

COM.TEL

Sector: Industrials

BUY

Price: Eu1.39 - Target: Eu2.80

Integrando il digitale: nuova scala operativa, margini in espansione

Silvestro Bonora +39-02-77115.246
silvestro.bonora@intermonte.it
Francesco Maiocchi: +39-02-77115.260
francesco.maiocchi@intermonte.it

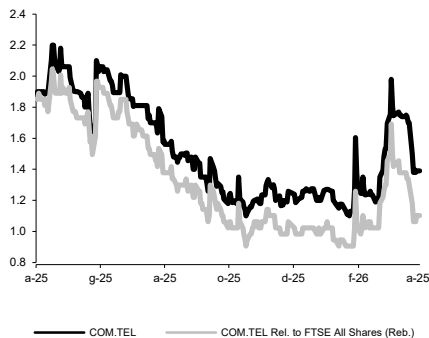
Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)
Target Price (Eu): 2.80 (New Coverage)

Next Event

1H26 Results Out on 30th September 2026

COM.TEL - 12M Performance



Stock Data

Reuters code: CMTL.MI
Bloomberg code: CMTL IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-18.0%	9.9%	-26.1%
Relative	-27.8%	6.0%	-52.8%
12M (H/L)		2.20/1.10	
3M Average Volume (th):		25.93	

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	18
Total no. of shares (mn):	18
Mkt Cap Ord (Eu mn):	26
Total Mkt Cap (Eu mn):	26
Mkt Float - Ord (Eu mn):	3
Mkt Float (in %):	11.0%
Main Shareholder:	
Nextaly S.r.l.	47.0%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	12
BVPS (Eu):	0.67
P/BV:	2.1
Net Financial Position (Eu mn):	-2
Enterprise Value (Eu mn):	37

Com.Tel è un System Integrator (SI) italiano che abilita la trasformazione digitale dei clienti tramite soluzioni avanzate. Upside potenziale del 100%: BUY. Attivo da oltre 30 anni, dopo l'IPO del 2025 il Gruppo ha acquisito Novanext e due rami d'azienda di NEC Corp. La nuova realtà ha ampliato l'offerta e raddoppiato il fatturato (FY2025: ~€80mn, EBITDA margin ~5%, Debito Netto €1mn). L'elevato potenziale del mercato, un quadro normativo favorevole, una chiara strategia di sviluppo e un business model scalabile sostengono la nostra tesi di investimento, che prevede un CAGR 2025-28 dei ricavi oltre il +10% e dell'EBITDA oltre il +30%. Avviamo la copertura con raccomandazione BUY e target price a €2.80 p.a.

- **Il Gruppo Com.Tel: un nuovo capitolo.** Nel 2025, dopo l'IPO, Com.Tel ha acquisito il 60% di Novanext, operatore ICT specializzato in Cybersecurity, Data Center & Cloud; nel luglio 2025 ha poi perfezionato l'acquisto del 100% di NEC Italia e Nederland. Oggi, il Gruppo articola la propria offerta nelle seguenti linee di business: **Customer & User Interaction** (41% ricavi FY25; include: (i) Voip & Unified Communications, (ii) Session Border Controller & Media Gateway, (iii) Modern Work); **Networking & Security** (31% ricavi FY25; comprende (i) Data Networking, (ii) Network Security, (iii) Transmission & Access); **Infrastructure & Technology** (26% ricavi FY25; comprende (i) Data Center Solutions & Services, (ii) Cloud & IT Transformation, (iii) Cybersecurity) e **Training Courses** (2% ricavi FY25).
- **Crescita strutturale, posizionamento favorevole.** Nel periodo 2025-2028, il mercato digitale italiano è atteso crescere con un CAGR del 2.8%, raggiungendo nel 2028 €91.5bn, spinto dai servizi ICT (+5.8%), dal cloud computing e dalla cybersecurity. La crescita sarà determinata dagli investimenti pubblici e dalle tecnologie emergenti come AI, IoT, wearable technologies, blockchain e cybersecurity. Com.Tel è operativa in 4 dei 5 pilastri del digitale italiano (Servizi di Rete, ICT, Software e Dispositivi), coprendo circa l'80% del valore totale del mercato.
- **Stime 2026-28: crescita a doppia cifra, margini in espansione.** Nel 2025, il Gruppo ha riportato ricavi consolidate per €79.8mn, EBITDA di €4.1mn (margine 4.9%) e PFN (debito netto) pari a €1mn; il backlog a fine 2025 si è attestato a ca. €50mn. Assumiamo per i prossimi anni che i ricavi di Com.Tel continuino a crescere al di sopra dei tassi di mercato (CAGR 2025-28 +10% vs. +3% previsto per il mercato digitale IT); nel periodo prevediamo una CAGR dell'EBITDA di oltre il 30%, con una maggiore leva operativa atta a espandere il margine di +390 bps. La generazione di cassa cumulata nel periodo si attesta a circa €8.2mn, con un PFN (cassa netta) pari a €7.2mn al 2028.
- **Rating BUY, Target Price €2.80, upside potenziale 100%.** Valutiamo Com.Tel con metodologia DCF e ricorrendo ai multipli di mercato. Prudenzialmente applichiamo uno sconto liquidità del **20%**, scelta motivata dalla ridotta capitalizzazione di mercato e del flottante. Avviamo la copertura con un target price pari a €2.80 p.a. e raccomandazione BUY. Upside potenziale +100%.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (Eu mn)	42	80	98	102	107
EBITDA Adj (Eu mn)	2	4	7	8	10
Net Profit Adj (Eu mn)	0	0	3	4	5
EPS New Adj (Eu)		0.017	0.149	0.199	0.273
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)		0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj		10.3	5.5	4.3	2.9
EV/EBIT Adj		22.8	8.1	5.8	3.6
P/E Adj		80.7	9.3	7.0	5.1
Div. Yield		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	1.2	0.2	0.3	-0.2	-0.7

COM.TEL – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	42	42	80	98	102	107
EBITDA	2	2	4	7	8	10
EBIT	2	1	2	5	6	8
Financial Income (charges)	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-4	1	5	4	5	7
Taxes	-0	-0	-1	-1	-1	-2
Tax rate	8.1%	-71.9%	-17.4%	-28.6%	-28.4%	-28.3%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	1
Net Profit	-4	0	4	3	4	6
EBITDA Adj	2	2	4	7	8	10
EBIT Adj	2	1	2	5	6	8
Net Profit Adj	-4	0	0	3	4	5
Per Share Data (Eu)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	0	0	18	18	18	18
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	0	0	18	18	18	18
EPS f.d			0.232	0.164	0.220	0.301
EPS Adj f.d			0.017	0.149	0.199	0.273
BVPS f.d			0.525	0.674	0.873	1.146
Dividend per Share ORD			0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	1	1	3	5	6	7
Change in NWC	3	3	6	-2	-1	0
Capital Expenditure	-1	-1	-12	-0	-1	-1
Other Cash Items	0	0	0	-3	-1	-1
Free Cash Flow (FCF)	4	2	-3	2	4	6
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	0	5	0	0	0
Change in Net Financial Position	4	2	2	-1	3	6
Balance Sheet (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	2	3	16	15	14	14
Net Working Capital	4	1	1	3	4	4
Long term Liabilities	-1	-1	-6	-3	-3	-4
Net Capital Employed	5	3	11	15	15	14
Net Cash (Debt)	-5	-3	-1	-2	1	7
Group Equity	1	1	10	12	16	21
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	1	1	10	12	16	21
Enterprise Value (Eu mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap			32	26	26	26
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	-9	-9	-9	-9
Net Cash (Debt)	-5	-3	-1	-2	1	7
Enterprise Value			42	37	34	28
Ratios (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	4.9%	5.0%	5.2%	6.9%	7.7%	9.0%
EBIT Adj Margin	3.8%	2.6%	2.3%	4.7%	5.7%	7.2%
Gearing - Debt/Equity	nm	nm	10.3%	17.0%	-7.9%	-34.1%
Interest Cover on EBIT	3.0	1.9	2.6	6.4	8.4	11.4
Net Debt/EBITDA Adj	2.2	1.2	0.2	0.3	-0.2	-0.7
ROACE*	17.0%	25.3%	26.3%	36.2%	39.7%	53.5%
ROE*	nm	17.5%	6.0%	24.8%	25.8%	27.0%
EV/CE			6.0	2.9	2.3	1.9
EV/Sales			0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA Adj			10.3	5.5	4.3	2.9
EV/EBIT Adj			22.8	8.1	5.8	3.6
Free Cash Flow Yield	13.8%	7.6%	-9.7%	6.6%	11.3%	18.5%
Growth Rates (%)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales	-2.1%	0.5%	89.3%	22.4%	4.9%	4.8%
EBITDA Adj	28.4%	3.3%	94.7%	64.8%	16.8%	22.0%
EBIT Adj	25.8%	-29.2%	66.6%	145.6%	27.9%	31.8%
Net Profit Adj	nm	nm	113.7%	763.8%	34.0%	36.8%
EPS Adj				763.7%	34.0%	36.8%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

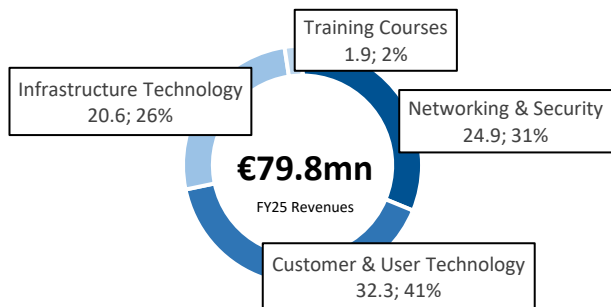
Descrizione della società

Com.Tel è un System Integrator italiano con oltre 30 anni di esperienza nel mercato ICT. L'azienda opera attraverso quattro business unit principali: Customer & User Interaction, Networking & Security, Infrastructure Technology e Training. Grazie a partnership consolidate con i principali vendor globali, offre soluzioni innovative per la connettività e la gestione semplificata del business. Con un team di >250 dipendenti ed una presenza internazionale, Com.Tel ha rafforzato il proprio posizionamento tramite l'acquisizione di Novanext. L'operazione ha integrato competenze d'eccellenza in ambiti quali Enterprise Networking, Cyber Security, IoT, Cloud e Digital Workplace. A consolidare la visione internazionale del Gruppo si sono aggiunte anche l'acquisizione del 100% di NEC Italia, NEC Nederland BV e della filiale NEC United Arab Emirates.

Punti di Forza/Opportunità

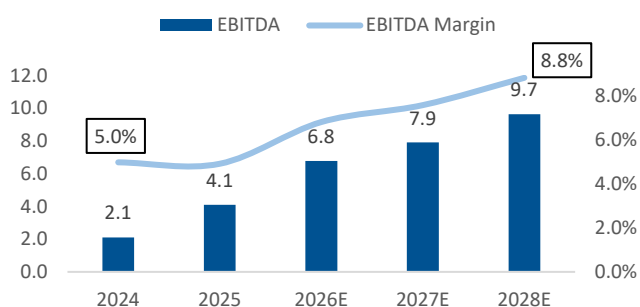
- Management con **competenze profonde** e una visione orientata alla crescita strategica
- Certificazioni top-tier**, rapporto privilegiato con vendor leader di mercato
- Capacità di **integrare rapidamente trend emergenti** quali Cloud, AI e IoT nei processi aziendali
- Portafoglio servizi **estremamente ampio** supportato da una copertura capillare del territorio
- Scalabilità tramite M&A**, potenziale di sviluppo verticale e integrazione di prodotti complementari (es. acquisizione Novanext)

Com.Tel – 2025 Revenue Breakdown by LoB (€ mn, %)



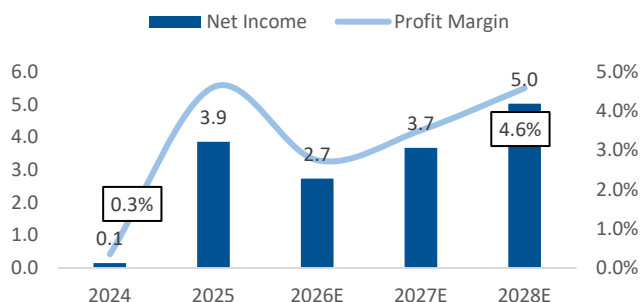
Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel – 2024-2028E EBITDA (€ mn) & EBITDA Margin (%)



Source: Websim Corporate elaborations

Com.Tel – 2024-2028E Net Income (€ mn) & Profit Margin (%)



Source: Websim Corporate elaborations

Management

Chairman e CEO: D. Cilli
Vice Chairman: C. Nardello
GM: M. Conti
CFO: M. Bariletti

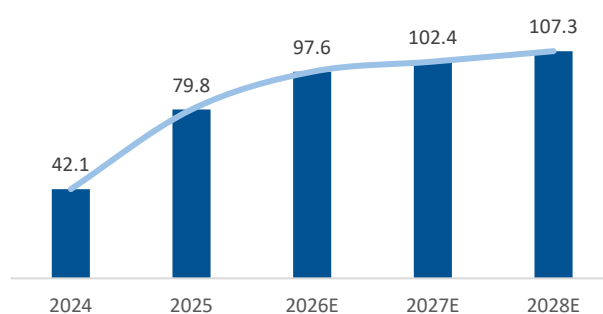
Azionisti

Direct Shareholders	57.0%
o/w Nextaly S.r.l.	47.0%
o/w Cillinvest S.r.l.	10.0%
Other shareholders	79.6%
Flottante	11.0%

Rischi/Debolezze

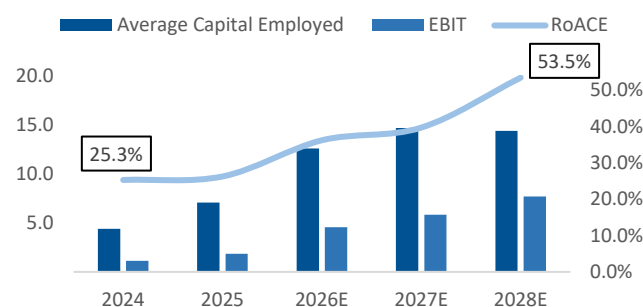
- Concentrazione storica** del fatturato, in attenuazione grazie all'acquisizione di Novanext
- Esposizione a **cicli economici avversi** e incertezze normative su tecnologie chiave che possono impattare la crescita
- Ridotta capitalizzazione di mercato** e conseguente limitata liquidità sul titolo
- Pressione competitiva** da parte di grandi multinazionali della consulenza IT

Com.Tel – 2024-2028E Revenues (€ mn)



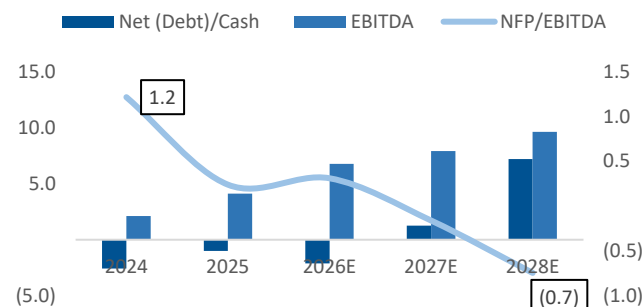
Source: Websim Corporate elaborations

Com.Tel – 2024-2028E RoACE (%)



Source: Websim Corporate elaborations

Com.Tel – 2024-2028E NFP (€ mn), EBITDA (€ mn) & Leverage



Source: Websim Corporate elaborations

Indice

Company in Brief	3
Descrizione Societaria	5
Com.Tel ad oggi.....	5
Evoluzione societaria.....	6
Azionariato	7
Top management	8
Business Model	10
Value chain	10
Struttura Operativa	11
Canali di vendita e principali clienti.....	12
Certificazioni e brevetti	13
Verso una Piattaforma Scalabile e Integrata tramite M&A	14
Le fondamenta di Com.Tel	14
Novanext, acquisizione strategica e complementarità operativa	14
L’espansione nel mercato EMEA: l’acquisizione di NEC Italia e NEC Nederland	18
Il Mercato di Riferimento	19
Panoramica geografica del mercato digitale	20
Driver di crescita del mercato digitale.....	21
Previsioni del mercato digitale italiano 2025-2028	21
I Digital Enabler	22
Previsioni per settori d’utenza	23
Evoluzione fondi PNRR	24
Cybersecurity: previsioni di crescita e driver normativi	24
Panoramica del mercato per dimensione aziendale	25
Panorama competitivo	26
Piano di Sviluppo	28
Obiettivi strategici 2024-2026	28
Sviluppo organizzativo e ottimizzazione dei processi.....	29
Analisi finanziaria	30
Com.Tel stand-alone, evoluzione 2021 - 2024	30
Novanext stand-alone, evoluzione 2023 - 2024	32
Com.Tel diventa un Gruppo, risultati 2025	34
Gruppo Com.Tel: 2025 vs. 2023-2024 pro-forma.....	37
Outlook 2026	38
Stime 2026-2028	39
Valutazione	45
Discounted Cash Flow model	45
Peer multiple comparison	46
Conclusioni	49

