Borsa (*Comparable Companies*);
- Metodo delle Transazioni Comparabili (*Precedent Transactions*);
- Metodo dei *Target Price* degli Analisti (*Broker Consensus*).

Avuto riguardo alla sostanza economica della prospettata operazione nel suo complesso che, come illustrato, rappresenta un'offerta per l'acquisizione della totalità del capitale sociale dell'Emittente, si è ritenuto

opportuno aggiungere, laddove applicabile, al valore equo calcolato in una prospettiva *stand alone* un premio di controllo, quantificato sulla base di transazioni recenti di mercato.

Si fornisce, nel prosieguo, una breve descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate e della loro applicazione.

3.3. Il metodo delle Quotazioni di Borsa (*Market Price*)

Il Metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere alle azioni di una società un valore pari a quello ad esse attribuito dal mercato borsistico nel quale tali azioni sono negoziate.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l'arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative.

Nel caso specifico, si è ritenuto di applicare la metodica suddetta facendo riferimento:

- alla media dei prezzi di Borsa delle azioni di TIM antecedenti l'annuncio dell'OPAS lungo diversi orizzonti temporali al fine di incorporare nella valutazione informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento ed al tempo stesso neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative;
- all'applicazione di un premio di controllo alle risultanze dei calcoli dei corsi di Borsa negli orizzonti sopra descritti, al fine di tenere in considerazione che tali prezzi esprimono una valorizzazione delle azioni relativa a pacchetti di minoranza.

3.4. Il metodo dei Multipli di Borsa (*Comparable Companies*)

Il metodo dei multipli di Borsa si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- Identificazione del campione di società operanti nel settore di riferimento: l'appropriata selezione del campione di società operanti nel settore di riferimento ("*Comparables*" o "*Peers*") rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. Nella selezione delle società del campione si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario;

- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; allo stesso tempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato;
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame;
- Applicazione dei multipli alla società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispondenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è deciso di fare riferimento al multiplo EV/EBITDAaL ed al multiplo EV/(EBITDAaL-CAPEX) previsionali.

In particolare, tali multipli sono stati stimati sulla base (i) dei prezzi di Borsa rilevati in prossimità dell'emissione della presente Relazione e (ii) delle misure di EBITDAaL e di (EBITDAaL-CAPEX) attese dei *Peers* stimate sulla base del *consensus* degli analisti. I multipli così stimati sono stati utilizzati per l'analisi del valore del business Domestico dell'Emittente mentre per TIM Brasil si è fatto riferimento al metodo delle quotazioni di Borsa.

3.5. Il metodo delle Transazioni Comparabili (*Precedent Transactions*)

Il metodo delle transazioni comparabili si fonda sull'analisi dei prezzi impliciti riconosciuti nell'ambito di operazioni di acquisizione, fusione o investimento aventi ad oggetto società operanti nel settore di riferimento e sulla successiva applicazione dei multipli desunti da tali operazioni alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra il valore implicito riconosciuto nelle operazioni selezionate e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative delle società *target* interessate dalle medesime operazioni.

Lo schema di applicazione di tale approccio è, *mutatis mutandis*, analogo a quello di applicazione del metodo dei Multipli di Borsa.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia, si è deciso di fare riferimento al multiplo EV/EBITDAaL.


In particolare, tale multiplo è stato stimato, nella misura in cui tali informazioni fossero di pubblico dominio, sulla base (i) dei prezzi impliciti riconosciuti nell'ambito delle operazioni selezionate e (ii) delle misure di EBITDAaL delle società *target* relative ad un periodo di tempo coerente con l'operazione.

Il multiplo così stimato è stato utilizzato per l'analisi del valore del business Domestico dell'Emittente mentre per TIM Brasil si è fatto riferimento al metodo delle quotazioni di Borsa.

3.6. Il metodo dei *Target Price* degli Analisti (*Broker Consensus*)

La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare il valore attribuibile alle aziende oggetto di valutazione, ritenuto ragionevole dal mercato ed espresso in ricerche pubblicate da uffici studi di operatori specializzati.



Prof. Eugenio Pinto 

In particolare, sono stati considerati gli studi di analisti pubblicati post divulgazione dei risultati preliminari FY 2025 dell'Emittente, nonché precedenti alla comunicazione al mercato del lancio dell'Offerta.

4. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle finalità dell'Incarico riportate nel paragrafo 1.2, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.5, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.8 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione delle metodiche della valutazione riepilogate precedentemente, si ritiene di poter concludere che, alla data della presente Relazione e sulla base della situazione patrimoniale al 31 marzo 2026, il valore equo per ciascuna azione di TIM non è inferiore a Euro 0,685 (eurozerovirgolaseiottocinque).

Roma, 19 maggio 2026

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.
Daniele Solaroli
(Partner)

Prof. Eugenio Pinto