Descrizione Societaria

Com.Tel ad oggi

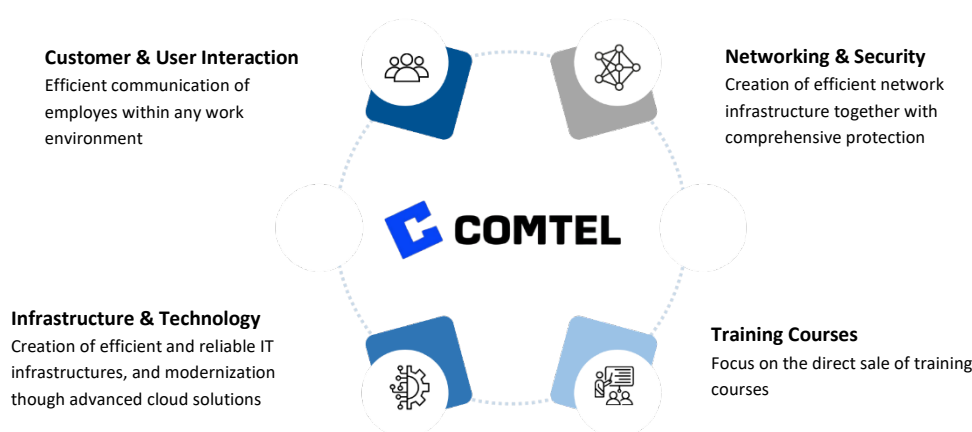
Com.Tel è un operatore italiano fondato nel 1992, specializzato nella trasformazione digitale e nella fornitura di soluzioni **ICT (Information & Communication Technology)**. La Società progetta e implementa architetture tecnologiche su misura per un portafoglio clienti diversificato, che include **Large Enterprise (LE)**, **Small and Medium Enterprises (SME)** e la **Pubblica Amministrazione (PA, centrale e locale)**. L'offerta integra l'installazione di sistemi tecnologici complessi con servizi a valore aggiunto di assistenza professionale e manutenzione specialistica.

Com.Tel supporta i clienti attraverso un **Network Operation Center (NOC)** attivo 24/7, dedicato al monitoraggio continuo di reti, server e infrastrutture IT. La struttura combina un sistema di helpdesk basato su ticketing e incident reporting con soluzioni di **manutenzione predittiva**, che utilizzano modelli matematici per anticipare potenziali guasti infrastrutturali.

Ad oggi, l'operatività si articola in quattro aree di competenza strategiche: **Customer & User Interaction, Networking & Security, Infrastructure Technology e Training Courses.**

- **Customer & User Interaction (41% sui ricavi 2025).** Questa divisione permette a Com.Tel di gestire meglio la comunicazione interna ed esterna ed a rendere più sicuri gli strumenti usati dai dipendenti. All'interno della divisione rientrano soluzioni come (i) Voip & Unified Communications che include chiamate vocali di alta qualità, videoconferenze ed altri strumenti di collaborazione garantendo comunicazione fluida e collaborazione senza interruzioni, (ii) Session Border Controller & Media Gateway ovvero dispositivi essenziali per garantire un ambiente di comunicazione protetto e ottimizzato, e (iii) Modern Work, un insieme di soluzioni Microsoft che migliorano la produttività e collaborazione all'interno dei team di lavori.
- **Networking & Security (31% sui ricavi 2025).** La divisione riguarda le infrastrutture di rete e la sicurezza informatica. All'interno della divisione rientrano (i) Data Networking, ovvero la creazione di reti su misura e la progettazione di infrastrutture di rete efficienti e personalizzate (ii) Network Security, ovvero la protezione completa contro minacce interne ed esterne e (iii) Transmission & Access, ovvero soluzioni di trasporto dati ad alta capacità.
- **Infrastructure Technology (26% sui ricavi 2025).** La divisione lavora sull'infrastruttura su cui girano applicazioni, dati, e servizi digitali. All'interno della divisione rientrano (i) Data Center Solutions & Services, ovvero la creazione di infrastrutture IT efficienti e affidabili, (ii) Cloud & IT Transformation, ovvero la modernizzazione delle infrastrutture con soluzioni cloud avanzate, (iii) Sicurezza perimetrale, l'offerta che offre protezione completa e personalizzata per le aziende.
- **Training Courses (2% sui ricavi 2025).** Seppur marginale, questa divisione si concentra sulla vendita diretta di corsi formativi.

Com.Tel – Lines of Business



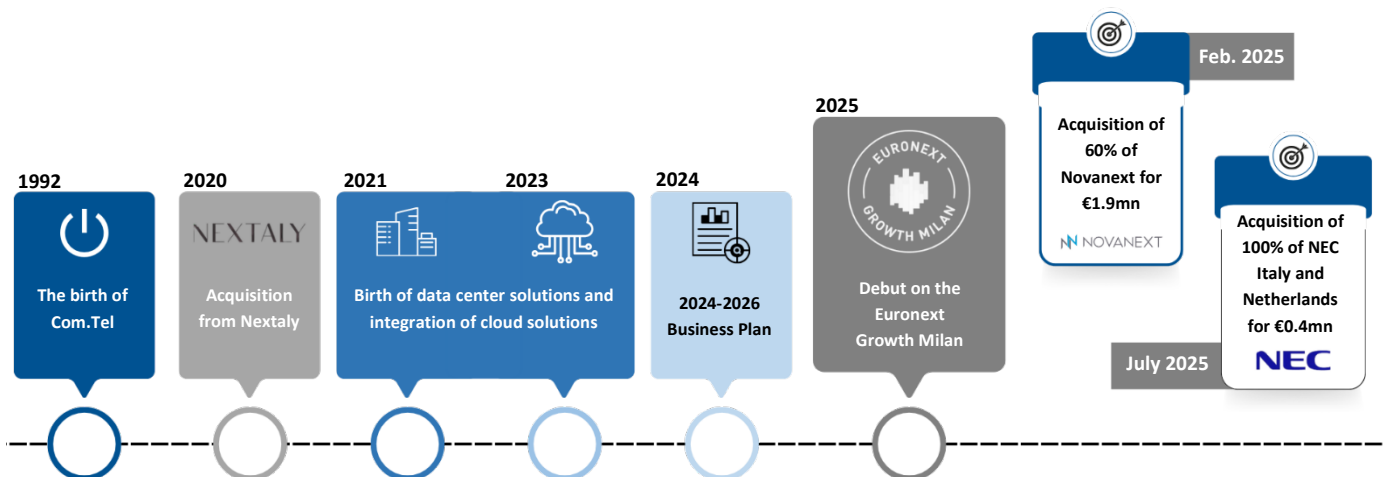
Source: Websim Corporate on Company data

A fine 2025, il Gruppo contava un organico di 275 dipendenti, suddivisi tra le realtà Com.Tel (116), Novanext (127), Com.Tel Innovation (14) e Com.Tel International (18).

Evoluzione societaria

Com.Tel nasce nel **1992 sotto il nome Intelrom** a Roma e marca così l'inizio di una lunga esperienza all'interno del **settore ICT**. Negli anni cresce attraverso fusioni, acquisizioni e l'apertura di nuove sedi, ampliando progressivamente le proprie attività e competenze. A partire dai primi anni 2000, l'azienda avvia un **importante percorso di sviluppo**, arricchendo la propria offerta di soluzioni e servizi e rafforzando la propria presenza sul mercato. Nel tempo nascono nuove divisioni e aree specialistiche, accompagnate da un costante investimento nell'innovazione e nella formazione.

Com.Tel - Timeline



Source: Websim Corporate on Company data

NEXTALY

La storia più recente di Com.Tel però si avvia dal **2020 con l'acquisizione della Società da parte del gruppo Nextaly**, una holding finanziaria detenuta da **Davide Cilli**, che poco dopo assume il ruolo di amministratore delegato della Società. L'operazione segna un passaggio decisivo nella storia in quanto Com.Tel viene inserita in un progetto industriale più ampio con governance, visione, e obiettivi rinnovati.

Nel **2021** Com.Tel avvia una fase di **riorganizzazione strategica**, con la cessione del ramo **Carrier Division** (attivo nei servizi e nelle soluzioni per il mondo delle telecomunicazioni) a **ComNet** (realtà specializzata in questo ambito) e l'ampliamento della propria offerta verso nuove aree ad alto valore aggiunto, come l'azienda a rafforzare il proprio ruolo a supporto della digitalizzazione, della collaborazione e della gestione evoluta delle infrastrutture IT. Nel **2023** questo percorso si amplia ulteriormente con l'integrazione delle soluzioni **Cloud & IT Transformation e Cybersecurity**, che consolidano il posizionamento della Società come partner per la trasformazione digitale, la modernizzazione dei sistemi informatici e la sicurezza delle imprese.

Il **2025** segna per Com.Tel un passaggio di particolare rilievo, con l'**ingresso in Borsa** che apre una nuova fase di sviluppo e visibilità per il Gruppo. In questo quadro si colloca il debutto su **Euronext Growth Milan**, con l'avvio degli scambi il **19 febbraio 2025** ad un prezzo di collocamento di **€2.4/az.** L'operazione ha portato a una **raccolta complessiva di ca. €5mn** e a un flottante di circa l'11%.

Pochi giorni dopo l'ammissione in borsa, Com.Tel perfeziona l'acquisizione del 60% di **Novanext**, player storico dell'ICT con oltre 35 anni di esperienza e un posizionamento consolidato in ambito **Enterprise Networking, Cybersecurity, Data Center & Cloud e Digital Workplace**. La partecipazione è stata acquistata per **€1.9mn** e il restante 40% è divisa ugualmente tra Roberto De Giovanni e Giovanni de Giovanni (soci storici di Novanext). Segnaliamo la presenza di una call option a favore di Com.Tel per riacquistare la quota di minoranza, esercitabile nel primo trimestre del 2027. I catalyst principali per l'operazione includono:

- **Integrazione di competenze verticali** in segmenti ad alta marginalità, quali **Hybrid Cloud** e altre reti intelligenti
- **Incremento della scala operativa** che rafforza il perimetro non solo dal punto di vista dei ricavi (ca. €40mn nel 2024) e human capital (132 dipendenti al dicembre 2024), ma soprattutto a livello di asset strategici immateriali e l'inclusione di formazione professionale, veri driver per società all'interno di questo settore.

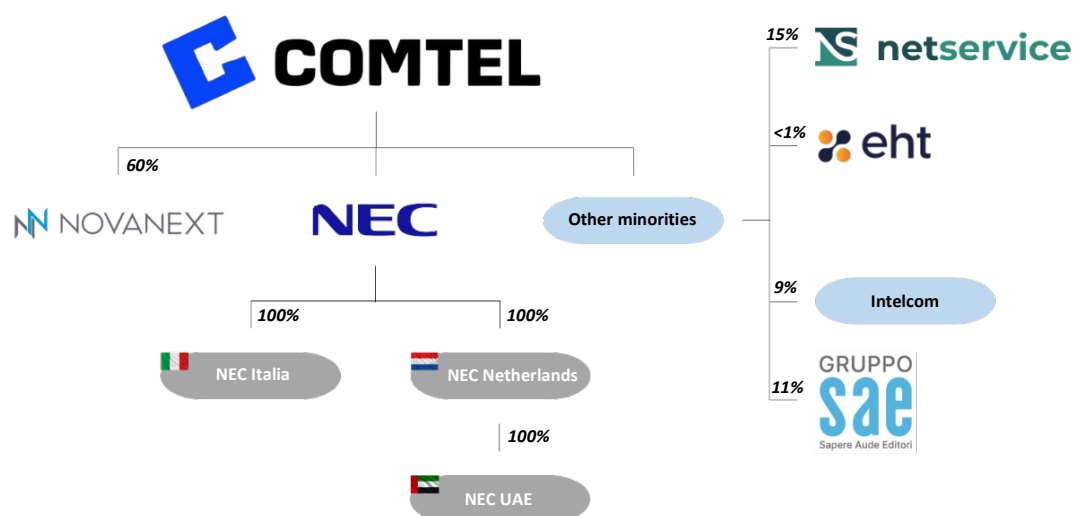


A **luglio 2025**, Com.Tel perfeziona la seconda operazione di M&A dell'anno con l'acquisizione del 100% di **NEC Italia** e **NEC Nederland BV**, che detiene a sua volta il 100% della filiale **NEC United Arab Emirates** a Dubai. Queste filiali fanno tutte parte di NEC Europe, un branch europeo di NEC Corporation, leader mondiale nelle soluzioni IT, di rete e comunicazione. La struttura del deal ha previsto un esborso di **€0.4mn** da parte della Società e impegnato NEC Europe Ltd a versare a entrambe le filiali, in due tranche, circa €5.5mn per la copertura di taluni costi fissi previsti. Il rationale strategico dell'operazione si fonda su:

- **Espansione internazionale e integrazione di sinergie di prodotto e di canale**, consentendo a Com.Tel di estendere la propria capacità distributiva nel mercato EMEA.
- Operatività di **system integrator** per la vendita diretta di soluzioni ai clienti finali.

Segnaliamo che, a seguito del closing, le società target sono state rinominate rispettivamente **Com.Tel Innovation S.p.A.**, che fungerà da hub di R&S del Gruppo, e **Com.Tel International BV**.

Com.Tel – Group Structure



Source: Websim Corporate on Company data

Infine, tra le partecipazioni di minoranza segnaliamo:

- **Gruppo SAE S.p.A. (ca. 11%)** - Polo editoriale indipendente la cui partecipazione di minoranza, precedentemente detenuta da Nextaly S.r.l., è stata acquistata da Com.tel per circa €3.7mn. L'operazione punta ad attivare sinergie tra la **multiconnettività** di Com.tel e il network editoriale e di comunicazione di SAE.
- **Netservice S.C.a.r.l. (15%)** - Un consorzio che fornisce servizi professionali per TIM.
- **Etna Hitech S.C.p.A. (<1%)** - Focalizzato sulla promozione della crescita del business ICT in Sicilia.
- **Consorzio Intelcom** - Partecipazione residuale all'interno della struttura di Gruppo.

Azionariato

Il **capitale sociale** di Com.Tel ammonta a €869,959 ed è suddiviso in **18,422,000** azioni. Ad oggi, Nextaly S.r.l. e Cillinvest S.r.l. (società entrambe controllate indirettamente da Davide Cilli) detengono rispettivamente ca. il **47.0%** e il **10.0%** dei **diritti di voto**. Il **flottante di mercato** si attesta al ca. 11.0%. Alla data di pubblicazione di questo report Com.Tel non detiene azioni proprie.

Segnaliamo che Il **23 ottobre 2024**, è stato stipulato un **patto parasociale** tra Nextaly S.r.l. e un gruppo di azionisti di minoranza, rappresentativi complessivamente del 25% del capitale sociale di Com.Tel (22.6% dell'azionariato). Il patto ha la **durata di 5 anni**, escluso il rinnovo automatico, ed è previsto un lock-up in capo ai soci di minoranza di 12 mesi per il 50% della partecipazione e di 18 mesi per il restante. I soci di minoranza che fanno parte del patto includono:

- **Tanlo S.r.l.** (facente capo a Francesca Beatrice Borri, coniuge di Carlo Nardello, Vicepresidente del CdA)
- **Marco Bariletti** (Direttore Finanziario)
- **Khoty Holding S.r.l.** (facente capo a Fabio Lazzerini)
- **Maddalena Bellante** (coniuge di Davide Cilli)

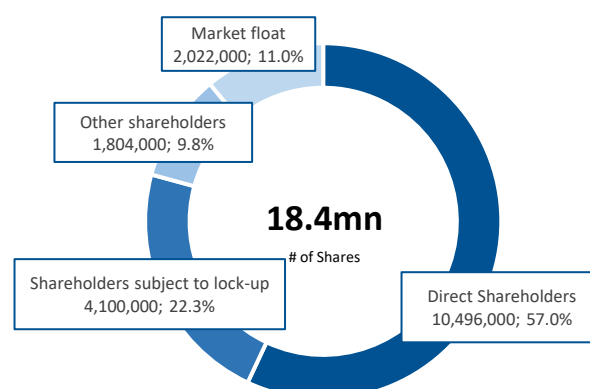
- **Sauro Bellante** (CIO e Consigliere)
- **Paolo Rastelli, Emiliano Pisani e Mario Costanzo** (ex-Consigliere)

Com.Tel – Detailed Shareholder Structure

Shareholders	# Shares	% of Shares
Nextaly S.r.l.	8,653,800	47.0%
Cillinvest S.r.l.	1,842,200	10.0%
Direct Shareholders	10,496,000	57.0%
Bellante Maddalena	1,640,000	8.9%
Khoty Holding S.r.l.	820,000	4.5%
Tanlo S.r.l.	820,000	4.5%
Bellante Sauro	164,000	0.9%
Bariletti Marco	164,000	0.9%
Costanzo Mario	164,000	0.9%
Pisani Emiliano	164,000	0.9%
Rastelli Paolo	164,000	0.9%
Shareholders subject to lock-up	4,100,000	22.3%
Other shareholders (<5%)	1,804,000	9.8%
Market float	2,022,000	11.0%
Total	18,422,000	100.0%

Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel – Summary Shareholder Structure



Source: Websim Corporate on Company data

Top management

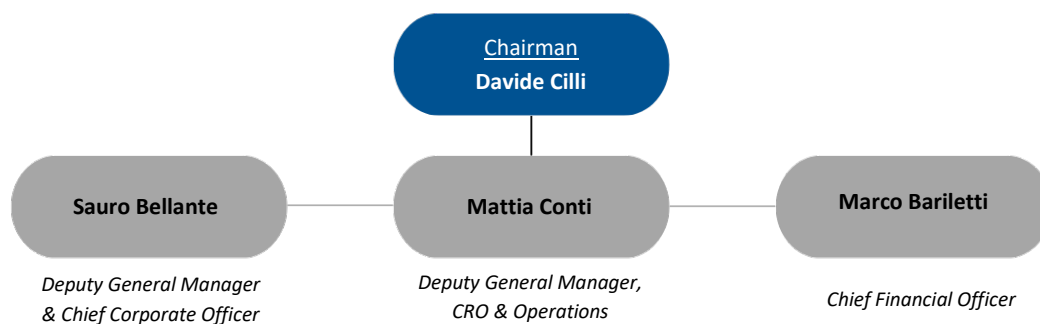
- **Davide Cilli, Presidente e Amministratore Delegato.** Vanta un'esperienza imprenditoriale di prima generazione, maturata prevalentemente nei settori delle Infrastrutture Civili, delle Telecomunicazioni, dell'Energia e dell'IT, con una rapida crescita in termini di importanza e responsabilità. Dopo un periodo iniziale come Direttore Tecnico nella società Telemetrica S.r.l., di cui assume poi il ruolo di CEO, intraprende il proprio percorso imprenditoriale. Inizia acquisendo dapprima una partecipazione in Com.Net S.p.A. (già Eco.Net S.p.A.), leader di mercato nei settori Telco, Energy, Trasporti e IoT, e successivamente, nel 2018, la società FullSystem S.r.l. Nel 2020 fonda la holding Nextaly con l'obiettivo di creare un gruppo industriale capace di aggregare realtà nei settori Telco, IT ed Energia. Sotto questa insegna acquisisce Braga Moro Sistemi di Energia S.r.l. e Com.Tel S.p.A.; infine, al termine del 2020, completa l'acquisizione totale di Com.Net S.p.A., avviandone un profondo processo di turnaround.
- **Carlo Nardello, Vicepresidente.** Si laurea in Economia e Commercio nel 1988 presso l'Università LUISS-Guido Carli. Dal 1990, per quattro anni, lavora come Product Manager in Johnson & Johnson e, successivamente, dal 1994 al 2000 ricopre il ruolo di Direttore Marketing & Retail Corporate e Sinergie presso The Walt Disney Company. In seguito, matura una lunga esperienza in Rai S.p.A., dove riveste le posizioni di Amministratore Delegato di Rai Net e Vicedirettore Marketing Strategico, Direttore Palinsesto TV e Marketing, Amministratore Delegato di Rai Trade e, infine, Direttore Sviluppo Strategico e Direttore dello Staff del Direttore Generale. Dal 2016 al 2018 è Amministratore Delegato di CSC Vision, per poi ricoprire per circa un anno l'incarico di Senior Advisor di Alitalia S.p.A., a supporto dei Commissari Straordinari nello sviluppo del mandato (con particolare focus sulle attività di Capo dello Staff e supporto all'advisor finanziario). Dal 2019, per tre anni, è Chief Strategy, Business Development and Transformation Officer di TIM S.p.A. Attualmente opera come senior advisor industriale focalizzato su operazioni inorganiche e advisor del Coni. Inoltre, è Docente a contratto per la cattedra di Digital Marketing presso il Dipartimento di Comunicazione e Ricerca Sociale dell'Università La Sapienza di Roma e, parimenti, per la cattedra di Tecnologie e processi innovativi presso l'Università LUMSA di Roma.
- **Mattia Simone Aldo Conti, Direttore Generale.** Laureatosi in Economia Aziendale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano nel 1996, inizia la propria carriera nell'Ufficio Marketing di Alcatel Lucent S.p.A. come Analyst Manager. Nel 1999 compie il passaggio al settore vendite all'interno della medesima azienda, assumendo il ruolo di Channel Manager. Da maggio 2002 a gennaio 2008 ricopre la posizione di Responsabile Regionale Commerciale presso NextiraOne S.r.l., con l'incarico di supervisionare la Direzione Commerciale del Nord-Ovest. Successivamente entra in Com.Tel come Direttore Commerciale, con la responsabilità dei segmenti Carrier ed Enterprise. Nel 2018 viene nominato Direttore Operativo (COO), coordinando un team di 80 persone suddivise nei tre dipartimenti chiave della Società. Da febbraio 2024 riveste la carica di Direttore Generale, occupandosi del coordinamento strategico delle funzioni aziendali: dall'area prevendita (Vendite, Gestione Commerciale, Acquisti, Ingegneria d'Offerta, Marketing e Academy) alle divisioni operative di post-vendita, quali Competence Centers, Delivery, Assurance e Help Desk.

- **Marco Bariletti, Direttore Finanziario.** Professionista della finanza di consolidata esperienza, vanta una solida carriera nella gestione di operazioni finanziarie in molteplici settori industriali. Laureatosi con lode in Economia e Commercio presso l'Università 'La Sapienza' di Roma nel 1988, è Dottore Commercialista e Revisore Contabile iscritto all'Albo. Inizia il proprio percorso professionale nel 1990 presso il Banco di Roma, occupandosi di merchant banking e analisi del credito. Dal 1° ottobre 2024 ricopre il ruolo di Chief Financial Officer (CFO) di Com.Tel, apportando oltre trent'anni di competenza in amministrazione, finanza e controllo maturata in posizioni di leadership presso organizzazioni di rilievo. Prima di approdare in Com.Tel, ha ricoperto la carica di CFO in Linkem S.p.A. dal dicembre 2017. In precedenza, è stato CFO del Gruppo Moby-Tirrenia (2015-2017) — dove ha fatto parte del Consiglio di Amministrazione di Tirrenia e Onorato Armatori — e CFO di Moby S.p.A. dal 2007 al 2014. Il suo background include, inoltre, incarichi senior presso Fintecna S.p.A., Cementir S.p.A. e Andersen Corporate Finance (successivamente Deloitte).

Il **Consiglio di Amministrazione** (nominato il 17/02/2025 e in carica per 3 anni) è composto da Davide Cilli (Presidente e Amministratore Delegato), Carlo Nardello (Vicepresidente), Fabio Lazzarini (Consigliere), Mattia Conti (Consigliere), Sauro Bellante (Consigliere e Chief Integration Officer, Maria Murelli (Consigliere Indipendente), Rosa Lombardi (Consigliere Indipendente), Ambrosella Landonio (Consigliere Indipendente), Valeria Conti (Consigliere Indipendente).

Il **Collegio Sindacale** è composto da Vincenzo Dispinzeri (Presidente), Silvano Guardiani (Sindaco Effettivo), Daniele Planamente (Sindaco Effettivo), Gigliola Sistino (Sindaco Supplente), Sabrina Travaglini (Sindaco Supplente).

Com.Tel – Corporate Governance



Source: Websim Corporate on Company data

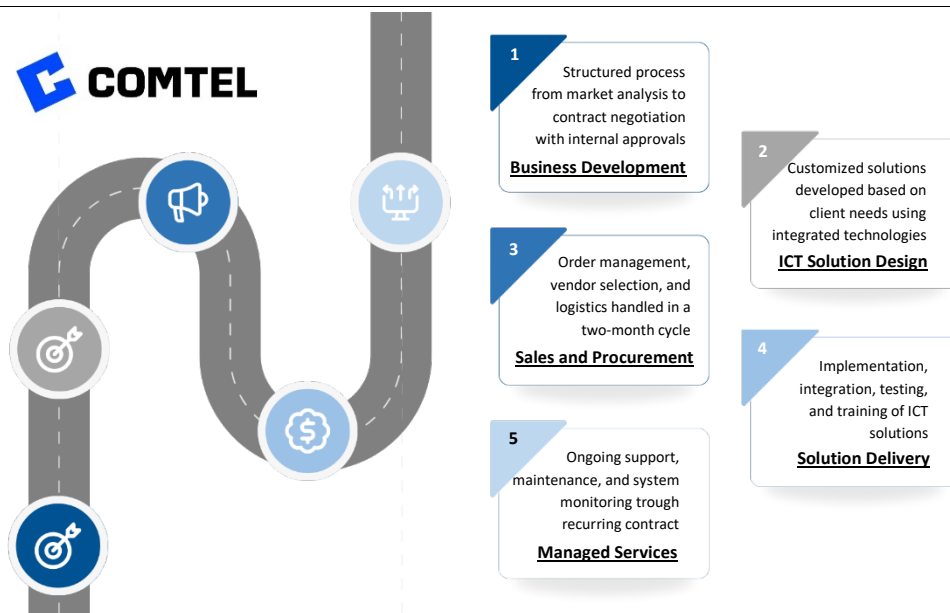
Business Model

Value chain

La value chain di Com.Tel è strutturata in un modello **end-to-end** che integra sviluppo commerciale, progettazione ICT, procurement e delivery finale. Il posizionamento è consolidato da una gestione attiva dei servizi post-vendita e di assistenza. Operativamente, la Società agisce come aggregatore di valore: mentre i **vendor** forniscono l'asset tecnologico primario, il network di **partner** garantisce la scalabilità della distribuzione e il supporto tecnico, assicurando l'efficienza prestazionale delle soluzioni implementate. Nel dettaglio:

Sviluppo del Business. L'attività si articola in un processo operativo strutturato in quattro fasi: i) analisi di mercato per l'**identificazione delle opportunità**, ii) **lead generation** tramite strategie di marketing e vendita, iii) formulazione di **proposte commerciali customizzate** e iv) **negoiazione** dei termini contrattuali. Ogni offerta tecnica è soggetta a una negoziazione preventiva con i vendor e a una validazione della marginalità tramite un Profit & Loss (P&L) preventivo approvato dalla Direzione Commerciale prima dell'invio al cliente. Sotto il profilo della governance interna, la Società adotta flussi autorizzativi differenziati in base alla criticità dell'ordine. Mentre le vendite a listino seguono procedure standardizzate, i progetti caratterizzati da elevata complessità o dimensione richiedono verifiche specifiche. La partecipazione a gare d'appalto è invece regolata da una procedura formalizzata, gestita da un Ufficio Gare dedicato, che presidia la verifica dei requisiti e la conformità della documentazione tecnica e amministrativa.

Com.Tel – Value Chain



Source: Websim Corporate on Company data

Progettazione delle soluzioni ICT. Il dipartimento di Engineering presiede la definizione dell'offerta tecnica ed economica, fase critica per la personalizzazione delle soluzioni ICT. Il processo si attiva su richiesta formale del cliente o in seguito all'aggiudicazione di una gara, avviando un'analisi puntuale dei requisiti e delle aspettative del committente. La proposta risultante integra diverse componenti tecnologiche, tra cui hardware, software, infrastrutture di rete e servizi cloud, finalizzate alla configurazione di un ecosistema su misura. Operativamente, questa fase di progettazione e quotazione richiede un impegno medio di **otto risorse** dedicate e presenta un lead time di circa **due mesi**.

Processo di vendita e approvvigionamento. Il processo di procurement e gestione operativa si articola in quattro fasi sequenziali: i) **formalizzazione dell'ordine** e avvio delle procedure interne, ii) **selezione e valutazione dei partner e dei vendor** più idonei, iii) **emissione degli ordini di acquisto** e iv) **coordinamento logistico**. Quest'ultima attività presiede il flusso delle merci, gestendo la consegna sia tramite transito nei magazzini societari sia attraverso spedizioni dirette dal fornitore al cliente finale (drop-shipping). Sotto il profilo operativo, il segmento richiede l'impiego di **nove risorse** dedicate e presenta una durata media di circa **due mesi**.

Delivery della soluzione. Questo segmento della value chain si divide in quattro fasi operative: i) **implementazione tecnica, integrazione dei sistemi, collaudo e formazione**. L'attività di installazione e

configurazione è gestita direttamente da personale interno o tramite il supporto di partner specializzati. Segue ii) l'**integrazione della soluzione ICT** nell'infrastruttura preesistente del cliente, con l'obiettivo di garantire piena compatibilità e interoperabilità tra i sistemi. Il processo si completa con una fase di iii) **collaudo**, volta alla verifica dei parametri di funzionamento e all'ottimizzazione delle prestazioni, e con iv) l'**erogazione di sessioni di training** al personale del cliente per l'efficace utilizzo degli asset implementati. Sotto il profilo delle risorse umane, questa fase rappresenta l'area a maggiore intensità di lavoro della Società, con l'impiego di **45 risorse** dedicate e un lead time medio di esecuzione pari a **un mese**.

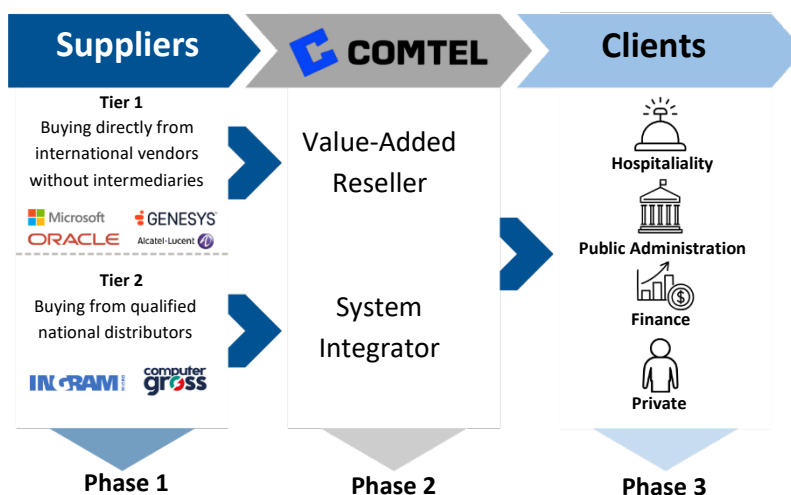
Erogazione dei servizi di gestione della soluzione. L'ultima fase riguarda l'erogazione dei servizi gestiti e il supporto post-vendita, focalizzandosi su: i) **monitoraggio** continuo dei sistemi, ii) **manutenzione preventiva**, iii) **supporto tecnico** e iv) **aggiornamento tecnologico** (software e hardware). L'attività è finalizzata a garantire la continuità operativa, la risoluzione tempestiva di anomalie e l'allineamento costante delle soluzioni implementate alle innovazioni di mercato. Sotto il profilo analitico, questo segmento rappresenta la componente a maggiore visibilità e ricorrenza del modello di business, con una durata media dei contratti di **18 mesi**. L'operatività è presidiata da **21 risorse** dedicate, che assicurano il mantenimento dei livelli di servizio (SLA – Service Level Agreement) e la longevità tecnologica degli asset presso il cliente.

Struttura Operativa

Il modello di business di Com.Tel si basa sulla **fornitura di soluzioni ICT personalizzate**, caratterizzate da una struttura di offerta e di pricing modulabile in funzione delle specifiche esigenze della clientela. L'attività integra servizi consulenziali, approvvigionamento tecnologico e supporto operativo, articolandosi su **tre** direttrici principali:

- **Servizi Professionali:** comprendono la consulenza IT, la progettazione architettonica e l'implementazione di sistemi. Questa componente include l'assistenza tecnica e la manutenzione (proattiva e predittiva), attività che contribuiscono alla generazione di flussi di ricavo stabili.
- **Fornitura (Hardware & Software):** riguarda l'approvvigionamento e la rivendita di infrastrutture critiche (server, apparati di rete, sistemi di sicurezza) e applicativi. Tale attività è generalmente abbinata a servizi tecnici di configurazione e installazione.
- **Soluzioni Integrate (Contratti Misti):** rappresentano l'integrazione di forniture e servizi in un unico pacchetto contrattuale. Questo approccio copre l'intero ciclo di vita delle soluzioni ICT — dall'installazione alla manutenzione continua — favorendo relazioni commerciali di lungo periodo.

Com.Tel – Business Industry System



Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel agisce come **Value-Added Reseller (VAR)** o **System Integrator (SI)** posizionandosi tra i fornitori e i clienti.

- **Lato fornitori**, l'azienda opera su due livelli: i) Tier 1, che prevede l'acquisto diretto da produttori internazionali (come Microsoft, Oracle, Genesys e Alcatel-Lucent) che utilizzano Com.Tel come rivenditore in Italia; ii) Tier 2, che prevede l'approvvigionamento tramite distributori nazionali qualificati come Ingram Micro e Computer Gross.
- **Lato clienti**, Com.Tel offre i propri prodotti e servizi a diverse tipologie di realtà, tra cui il settore dell'ospitalità, la pubblica amministrazione, il settore finanziario e i clienti privati.

Canali di vendita e principali clienti

L'azione commerciale di Com.Tel si rivolge a un perimetro di clientela eterogeneo che comprende **Large Enterprise (LE)**, **Small and Medium Enterprises (SME)** e la **Pubblica Amministrazione (PA)**, centrale e locale. La strategia go-to-market si articola su due canali distinti: diretto e indiretto.

Il **canale diretto** prevede l'interazione autonoma con l'utente finale e si suddivide in due segmenti:

- **Pubblica Amministrazione**: l'accreditamento presso portali quali **Consip e MePA**, abilita la Società a partecipare a gare pubbliche per l'assegnazione di contratti e convenzioni di durata compresa tra **12 e 36 mesi**. Il pricing viene determinato sul base d'asta, tenendo conto della struttura dei costi operativi.
- **Corporate**: il segmento comprende la partecipazione ad appalti privati per la fornitura periodica di sistemi e servizi ICT. Tali contratti, con durata tipica tra **12 e 36 mesi**, garantiscono flussi di entrate ricorrenti. Le modalità di fatturazione prevedono pagamenti anticipati o a saldo (salvo collaudo), con prezzi definiti tramite negoziazione diretta o e-procurement.

Il **canale indiretto** si basa sulla collaborazione strategica con operatori del settore telecomunicazioni (**Carrier**), con i quali sussistono accordi quadro di durata biennale o triennale. In questo modello:

- I Carrier agiscono come intermediari, integrando i prodotti e i servizi di Com.Tel nella propria offerta commerciale, tipicamente in modalità di rivendita.
- Com.Tel opera come partner/fornitore accreditato all'interno delle grandi "Convenzioni Stato" (es. bandi Consip TLC/IT) aggiudicate dai Carrier. Tale posizionamento consente alla Società di erogare servizi di installazione, configurazione e manutenzione gestita su commesse di scala nazionale.

A fine 2023, il portafoglio clienti mostrava una concentrazione elevata, con i primi 10 clienti che generavano il 75% del fatturato totale, rispetto al 67% registrato nel 2022. Tuttavia, nel 2025 si osserva una significativa evoluzione: la quota dei primi 10 clienti è scesa al 60%, segnalando una diversificazione positiva della base clienti.

Nel dettaglio, TIM continuava a essere il principale committente, con un'incidenza del 44% nel 2023. Oggi, pur mantenendo il primato, l'incidenza di TIM è scesa al 25%, ma con un chiaro miglioramento rispetto agli anni passati. Il secondo cliente, che nel 2022 pesava solo il 5% sui ricavi, ha visto una crescita notevole, raggiungendo il 14% nel 2023, per attestarsi oggi al 12%.

Per quanto riguarda la categoria "Altri Clienti", la loro quota era scesa al 25% nel 2023, rispetto al 33% dell'anno precedente. Tuttavia, attualmente, questa categoria ha registrato un'inversione di tendenza, arrivando al 40% dei ricavi, a conferma di un ampliamento del portafoglio clienti.

Sul fronte dei fornitori, la struttura dei costi per l'acquisto di materie prime si basava su due canali principali:

- **Tier 1 (Vendor)**: acquisto diretto dai produttori tecnologici core, per i quali la Società funge da rivenditore sul territorio nazionale.
- **Tier 2 (Partner)**: approvvigionamento tramite distributori qualificati che supportano Com.Tel nelle fasi di implementazione e assistenza.

A differenza dei ricavi, la base fornitori risultava più frammentata a fine 2023. I primi 10 partner pesavano il 48% degli acquisti totali (46% nel 2022), con il principale fornitore che incideva per il 13%. Oggi, i primi 10 fornitori contano il 45%, indicando una lieve ma significativa diversificazione nel panorama delle forniture.

Certificazioni e brevetti

Com.Tel dispone di un portafoglio di certificazioni relative al **Sistema di Gestione Integrato** che ne attestano la conformità agli standard internazionali e nazionali. Tali abilitazioni risultano **determinanti per l'accesso alle gare pubbliche** e per il mantenimento dei requisiti operativi richiesti da clienti Corporate e istituzionali. In particolare, la Società detiene la certificazione SOA, necessaria per la partecipazione ad appalti pubblici di importo superiore a €150k.

Com.Tel – Certifications & Patents

Certification	1 st Year of Achievement	Description
	2003	<p>QUALITY MANAGEMENT SYSTEMS ensures consistent customer satisfaction, improved efficiency, and cost reduction through continuous improvement and a process-based approach.</p>
	2013	<p>ENVIRONMENTAL MANAGEMENT SYSTEMS ensures effective environmental management by helping organizations identify, manage, and reduce environmental impacts. It promotes sustainability, compliance with regulations, and improved operational efficiency, enhancing environmental performance and customer trust while managing ecological responsibilities.</p>
	2016	<p>SOA CERTIFICATION is a document issued by accredited organizations by the Ministry of Infrastructure and Transport, required for participating in public and private tenders and accessing construction tax incentives. It demonstrates a company's technical, financial, and organizational suitability, ensuring transparency and compliance with industry standards.</p>
	2021	<p>OCCUPATIONAL HEALTH AND SAFETY MANAGEMENT ensure organisations can provide a safe and healthy working environment for their employees. The standard covers areas such as risk assessment, training, emergency preparedness, monitoring and measurement, etc.</p>
	2023	<p>INFORMATION SECURITY ensure the selection of adequate and proportionate security controls that help protect information in line with increasingly rigid regulatory requirements such as the GDPR (General Data Protection Regulation) and NIS (Network and Information Systems) Regulations.</p>

Source: Websim Corporate on Company presentation

Verso una Piattaforma Scalabile e Integrata tramite M&A

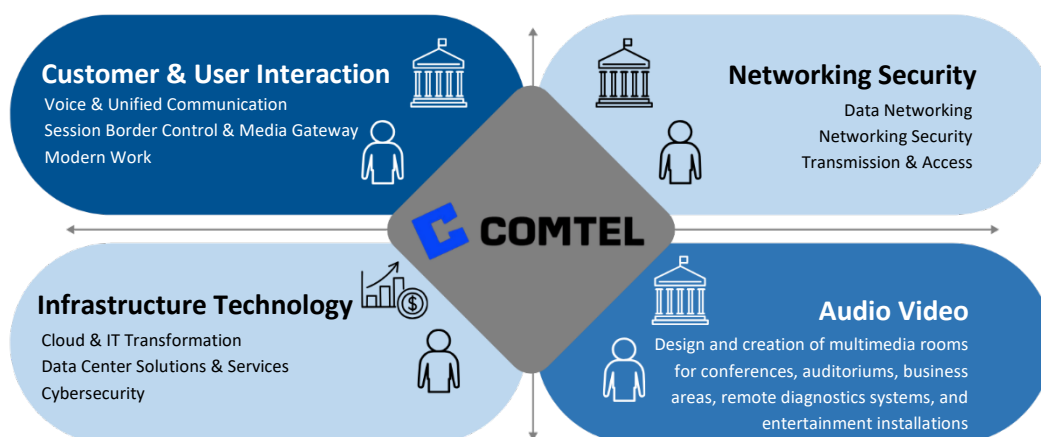
Le fondamenta di Com.Tel

L'offerta di **Com.Tel (stand-alone)** si articola in quattro centri di competenza specializzati, finalizzati all'erogazione di soluzioni ICT integrate per la Pubblica Amministrazione e il settore privato. La struttura operativa copre l'intero ciclo di vita delle infrastrutture tecnologiche attraverso le seguenti aree:

- **Customer & User Interaction:** focalizzata sull'ottimizzazione delle comunicazioni aziendali interne ed esterne tramite tecnologie VoIP e Unified Communication (UC). Include la gestione della sicurezza delle identità e dei dati mediante soluzioni di Modern Work e il controllo end-to-end delle comunicazioni attraverso Session Border Controller (SBC).
- **Networking Security:** presidia la progettazione e l'implementazione di reti dati complesse, incluse architetture SD-WAN e Multi-Cloud. L'area si occupa della protezione delle reti tramite sistemi di difesa (Firewall, NAC, IDPS) e della realizzazione di infrastrutture di trasmissione a bassa latenza.
- **Infrastructure Technology:** indirizza i processi di Cloud & IT Transformation per la modernizzazione delle architetture aziendali. Include lo sviluppo di soluzioni per Data Center focalizzate su scalabilità, efficienza energetica e protezione dei sistemi critici.
- **Audio Video:** specializzata nel design e nella realizzazione di ambienti multimediali, quali sale conferenze e auditorium, integrando sistemi di diagnostica remota e installazioni per i settori business ed entertainment.

L'attività viene esercitata integrando la fornitura di hardware e software con servizi di assistenza professionale e manutenzione specialistica.

Com.Tel – Services Pre-Novanext entry



Source: Websim Corporate on Company data

Novanext, acquisizione strategica e complementarità operativa

Com.Tel ha finalizzato l'operazione di acquisizione del 60% del capitale sociale di Novanext con un corrispettivo totale dell'operazione pari a **€1.9mn**. L'operazione, finanziata interamente tramite risorse interne, ha previsto una struttura di pagamento articolata in due tranches: un versamento iniziale di **€0.37mn** eseguito a settembre 2024 e un saldo di **€1.53mn** corrisposto al closing di febbraio 2025.

Gli accordi includono inoltre una **call option** a favore di Com.Tel per il riacquisto del restante **40%** del capitale (detenuto da Roberto De Giovanni e Giovanni De Giovanni, detentori del 20% ciascuno). Tale diritto risulta esercitabile nella finestra temporale compresa tra il **1° gennaio e il 31 marzo 2027**.

Fondata nel 1988 e con sede a Rivoli (TO), **Novanext** è un system integrator specializzato in **Enterprise Networking, Cybersecurity, IoT, Data Center e Cloud**. Al 30 settembre 2024, la società contava un organico di **132 dipendenti** e una rete commerciale di 28 professionisti. Il modello operativo si articola su una presenza geografica focalizzata nel **Nord Italia**, con hub tecnici e formativi a Torino, Milano e Roma.

Il posizionamento competitivo di Novanext è caratterizzato da:

- **Verticalizzazione Industriale:** un portafoglio clienti diversificato con un'esposizione significativa verso i segmenti Banking & Finance, Telco & Media e Pubblica Amministrazione.
- **Partnership Strategiche:** la Società vanta una relazione storica con Cisco, di cui è Gold Partner dal 1999 e Learning Partner certificato, elemento che garantisce un vantaggio competitivo nel comparto della formazione tecnica e delle architetture IT complesse.
- **Integrazione dell'Offerta:** l'attività copre l'intera catena del valore delle telecomunicazioni private, dalla progettazione sistemistica e vendita/noleggio di hardware fino all'assistenza tecnica e ai servizi gestiti.

Com.Tel – Novanext Competitive Positioning



Source: Websim Corporate on Company data

Il rationale dell'operazione di M&A riflette una strategia di crescita volta a integrare competenze ad alto valore aggiunto e soluzioni digital workplace, consolidando la capacità di Com.Tel di presidiare progetti infrastrutturali di scala enterprise.

Sotto il profilo industriale, l'operazione si fonda su una chiara complementarità strategica articolata su **tre direttrici** principali:

- **Offerta Tecnologica**, integrazione del know-how di Novanext in ambito cybersecurity, IoT e Cloud, segmenti che completano il portafoglio attuale di Com.Tel;
- **Posizionamento Geografico**, espansione della presenza nel Nord Italia, area dove Novanext vanta un presidio consolidato a fronte di una sovrapposizione limitata con le attività storiche dell'acquirente;
- **Target Clientela**, Novanext apporta un portafoglio di clienti large enterprise (settori Banking, Industrial e Telco) specializzato in progetti complessi, che si affianca al focus di Com.Tel sulla media impresa gestita tramite canali indiretti.

L'integrazione mira a generare sinergie operative attraverso l'accesso a nuove competenze tecniche e l'ottimizzazione delle risorse, rafforzando il posizionamento competitivo del Gruppo in segmenti di mercato ad alto valore aggiunto. Le tre direttrici principali includono:

- **Sinergie commerciali e di ricavo**, il management punta su una strategia di cross-selling aggressiva, favorita dalla complementarità dei portafogli prodotti. L'adozione di un modello "one face to the customer" per i clienti comuni mira a migliorare il pricing power e la percezione del valore. Inoltre, la rete commerciale di Com.Tel (oltre 35 professionisti) funge da volano per l'espansione geografica di Novanext in nuovi segmenti di mercato.
- **Efficienza tecnologica e know-how**, prevista la condivisione degli asset infrastrutturali e dei sistemi informativi per ottimizzare i costi fissi. L'integrazione delle competenze tecniche permetterà al Gruppo di approssicare progetti enterprise di maggiore complessità, ampliando lo spettro delle soluzioni offerte.
- **Razionalizzazione dei costi e governance**, l'operazione prevede la centralizzazione delle funzioni di staff, riducendo le sovrapposizioni e migliorando l'allineamento strategico. Sul fronte degli approvvigionamenti, il Gruppo beneficerà di un maggiore potere contrattuale nei confronti dei vendor tecnologici, permettendo un miglioramento della marginalità grazie a condizioni di acquisto più vantaggiose.

Soluzioni personalizzate e diversificazione

Il modello operativo di Novanext si fonda su un'offerta integrata di soluzioni tecnologiche personalizzate, strutturata su tre modalità di erogazione (**Servizi, Fornitura e Contratti Misti**) e articolata in quattro linee di business principali:

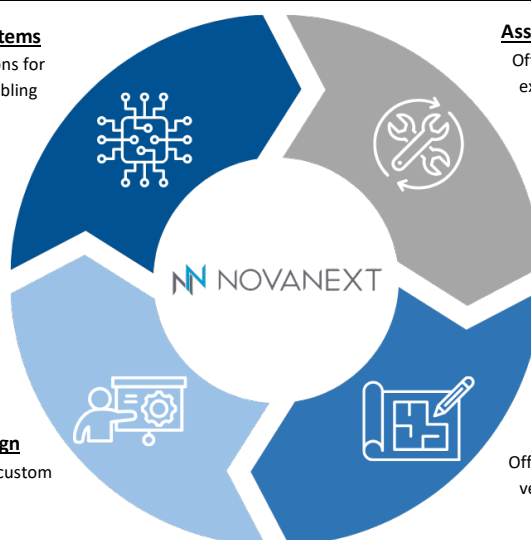
- **Hardware, Software, Sistemi e Prodotti Informatici**, focalizzata sulla rivendita e integrazione di soluzioni per la Cloud & IT Transformation, Data Center e Networking. Rappresenta la componente abilitante per i progetti di digitalizzazione della clientela enterprise;
- **Servizi di Assistenza, Installazione, Manutenzione e Vari**, include l'offerta di servizi gestiti tramite i Network Operation Center (NOC) ed il Security Operation Center (SOC) interni, con competenze specifiche in Cyber Security Intelligence, Analytics e Governance Risk Compliance;
- **Presidi e Progettazione**, fornisce supporto tecnico continuativo e progettazione su misura, garantendo l'efficienza operativa delle infrastrutture attraverso attività di Security Assessment e monitoraggio costante;
- **Corsi di Formazione**, asset distintivo ad alta specializzazione che eroga formazione certificata per i principali vendor globali (**Cisco, Microsoft, Oracle, IBM**). Questa linea non solo contribuisce ai ricavi, ma consolida il posizionamento di Novanext come centro di competenza tecnica nel panorama ICT nazionale.

La combinazione di queste direttrici permette a Novanext di coprire l'intero ciclo di vita delle infrastrutture IT, garantendo una diversificazione dei flussi di ricavo tra componenti transazionali (fornitura) e ricorrenti (assistenza e monitoraggio).

Com.Tel – Novanext Business Model

Hardware, Software, IT Systems

Reselling and integrating solutions for Cloud & IT transformations, enabling digitalization



Assistance and Managed Services

Offers support via NOC and SOC, with expertise in Cybersecurity, Analytics, and Governance Risk Compliance.

Technical Support and Design

Providing ongoing support and custom design, ensuring infrastructure efficiency.

Training Courses

Offers certified training for major vendors, reinforcing Novanext's technical expertise

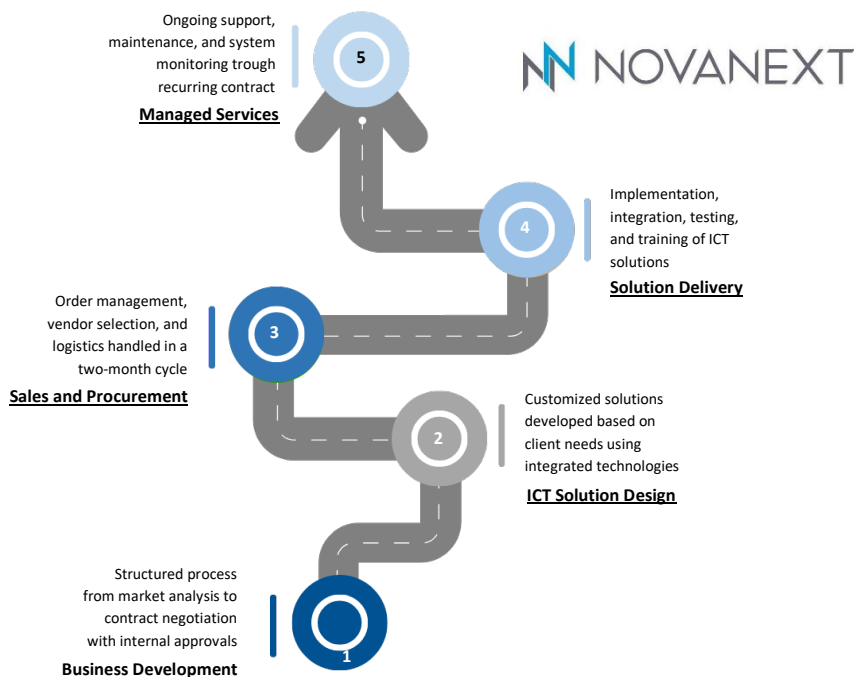
Source: Websim Corporate on Company data

Driver di successi nella Value Chain

La catena del valore di Novanext si articola attraverso un processo sequenziale che integra lo sviluppo del business, la progettazione tecnica, l'approvvigionamento e la delivery finale con i relativi servizi di gestione. Il vantaggio competitivo della società è sostenuto da cinque pilastri strategici:

- **Relazioni con i Vendor**, partnership consolidate con i principali operatori tecnologici permettono a Novanext di operare dualmente come rivenditore e fornitore di servizi gestiti all'avanguardia;
- **Modello di Business End-to-End**, la capacità di coprire l'intero ciclo di vita del progetto, dalla fase di design iniziale alla manutenzione post-vendita, garantisce un presidio completo sul cliente;
- **Track Record Settoriale**, l'esperienza ultratrentennale nel comparto ICT e della formazione abilita la gestione di progettualità ad elevata complessità tecnica;
- **Posizionamento sul Segmento Enterprise**, una base clienti fidelizzata composta da grandi istituzioni finanziarie, realtà industriali e Pubblica Amministrazione sottolinea la solidità commerciale del target;
- **Competenze Certificate**, la struttura si avvale di risorse specializzate in cinque aree tematiche chiave, supportate da certificazioni tecniche che ne attestano il know-how.

Com.Tel – Novanext Value Chain

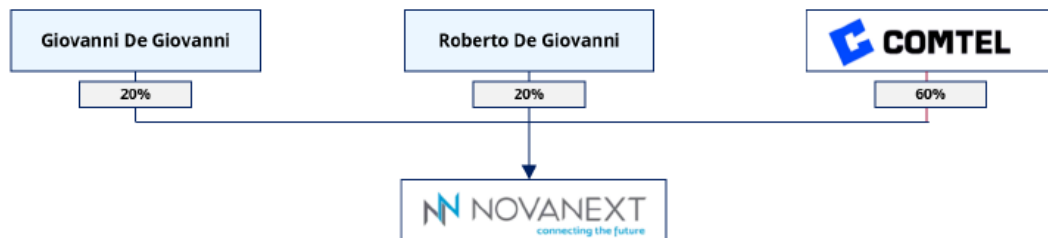


Source: Websim Corporate on Company data

Governance e accordi parasociali

Il trasferimento della partecipazione di maggioranza in Novanext è regolato da un patto parasociale sottoscritto in data 17 settembre 2024 tra Com.Tel e i Soci DG (Giovanni e Roberto De Giovanni). L'accordo definisce i nuovi assetti di governance e le clausole di trasferimento azionario come segue:

Novanext – Shareholders' Structure



Source: Websim Corporate on Company presentation

Governance e Diritti di Minoranza

- **Composizione del CdA**, il nuovo Consiglio di Amministrazione sarà composto da 5 membri, con una maggioranza di 3 esponenti designati da Com.Tel (inclusi Presidente e AD) e 2 dai Soci DG;
- **Materie Riservate**, per deliberazioni di rilievo strategico — quali acquisizioni, cessioni di rami d'azienda o investimenti fuori budget superiori a €50k — è richiesto il voto favorevole di almeno un consigliere di espressione della minoranza;
- **Assemblea**, è previsto un quorum deliberativo rafforzato al 75% del capitale sociale per operazioni straordinarie, inclusi aumenti di capitale, modifiche statutarie e nomina/revoca degli amministratori.

Disciplina del Trasferimento Azionario

- **Lock-up**, le parti sono vincolate a un impegno di inalienabilità delle quote fino all'approvazione del bilancio al 30 settembre 2026, salvo preventivo consenso scritto;
- **Call Option**, i Soci DG hanno concesso a Com.Tel un diritto di opzione per il riacquisto del restante 40% del capitale sociale (20% ciascuno da Giovanni e Roberto De Giovanni). Tale opzione è esercitabile

nel periodo compreso tra il 1° gennaio e il 31 marzo 2027, con un prezzo determinato secondo formule contrattuali predefinite.

- **Dritti di Uscita**, è previsto un diritto di co-vendita (tag-along) a favore dei Soci DG nel caso in cui Com.Tel intenda alienare la propria partecipazione a terzi dopo il periodo di lock-up.

L'espansione nel mercato EMEA: l'acquisizione di NEC Italia e NEC Nederland

NEC

A **luglio 2025**, Com.Tel perfeziona la seconda operazione di M&A dell'anno con l'acquisizione del 100% di **NEC Italia** e **NEC Nederland BV** (che include il 100% della filiale NEC United Arab Emirates). Le realtà acquisite provengono dal perimetro di NEC Europe, parte del gruppo NEC Corporation, leader mondiale nelle soluzioni IT, di rete e di comunicazione. La struttura del deal ha previsto un esborso di **€0.4mn** da parte della Società e impegnato NEC Europe Ltd a versare a NEC ITA e NEC NEL, in due tranche, circa €5.5mn per la copertura di taluni costi fissi previsti.

Il rationale strategico dell'operazione si fonda sull'espansione internazionale e sull'integrazione di sinergie di prodotto e di canale, consentendo a Com.Tel di estendere la propria capacità distributiva nel mercato EMEA attraverso la divisione Unified Communication di NEC NEL e di penetrare i verticali internazionali del Cruise e dell'Hospitality.

Com.Tel – NEC Italy, NEC Netherlands, and NEC UAE



Source: Websim Corporate on Company data

Parallelamente, NEC Italia manterrà l'operatività di system integrator per la vendita diretta di soluzioni ai clienti finali.

A seguito del closing, le società target sono state rinominate rispettivamente **Com.Tel Innovation S.p.A.**, che fungerà da hub di R&S del Gruppo, e **Com.Tel International BV**. L'accordo sancisce inoltre la **partnership ufficiale di Com.Tel con NEC** per la vendita di servizi e tecnologie avanzate di selezionate business unit, con l'obiettivo di creare opportunità di sinergia in ambito fibra ottica, IoT e AI. Nei primi 12 mesi post-closing, il management stima intorno a **€10mn di ricavi** dal perimetro acquisito.

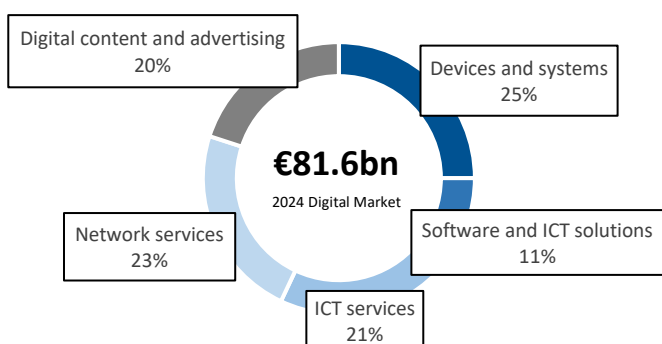
Il Mercato di Riferimento

Com.Tel opera nel mercato digitale italiano che, secondo il rapporto “Il Digitale in Italia 2025” di Anitec-Assinform, è suddiviso in **cinque sotto-segmenti**:

Servizi di Rete. Il segmento aggrega l’offerta di rete fissa (fonia, trasmissione dati, accesso internet e VAS¹; esclusi data center, advertising e outsourcing) e mobile (fonia, messaggistica, broadband e VAS; esclusi contenuti di intrattenimento). Dopo il marginale incremento dello **0.2% YoY** nel 2023, il comparto ha registrato un’accelerazione nel 2024 (**+1.2% YoY**), sostenuta dalla resilienza della componente dati. Il dato 2025 è atteso **-0.7% YoY**, calo atteso per la persistente pressione competitiva nel segmento consumer.

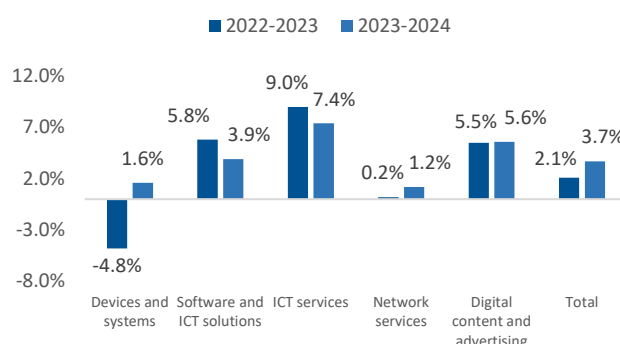
Servizi ICT. Il comparto aggrega le attività di progetto, tra cui Sviluppo e System Integration (manutenzione, integrazione applicativa, infrastrutturale e sistemi embedded), Consulenza, Formazione, Supporto Tecnico, nonché i servizi di Data Center, Cloud e Cybersecurity. Il segmento ha registrato una crescita del **+7.4% YoY** nel 2024 (rispetto al **+9% YoY** del 2023), confermandosi il principale motore del mercato. Il dato del 2025 è atteso in crescita del **+7.2% YoY**, riflettendo la natura strategica degli investimenti in SI complessa volti all’integrazione di soluzioni di Intelligenza Artificiale Generativa.

Com.Tel – 2024 Digital Market (%)



Source: Websim Corporate on Anitec-Assinform

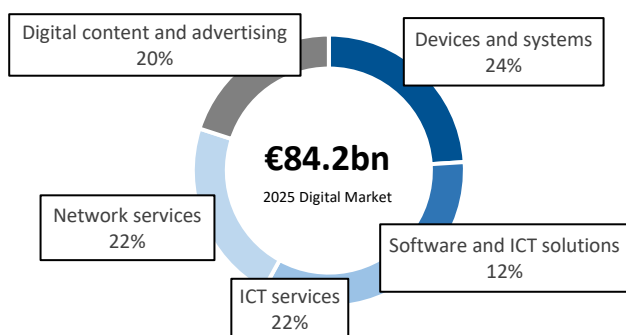
Com.Tel – 2022-2024 Growth by Segment (%)



Source: Websim Corporate on Anitec-Assinform

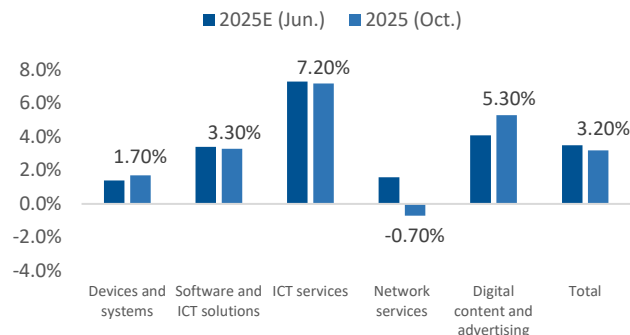
Software e Soluzioni ICT. Il comparto comprende esclusivamente le componenti software on-premise con installazione locale. Il segmento ha registrato una crescita del **+3.9% YoY** nel 2024 (rispetto al **+5.8% YoY** del 2023), dimostrando resilienza nonostante la progressiva migrazione verso modelli SaaS², grazie al mantenimento di quote rilevanti in mercati verticali specifici. Per il 2025, le proiezioni indicano una lieve decelerazione a **+3.3% YoY**, riflettendo lo shift strutturale degli investimenti verso architetture cloud-native.

Com.Tel – 2025 Digital Market (%)



Source: Websim Corporate on Anitec-Assinform

Com.Tel – 2025 Growth by Category (%)



Source: Websim Corporate on Anitec-Assinform

Dispositivi e Sistemi. La macroarea comprende quattro categorie principali: Dispositivi Personali & Mobili, Dispositivi per Casa & Ufficio e Infrastrutture di rete per ambienti fissi e mobili. Il comparto è tornato in territorio positivo con un incremento del **+1.6% YoY** nel 2024, invertendo la significativa contrazione del **-4.8% YoY** registrata nel 2023. Il recupero è riconducibile al rinnovo ciclico dei parchi hardware aziendali

¹ VAS (Value-Added Services) sono servizi che non fanno parte della “core architecture” della rete, ma che vi si appoggiano sopra (livello applicativo). Essi aggiungono valore all’offerta standard trasformando la rete da semplice “trasporto” a piattaforma di servizi intelligenti.

² Il SaaS (Software as a Service) è un modello di distribuzione del software in cui le applicazioni sono ospitate da un provider esterno (il cloud provider) e rese disponibili agli utenti finali via internet, solitamente attraverso un browser web.

e al potenziamento delle infrastrutture di rete 5G. Per il 2025 è atteso un dato in crescita del **+1.7% YoY**, supportata dall'introduzione sul mercato di device con architetture ottimizzate per l'IA ("AI-ready").

Contenuti e Pubblicità Digitale. Il comparto aggrega i ricavi derivanti da contenuti digitali veicolati tramite reti fisse e mobili, con esclusione dei supporti fisici (es. CD, DVD). Il segmento ha confermato una performance solida nel 2024 con un incremento del **+5.6% YoY**, in linea con la crescita registrata nel 2023 (**+5.5% YoY**), sostenuta dall'advertising online e dal consumo di contenuti digitali in mobilità. Per il 2025, si prevede una crescita del **+5.3% YoY**, trainata dalla crescente penetrazione dei servizi di streaming e dall'allocazione dei budget pubblicitari verso le piattaforme social.

L'operatività di **Com.Tel** si concentra trasversalmente sui primi quattro segmenti analizzati (Servizi di Rete, Servizi ICT, Software e Soluzioni ICT, Dispositivi e Sistemi), i quali aggregano circa l'**80% del valore totale** del mercato digitale italiano. Si rileva che **Novanext** presenta un posizionamento analogo, operando nei medesimi segmenti di mercato della controllante.

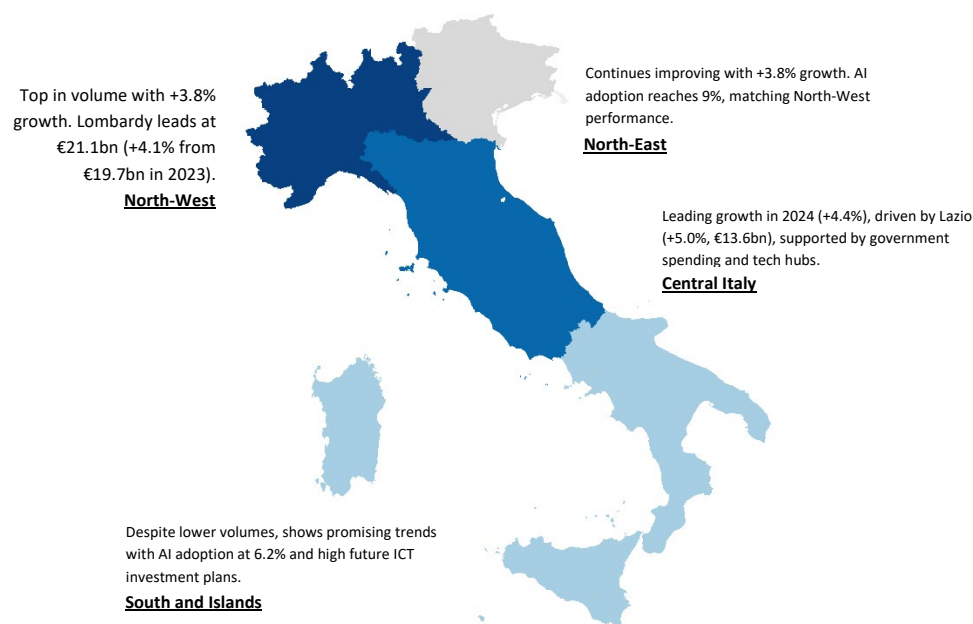
Panoramica geografica del mercato digitale

Sulla base dei dati consuntivi 2024 e delle proiezioni 2025, il mercato digitale italiano ha registrato una decisa accelerazione rispetto al rallentamento del 2023.

Nel 2024, il valore complessivo ha raggiunto **€81.6bn (+3.7% YoY)**. La distribuzione geografica conferma la predominanza di Nord-Ovest e Centro, che insieme catalizzano circa i due terzi della spesa nazionale. Si osserva un'inversione di tendenza rispetto al precedente esercizio, con una ripresa generalizzata dei tassi di crescita:

- **Centro Italia:** area con la maggiore espansione nel 2024 (+4.4% vs. 2.9% del 2023). Il driver principale è il **Lazio**, in crescita del **+5.0%** (ca. €13.6bn), sostenuto dalla spesa della Pubblica Amministrazione Centrale e dai poli tecnologici.
- **Nord-Ovest:** si conferma leader per volumi con un incremento del **+3.8%**. La **Lombardia** mantiene il primato assoluto con un valore di **€21.1bn** (+4.1% rispetto ai €19.7bn del 2023).
- **Nord-Est:** prosegue il miglioramento strutturale con un tasso di crescita del **+3.8%**. L'adozione di tecnologie avanzate (specialmente AI) ha raggiunto il 9% delle imprese, allineandosi alle performance del Nord-Ovest.
- **Sud e Isole:** nonostante i volumi inferiori, l'area mostra dinamiche promettenti sui budget futuri. Con un'adozione AI al 6.2% nel 2024, il Mezzogiorno risulta l'area con la quota più alta di imprese intenzionate a incrementare gli investimenti ICT nel biennio 2025-2026.

Com.Tel – Geographical Analysis of the Digital Market



Source: Websim Corporate on Assintec Assinforum

Per il 2025 si stima un'ulteriore accelerazione a **€84.2bn (+3.2% YoY)**. La crescita sarà sostenuta dal consolidamento della Lombardia (prevista oltre i €22bn) e del Lazio (+5.2% stimato), quest'ultimo spinto

dalla fase di completamento dei progetti PNRR. È prevista una progressiva riduzione del gap territoriale, con il Sud e le Isole in convergenza verso i tassi di crescita del Nord, favoriti dagli incentivi del Piano Transizione 5.0.

Driver di crescita del mercato digitale

L'espansione del mercato digitale italiano è sostenuta da direttrici strutturali e incentivi fiscali che favoriscono la trasformazione del tessuto industriale e pubblico. Di seguito i principali driver:

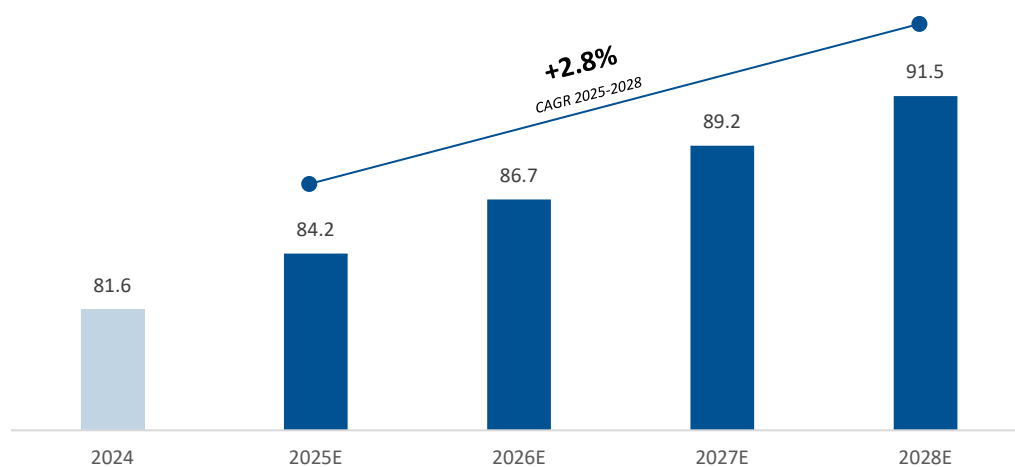
- **Adozione di Tecnologie Abilitanti (AI, IoT, Cloud):** l'integrazione di soluzioni avanzate agisce da catalizzatore per la trasformazione digitale delle imprese italiane. Tali tecnologie permettono l'ottimizzazione dei processi operativi e l'implementazione di modelli di business scalabili.
- **Digitalizzazione delle Infrastrutture Energetiche:** il passaggio a reti intelligenti e l'integrazione di fonti rinnovabili sostengono la domanda di soluzioni digitali, con riflessi positivi sull'efficienza sistemica e sul raggiungimento dei target ESG.
- **Esecuzione del PNRR (Pubblica Amministrazione):** i flussi di investimento previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza accelerano la modernizzazione della PA. Gli interventi mirano a un incremento dell'efficienza dei servizi pubblici e dell'accessibilità digitale per l'utenza finale.
- **Strutturalità del Lavoro Agile:** il consolidamento dello Smart Working mantiene elevata la domanda di piattaforme di collaborazione remota e infrastrutture di sicurezza, favorendo la diffusione di ecosistemi digitali integrati.
- **Investimenti in Asset Intangibili e Piano Transizione 5.0:** si registra un incremento allocativo verso software, R&D e capitale umano. Gli incentivi legati al Piano Transizione 5.0 forniscono un supporto fiscale determinante per il potenziamento dei processi aziendali.
- **Penetrazione dell'E-commerce:** la crescita organica delle vendite online amplia il mercato potenziale delle imprese su scala globale, rendendo necessaria l'adozione di strumenti digitali per la gestione della logistica e della customer experience.

Previsioni del mercato digitale italiano 2025-2028

Nel triennio 2025-2028, il mercato digitale italiano è atteso proseguire il trend espansivo, sebbene in rallentamento rispetto al **+3.7%** registrato a fine 2024. Nonostante la decelerazione, il comparto dovrebbe confermare una sovraperformance rispetto alla crescita del PIL nazionale nel medesimo periodo.

Per l'esercizio 2025, si stima un incremento della spesa digitale del **+3.2%**, attestando il valore complessivo a **€84.2bn**. Tale dinamica di decelerazione è prevista estendersi lungo l'intero orizzonte temporale analizzato, con un **CAGR 2025-2028** stimato al **+2.8%**. In base a queste proiezioni, il mercato digitale italiano dovrebbe raggiungere un valore di circa **€91.5bn** entro la fine del 2028.

Com.Tel – 2024-2028 Digital Market Evolution (€ bn)



Source: Websim Corporate on Assintec-Assinforum

Lo sviluppo del mercato è guidato dal comparto dei **Servizi ICT** che, tra il **2025 e il 2028**, è previsto crescere con un **CAGR pari al +5.8%**. La spesa in quest'ambito continua ad essere **trainata dai servizi Cloud**, per effetto del proseguimento del processo di transizione in atto in tutti i settori, accompagnato da un'estensione dei servizi adottati nei settori più maturi. Un **ulteriore driver della crescita** di questo

comparto è rappresentato dalla **domanda di servizi gestiti**, soprattutto in ambito **sicurezza**, e di **gestione dei sistemi IT**, alla luce di obiettivi di resilienza e continuità operativa. Seguono i **servizi di consulenza, sviluppo e systems Integration** sostenuti dalle esigenze di modernizzazione del parco applicativo, soprattutto nei settori caratterizzati ancora da una presenza consistente di sistemi legacy, e dalla domanda di soluzioni applicative verticali e di piattaforme innovative, in particolare in relazione all'Intelligenza Artificiale.

Anche il segmento dei **Contenuti e Pubblicità Digitale** è previsto incrementare con una velocità superiore alla media di mercato (**+3.9% tra il 2025 e il 2028**). La dinamica beneficia, da un lato, del tempo speso dagli utenti sui dispositivi elettronici, sulle piattaforme di gaming on line e dalla crescente diffusione di applicazioni e piattaforme di streaming caratterizzati da piani di sottoscrizione sempre più accessibili; dall'altro, dalla propensione delle aziende verso campagne pubblicitarie ospitate sui media digitali, che consentono di monetizzare e valorizzare una quantità di dati superiore a quella generata dalle iniziative pubblicitarie tradizionali.

Segue il comparto del **Software e Soluzioni ICT** il cui andamento è allineato alla dinamica complessiva del mercato (**+2.6% tra il 2025 e il 2028**). È la componente del **middleware³ a crescere più velocemente**, spinta dall'esigenza di integrare e orchestrare infrastrutture on-premise e Cloud, di abilitare la raccolta, organizzazione e gestione degli asset informativi delle aziende, di facilitare lo scambio di dati tra i diversi contesti IT e di garantire la sicurezza. Più **modesto lo sviluppo del segmento del software applicativo**: la domanda delle soluzioni più innovative non riesce a controbilanciare l'andamento della componente di soluzioni business orizzontali che sono caratterizzate da una sempre maggiore maturità e dal passaggio a soluzioni SaaS. Ancora **più contenuta è la crescita del software di sistema**, che sconta la maturità della domanda, lo switch verso il Cloud e l'estensione dei cicli di aggiornamento tecnologico delle apparecchiature hardware.

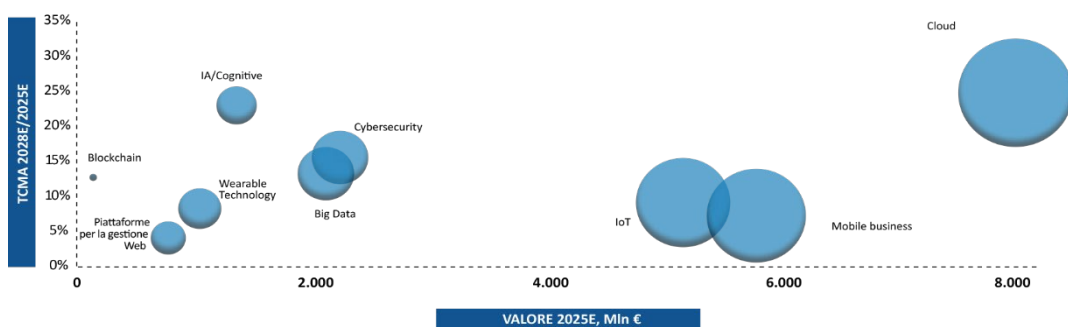
Parallelamente, anche il segmento dei **Dispositivi e Sistemi** è previsto crescere con una velocità particolarmente limitata (**+1.2% tra il 2025 e il 2028**): ad una **buona dinamica del mercato dei sistemi e dei server di fascia elevata**, sostenuta oltre che dagli investimenti per sostenere il processo di trasformazione digitale anche da quelli finalizzati all'allestimento dei datacenter (€10.1bn destinati alla costruzione e all'allestimento di nuove infrastrutture nel biennio 2025-2026), **si contrappone l'andamento meno positivo della componenti dei dispositivi fissi usati anche in contesti consumer** (PC desktop, stampanti etc.).

Infine, il comparto dei **Servizi di rete** appare pressoché stabile (**+0.2% tra il 2025 e il 2028**) rallentato dalla **tendenza in sofferenza dei servizi di rete mobile**, caratterizzati da pressione competitiva e prezzi in calo, mentre **l'andamento dei servizi di rete fissa dovrebbe mantenersi più positivo** grazie alla migrazione verso la fibra, alla crescente domanda di connettività e di offerte integrate.

I Digital Enabler

La crescita del mercato digitale italiano è trainata dai **Digital Enabler⁴**. Tali tecnologie registrano tassi di crescita sistematicamente superiori alla media di mercato, con variazioni di performance riconducibili al differente grado di maturità tecnologica e ai diversi livelli di adozione settoriale.

Com.Tel – 2025 Digital Enabler Market



Source: Websim Corporate on Anitec-Assinforum

Tra le **tecnologie consolidate** si trovano il Cloud Computing, il Mobile business, l'IoT e le Piattaforme Web. Nonostante il **Cloud Computing (€8.6bn nel 2025, +12% atteso tra il 2025 e il 2028)** sia un mercato maturo, rimane fondamentale per l'innovazione delle architetture informatiche, con un utilizzo crescente sia applicativo che infrastrutturale. Il **Mobile business (€5.8bn nel 2025, +3.6% atteso tra 2025 e il 2028)**

³ Il **middleware** è uno strato di software che si posiziona tra il sistema operativo e le applicazioni, oppure tra due applicazioni diverse che non saprebbero come comunicare tra loro.

⁴ Con il termine **Digital Enabler** si definisce il cluster di tecnologie innovative (quali Cloud, Intelligenza Artificiale, Cybersecurity, IoT e Big Data) che operano come catalizzatori della trasformazione digitale.

continua a supportare la digitalizzazione dei processi aziendali e la gestione delle relazioni con i clienti. L'**IoT (€5.1bn nel 2025, +6.2% atteso tra 2025 e il 2028)** è cruciale per le imprese con asset fisici sensorizzabili, che generano dati sfruttabili per fini commerciali. Le **Piattaforme Web (€749mn nel 2025, +4.2% atteso tra 2025 e il 2028)** sono orientate alla manutenzione e aggiornamento di siti e portali esistenti.

Tra le **tecnologie a crescita accelerata** la **Cybersecurity (€2.3bn nel 2025, +12% atteso tra il 2025 e il 2028)** è sempre più rilevante per rispondere alle minacce in aumento. I **Big Data Management (€2.1bn nel 2025, +10.4% atteso tra il 2025 e il 2028)** sono essenziali per l'evoluzione delle architetture dati, soprattutto nell'adozione dell'IA. Le **Wearable Technologies (€1bn nel 2025, +7.2% atteso tra il 2025 e il 2028)** supportano settori come Industria, Energy & Utilities e Trasporti, per attività di monitoraggio e sicurezza.

Infine, tra le **tecnologie emergenti**, l'**Intelligenza Artificiale (€1.2bn nel 2025, +24.4% atteso tra il 2025 e il 2028)** sta ottimizzando processi aziendali e operativi con una crescente adozione e la **Blockchain (€61mn nel 2025, +13% atteso tra il 2025 e il 2028)** rimane una tecnologia di nicchia, ma trova applicazioni nel settore bancario per transazioni e criptovalute, e in Industria ed Energy & Utilities per la tracciabilità.

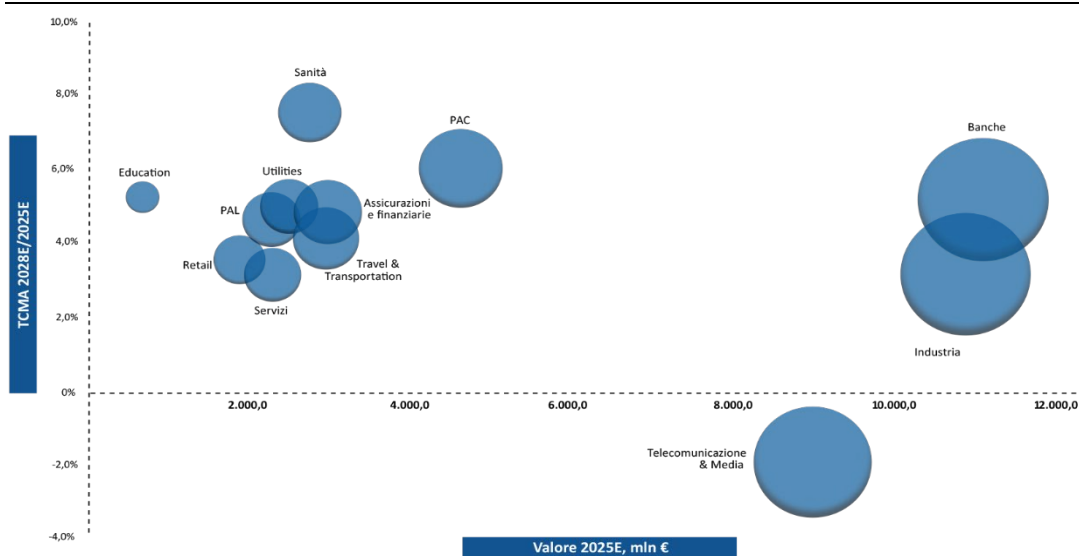
Previsioni per settori d'utenza

Nel periodo 2025-2028 il mercato digitale italiano è atteso ad essere sempre più polarizzato sulla componente di spesa **Business** (aziende private e PA) rispetto a quella **Consumer**. Il peso del mercato digitale Business è previsto in leggero aumento dal 63.2% rilevato nel 2024 al 63.6% nel 2025, per raggiungere una quota pari al 65.2% nel 2028. Il peso della spesa Consumer, che si stima raggiunga i €30.7bn nel 2025, è previsto in progressiva riduzione, dal 36.4% nel 2025 al 34.8% nel 2028, per effetto di una dinamica più lenta rispetto alla media complessiva di mercato (+1.2% tra il 2025 e il 2028).

La dinamica riflette, da un lato, la maturità del segmento Consumer, caratterizzato da un'elevata penetrazione di dispositivi e dall'estensione dei cicli di replacement tecnologico. Dall'altro, evidenzia la natura discrezionale della spesa retail, soggetta a razionalizzazione in contesti di incertezza macroeconomica.

L'analisi dello sviluppo del **mercato digitale Business** mette in luce pesi, velocità e razionali diversi a seconda dei **settori** considerati:

Com.Tel – Sector Analysis



Source: Assintec-Assinform

Financial Services & Insurance. Il settore Bancario guida la spesa per volumi (>€11bn nel 2025, CAGR atteso 2025-2028 +5.2%), focalizzandosi sulla modernizzazione del core banking e sull'integrazione dell'IA nei processi commerciali. La spesa è "obbligata" dall'adeguamento ai framework DORA⁵ (cyber-resilienza) e IPR⁶ (pagamenti istantanei). Anche le Assicurazioni segnano una crescita significativa (CAGR atteso 2025-2028 +4.9%), dove l'IA evolve da sperimentazione a leva strutturale per la gestione della Data Strategy e l'automazione dei sinistri.

⁵ **DORA (Digital Operational Resilience Act):** regolamento UE volto a rafforzare la resilienza operativa digitale del settore finanziario. Impone standard rigorosi per la gestione dei rischi ICT, la segnalazione degli incidenti, i test di vulnerabilità e il monitoraggio dei fornitori terzi, al fine di garantire la continuità dei servizi finanziari critici a fronte di attacchi cyber o guasti tecnologici.

⁶ **IPR (Instant Payments Regulation):** normativa europea che obbliga i prestatori di servizi di pagamento (PSP) a offrire bonifici istantanei in Euro senza costi aggiuntivi rispetto ai bonifici ordinari. Il regolamento mira ad accelerare l'adozione dei pagamenti in tempo reale (disponibilità dei fondi entro 10 secondi), richiedendo significativi adeguamenti tecnologici in termini di scalabilità dei sistemi e prevenzione delle frodi.

Industria e Utilities. L'Industria (€10.8bn nel 2025, CAGR atteso 2025-2028 +3.2%) risente delle incertezze macroeconomiche e dei dazi USA; gli investimenti IT sono dunque polarizzati su Cybersecurity, ottimizzazione della supply chain e IA per la difesa dei margini operativi. Le Utilities crescono stabilmente (CAGR atteso 2025-2028 +5%), spinte dai progetti PNRR (RePowerEU) e dalla necessità di gestire dati complessi provenienti da reti e sensori per la transizione energetica.

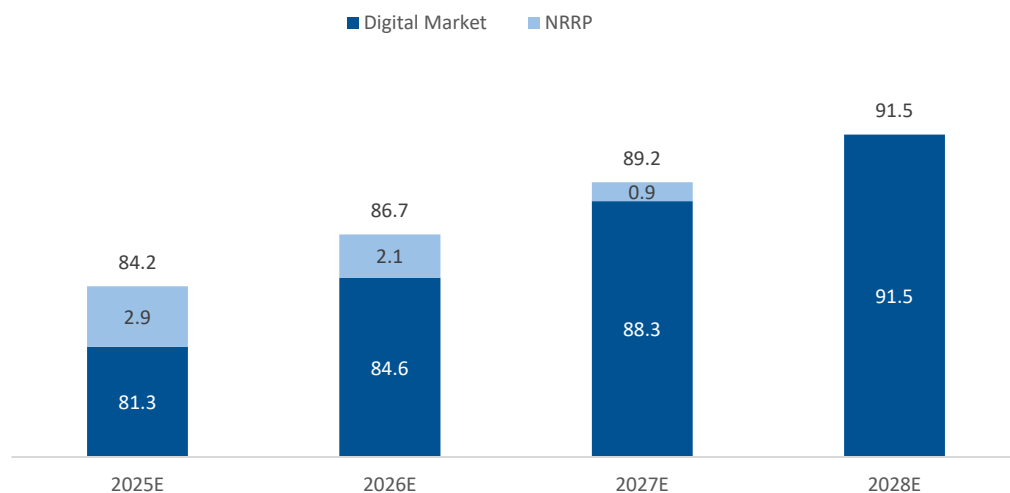
Public Sector & Health. La PA Centrale e Locale (investimenti aggregati per ~€6.8bn nel 2025) è sostenuta dall'avanzamento dei fondi PNRR, con focus su interoperabilità dei dati (PDND)⁷ e Cloud. La Sanità si distingue come il settore più dinamico in assoluto (CAGR atteso 2025-2028 +7.6%), trainata dalla costruzione dell'Ecosistema dei Dati Sanitari e dallo scale-up dei servizi di Telemedicina entro la deadline europea del 2026.

Telecomunicazioni & Retail. Il comparto Telco & Media è l'unico in territorio negativo (CAGR atteso 2025-2028 -1.9%), appesantito da erosione della marginalità e consolidamento in atto. Il Retail (CAGR atteso 2025-2028 +3.6%) mostra un dinamismo moderato, dove il digitale è utilizzato in chiave difensiva per recuperare il calo del potere d'acquisto dei consumatori attraverso l'ottimizzazione dell'esperienza ibrida (online/fisico) e l'analisi avanzata dei dati.

Evoluzione fondi PNRR

L'approssimarsi della scadenza formale del PNRR evidenzia una probabile estensione delle tempistiche di spesa oltre giugno 2026, causata da tassi di attuazione e rendicontazione inferiori alle stime iniziali. L'erogazione dei fondi dovrebbe proseguire con particolare persistenza nei segmenti della Pubblica Amministrazione Centrale e della Sanità, pur con un'incidenza decrescente fino al completo esaurimento entro il 2028. Nel 2025, il contributo del Piano è stimato in €2.9bn su un mercato totale di €84.2bn, riflettendo una revisione al rialzo che conferma una fase di investimento pubblico ancora tonica. Tale apporto è previsto contrarsi a €2.1bn nel 2026 (su €86.7bn totali) e a €0.9bn nel 2027 (su €89.2bn), fino ad azzerarsi nel 2028. In tale esercizio, il mercato digitale italiano dovrebbe attestarsi a circa €91.5bn, segnando il passaggio definitivo a una dinamica di crescita organica indipendente dai fondi strutturali.

Com.Tel – PNRR Impact on Digital Market



Source: Assintec-Assinform

Cybersecurity: previsioni di crescita e driver normativi

Nel 2025, la spesa in **Cybersecurity** in Italia è stimata a €2.2bn, con un incremento del 12.2% YoY e un **CAGR 2025-2028** previsto al **+12.2%**. Tale traiettoria riflette la centralità dei temi cyber nelle strategie di investimento di imprese e Pubblica Amministrazione, sostenuta dall'escalation delle minacce informatiche e dall'adeguamento ai requisiti della direttiva NIS2⁸.

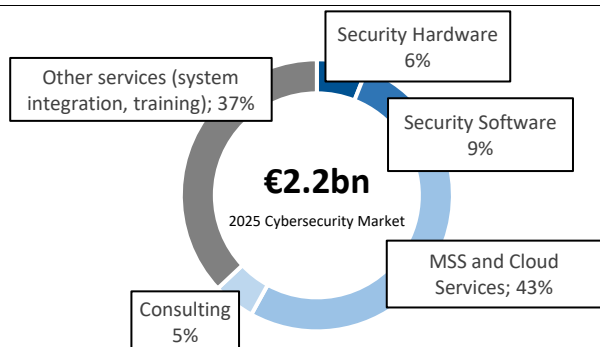
Il segmento dei **Managed Security Services e Cloud** si conferma il principale driver del mercato, con una spesa prevista di €969.4mn nel 2025 (+13.7% YoY; **CAGR 2025-2028 +13.2%**). La dinamica è alimentata dall'esternalizzazione verso Security Operation Center (SOC) specializzati, scelta strategica per sopperire

⁷ **PDND (Piattaforma Digitale Nazionale Dati):** infrastruttura tecnologica abilitante prevista dal PNRR per l'interoperabilità dei dati tra le Pubbliche Amministrazioni. Attraverso la standardizzazione delle API, la piattaforma consente lo scambio sicuro e automatizzato di informazioni, riducendo gli oneri burocratici per cittadini e imprese secondo il principio "once-only" (richiesta dei dati una sola volta).

⁸ **NIS2 (Network and Information Security Directive 2):** direttiva UE che estende l'ambito di applicazione e inasprisce i requisiti di cybersecurity per le organizzazioni "essenziali" e "importanti". Introduce obblighi rigorosi su gestione del rischio, sicurezza della supply chain e responsabilità degli organi direttivi, con sanzioni rilevanti in caso di inadempienza.

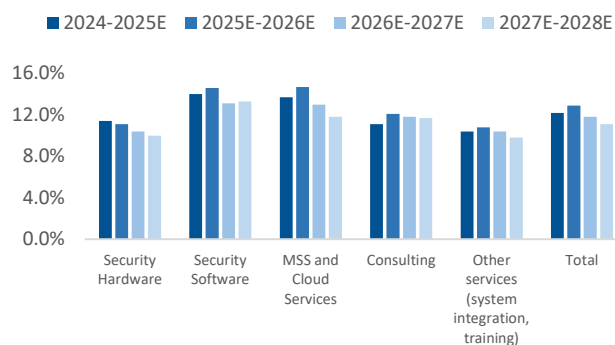
alla carenza di competenze interne e garantire un monitoraggio costante. Parallelamente, il segmento **System Integration e Servizi**, che include le attività di formazione, si attesta a €816.6mn nel 2025 (+10.4% YoY; **CAGR 2025-2028 +10.3%**). La crescita futura resta legata al rafforzamento della resilienza organizzativa e alla mitigazione del rischio umano attraverso programmi di upskilling per il personale tecnico e non tecnico. Il segmento dei **Security Software** mantiene un trend espansivo, trainato prioritariamente dagli adeguamenti alla compliance normativa e dal potenziamento dei sistemi di difesa. Per il 2025, la spesa è stimata a €197.5mn, segnando un incremento del 14% YoY e un **CAGR 2025-2028 del +13.7%**. Il segmento dei **Security Hardware**, comprensivo di asset fisici quali firewall e server proxy, evidenzia un trend di crescita del +11.4% YoY, con una spesa stimata di €142.2mn nel 2025 e un **CAGR 2025-2028 del +10.5%**. Il segmento della **Consulenza** assume una rilevanza crescente, con una spesa stimata di €119.2mn nel 2025 (+11.1% YoY; **CAGR 2025-2028 +11.9%**), trainata principalmente dalle necessità di assessment e risk management legate alla direttiva NIS2. Tale ambito supporta le organizzazioni nell'adeguamento dei processi e delle policy, definendo strategie di cyber resilienza coerenti con i nuovi standard di compliance.

Com.Tel - 2025 Cybersecurity Market



Source: Assintec-Assinforum

Com.Tel – 2025-2028 Cybersecurity Market Evolution



Source: Assintec-Assinforum

All'interno della spesa complessiva, le attività di **Threat Intelligence** registrano un'espansione significativa, raggiungendo €207.9mn nel 2025 (+13% YoY; **CAGR 2025-2028 +13.6%**). L'incremento riflette l'esigenza di adottare un approccio proattivo alla sicurezza, avvalendosi di strumenti evoluti come i Next-Gen SOC per anticipare le minacce e monitorare costantemente il panorama dei rischi.

Panoramica del mercato per dimensione aziendale

Nel **2024**, la spesa digitale delle **piccole imprese** (1-49 dipendenti) è cresciuta fino a circa **€10.1bn**, con un incremento del **+3% YoY**. Nonostante questa progressione, la velocità di adozione rimane inferiore rispetto alle **grandi imprese**, la cui spesa ha raggiunto **€32.1bn (+6.1%)**, e alle **medie imprese**, attestate a **€9.3bn (+5.4%)**.

I dati confermano una correlazione diretta tra dimensione aziendale e capacità di investimento tecnologico. In particolare:

- **Gap Tecnologico:** sebbene circa il **63% delle PMI** italiane utilizzi oggi almeno 4 delle 12 attività digitali monitorate (rif. Digital Intensity Index⁹, l'obiettivo europeo è del 90% entro il 2030), persiste un forte ritardo nelle aree a elevata specializzazione come l'**analisi dei dati**, dove la penetrazione nelle PMI è circa un terzo rispetto a quella delle grandi imprese.
- **Competenze e Cloud:** le PMI italiane continuano a mostrare un gap rispetto alla media europea nell'adozione di **software gestionali avanzati** (ERP/CRM) e nel **cloud computing** di tipo professionale, preferendo spesso soluzioni basiche o "legacy".
- **Intelligenza Artificiale:** nel 2024, il **58.2% delle PMI** ha valutato l'adozione dell'IA, ma solo una frazione minima ha completato l'implementazione. Il principale ostacolo rimane la **carenza di competenze interne** e la difficoltà nel reperire figure specializzate, confermando che la mancanza di "human capital" è il vero collo di bottiglia per la digitalizzazione del comparto.

⁹ Il **Digital Intensity Index (DII)** è un indicatore sintetico utilizzato dalla Commissione Europea (attraverso i rapporti DESI - Digital Economy and Society Index) e dall'ISTAT per misurare il grado di adozione delle tecnologie digitali da parte delle imprese.

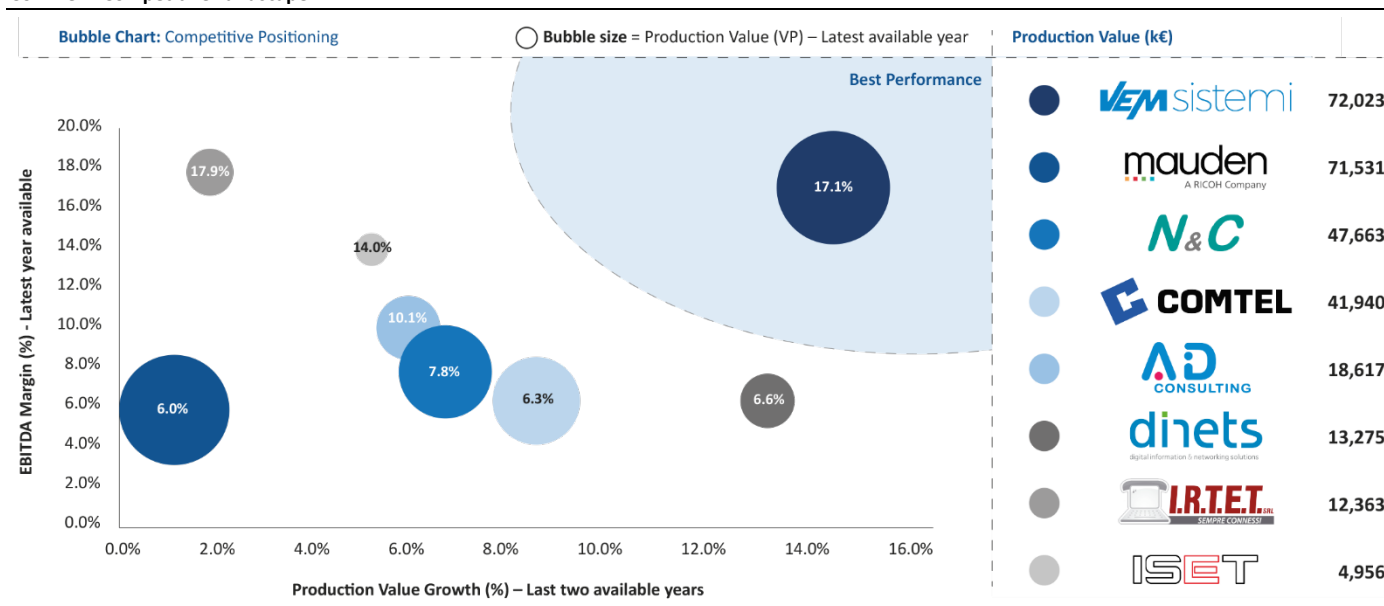
Panorama competitivo

Com.Tel si colloca nel settore della **System Integration**, un mercato caratterizzato da un'elevata frammentazione e da dinamiche competitive che variano radicalmente in funzione della scala operativa e della complessità tecnologica. La capacità di generare valore nel settore dipende dal bilanciamento tra competenze verticali (specializzazione) e ampiezza del portafoglio soluzioni.

Il panorama del *SI* può essere segmentato attraverso una mappatura per dimensione aziendale, che definisce il perimetro di opportunità e le relative sfide strategiche:

- **Large Enterprise** (ricavi >€1bn): offrono un ecosistema completo di soluzioni ICT, con competenze distintive nei segmenti networking, data center, cloud, IoT e cybersecurity. Il loro valore aggiunto risiede nella fornitura di soluzioni tecnologiche integrate, che includono software gestionali, automazione dei processi (RPA- Robotic Process Automation), consulenza strategica, ingegneria di sistema e manutenzione predittiva. Il portafoglio clienti è costituito da leader globali e governi nazionali, con un focus specifico sul supporto a organizzazioni complesse nello sviluppo della propria infrastruttura digitale critica. Tali società operano attraverso una struttura multinazionale con sedi distribuite in tutti i continenti, garantendo una capacità di intervento e una rete di supporto su scala globale. Tra i principali player di questa categoria si annoverano **Accenture, PwC, Deloitte, Ernst & Young, Almaviva, Engineering (Eng) e Indra.**
- **Corporate & Mid-Cap** (ricavi €100mn - €1bn): sono attive in molteplici comparti dell'Information Technology, tra cui consulenza gestionale e ICT. Offrono soluzioni mirate a supportare la trasformazione digitale di realtà industriali e istituzionali di medie e grandi dimensioni. Il loro portafoglio clienti comprende primari player nei settori bancario, assicurativo e delle utility, oltre alla Pubblica Amministrazione e agli operatori di telecomunicazioni. Queste società operano spesso su scala globale, con una consolidata presenza in Europa e sedi altamente specializzate per servire i grandi account. Il cluster include società quali **Lutech, Var Group, Corvallis, Aubay, Maticmind, Infocert e Impresoft, Project Informatica, R1, Axians Italia, Elmec**

Com.Tel – Competitive Landscape



Source: Websim Corporate on Company data

- **Small & Specialist** (ricavi <€100mn): offrono strumenti di integrazione di sistemi focalizzandosi su consulenza, installazione e manutenzione di sistemi audio-video. Si specializzano in comunicazione, multimedia e domotica, oltre che in soluzioni per lo smart working e gli smart workplaces. La loro clientela è composta principalmente da operatori privati attivi in vari settori, tra cui sanità, istruzione e finanza. Queste aziende operano tipicamente attraverso presidi territoriali strategici che garantiscono una copertura capillare, prevalentemente all'interno del territorio nazionale; tuttavia, alcune realtà, come **N&C**, dispongono di siti produttivi che si estendono oltre i confini europei. All'interno di questo cluster, in cui si posiziona Com.Tel per scala operativa e competenze, si annoverano altre aziende quali **Irtet, Mauden, Iset, Dinets, Vem Sistemi, Mead Informatica e AD Consulting.**

Indipendentemente dal cluster di appartenenza, la redditività di un SI è determinata dal mix tra tre linee di business con profili di marginalità distinti:

- **Reselling HW/SW** (EBITDA margin 3%-8%): natura transazionale, funzione prevalentemente commerciale e di fidelizzazione del cliente.
- **Professional Services** (EBITDA margin 15%-25%): monetizzazione della competenza tecnica su base progettuale, esposta alla volatilità della domanda e alla disponibilità di risorse specializzate.
- **Managed Services** (EBITDA margin 30%-45%): ricavi ricorrenti e scalabili, principale driver di valore e stabilità dei flussi di cassa.

A livello consolidato, i SI esprimono target di EBITDA margin tra il 10% e il 15% — con i player più orientati al Cloud verso la fascia alta — ed un EBIT margin tra il 7% e l'11%, sostenuto da una struttura asset-light che limita il peso degli ammortamenti. Ulteriori elementi caratterizzanti il modello economico includono:

- **Leva operativa:** oltre la soglia di copertura dei costi fissi, la marginalità incrementale si trasferisce quasi interamente all'utile operativo; la scalabilità strutturale si ottiene disaccoppiando il fatturato dalla crescita delle risorse attraverso IP proprietaria e automazione.
- **Efficienza fiscale:** l'accesso al credito d'imposta R&S e al patent box riduce frequentemente il carico fiscale effettivo.
- **Capitale circolante:** area di attenzione per il disallineamento tra DSO e tempi di pagamento ai vendor, parzialmente mitigato dai rebate volumetrici riconosciuti dai principali OEM e publisher.

Piano di Sviluppo

Com.Tel punta a consolidare il proprio posizionamento competitivo attraverso direttrici strategiche e strutturali, attuate mediante una combinazione di crescita organica e inorganica. Gli obiettivi primari includono: **(i) Espansione del mercato di riferimento:** ampliamento del perimetro operativo e della base clienti; **(ii) Evoluzione tecnologica dell'offerta:** rafforzamento delle linee di business Infrastructure Technology e Network&Security; **(iii) Eccellenza operativa:** implementazione di miglioramenti organizzativi e ottimizzazione dei processi interni.

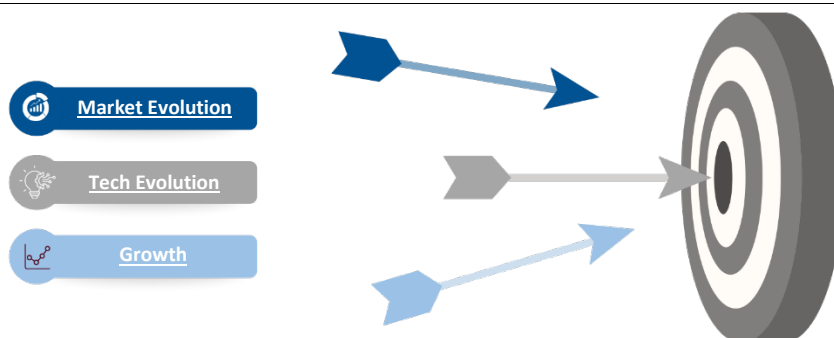
Obiettivi strategici 2024-2026

Le linee guida per il triennio definiscono i seguenti target di crescita:

Evoluzione dei mercati:

- **Canali Distributivi:** sviluppo di partnership con grandi System Integrator (es. PwC, EY, Accenture e Deloitte) per agire come partner tecnologico su grandi commesse.
- **Presidio Geografico:** consolidamento nel mercato nazionale con focus sulle aree ad alto potenziale (Nord-Ovest e Centro Italia) e completamento della copertura territoriale (es. Puglia).
- **Internazionalizzazione:** espansione selettiva verso i mercati esteri, con focus su Europa e Medio Oriente.
- **Vendita Diretta:** rafforzamento del canale direct sales in settori verticali resilienti e in forte crescita come Pubblica Amministrazione (PA) e Sanità.

Com.Tel – Strategic Objectives 2024-2026



Source: Websim Corporate on Company data

Evoluzione tecnologica:

- **Focus High-Growth:** priorità alle business unit con maggiore potenziale di scalabilità (Infrastructure Technology e Networking & Security).
- **Innovazione di Prodotto:** integrazione di tecnologie d'avanguardia per elevare il valore aggiunto dell'offerta.
- **Digital Enabler:** posizionamento come abilitatore della trasformazione digitale attraverso soluzioni di Artificial Intelligence, IoT, Cloud Cybersecurity e Cloud Computing.

Direttrici della Crescita Organica e Inorganica:

- **Integrating Complementary Solutions & Expertise:** acquisizione di società target con soluzioni specializzate o competenze tecniche di nicchia per completare e diversificare il portafoglio d'offerta.
- **Geographical Expansion:** integrazione di player locali per accelerare la penetrazione in nuove aree geografiche e capitalizzare le basi clienti esistenti.
- **Industry Penetration:** acquisizioni mirate di aziende con track record consolidato in settori verticali strategici.
- **Exploring New Horizons:** scouting di start-up e piccole realtà innovative per presidiare segmenti emergenti quali multi-connettività, AI, Cybersecurity e Cloud Computing.

Sviluppo organizzativo e ottimizzazione dei processi

Com.Tel persegue il rafforzamento della struttura operativa per massimizzare l'efficienza interna e la marginalità:

Operations & Portfolio: re-engineering dei processi aziendali per migliorare le performance complessive; rinnovamento e razionalizzazione del portafoglio offerte; rivitalizzazione della linea di business Customer & User Interaction, ammodernamento progressivo e sistematico a livello di soluzioni tecnologiche offerte e tramite sostituzione di personale di “nuova generazione”; inserimento di nuove risorse nella linea di business Networking & Security.

Strategia Commerciale & Marketing: garantire il coinvolgimento della struttura commerciale nella promozione e vendita dell'intero portafoglio di offerte, attraverso tecniche mirate di comunicazione e incentivazione, l'inserimento di nuove figure e mirati cambiamenti organizzativi; l'ampliamento delle soluzioni a maggior valore aggiunto (es. Sensing Places, Cybersecurity e AI); lo sviluppo e il consolidamento dei rapporti con i clienti diretti, con una contestuale crescita nell'ambito dei progetti IT; una maggiore enfasi sui servizi rispetto alla rivendita di hardware & software (H&S), al fine di incrementare significativamente i ricavi ricorrenti e massimizzare la marginalità; espansione nei comparti della PA (centrale e locale) e della Sanità; infine, l'ampliamento delle relazioni commerciali con nuovi segmenti di partner, quali System Integrator, Vendor IT, oltre all'esplorazione di potenziali Joint Ventures.

Aree di staff e Supporto: i) **Amministrazione, Finanza e Controllo:** miglioramento della gestione del circolante; implementazione di un sistema avanzato di Financial Planning & Analysis; ii) **Qualità:** sviluppo di un piano certificazioni per elevare gli standard qualitativi aziendali e migliorare la percezione esterna; iii) **Acquisti:** razionalizzazione degli “acquisti generali” e maggior focalizzazione degli “acquisti specialistici” nella gestione dei servizi e dei contratti con i fornitori; iv) **Human Resources:** inserimento di un nuovo Chief Human Resources Officer (CHRO); implementazione di politiche di retention, welfare e percorsi di crescita professionale per valorizzare il capitale umano.

Analisi finanziaria

L'analisi dei risultati finanziari è ripartita tra l'evoluzione storica 2021-2024 e il nuovo corso strategico avviato nel 2025. Quest'ultimo esercizio segna, infatti, una **netta discontinuità strutturale per Com.Tel**: le risorse derivanti dall'IPO e l'integrazione di asset strategici quali **Novanext, NEC Italia e NEC Nederland** hanno proiettato il Gruppo in una nuova dimensione industriale, rendendo il confronto storico diretto non pienamente comparabile con l'attuale profilo di business. Al fine di consentire una valutazione omogenea della performance, l'analisi integra una rappresentazione pro-forma relativa al biennio 2023-2024 (dati forniti dalla Società), volta a simulare il nuovo perimetro di consolidamento su base storica.

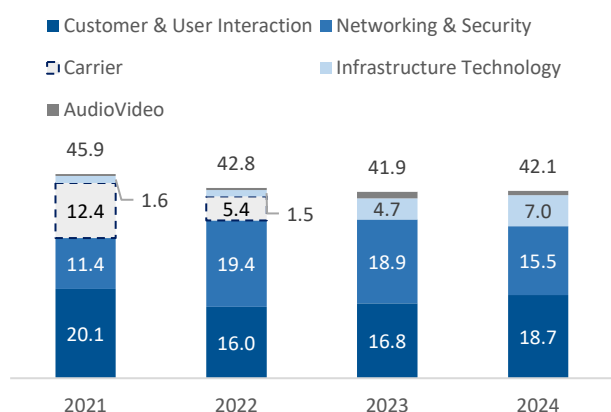
Com.Tel stand-alone, evoluzione 2021 - 2024

Com.Tel – 2021-2024 Revenues by LoB (€ mn)				
(€ mn)	2021	2022	2023	2024
LoB_1 - NETWORKING & SECURITY	11.4	19.4	18.9	15.5
YoY Growth (%)	-	+70.4%	-2.6%	-18.1%
% on Net Sales	24.8%	45.4%	45.1%	36.7%
LoB_2 - CUSTOMER & USER INTERACTION	20.1	16.0	16.8	18.7
YoY Growth (%)	-	-20.3%	+4.9%	+11.3%
% on Net Sales	43.8%	37.4%	40.1%	44.4%
LoB_3 - INFRASTRUCTURE TECHNOLOGY	1.6	1.5	4.7	7.0
YoY Growth (%)	-	-8.9%	+222.9%	+48.2%
% on Net Sales	3.5%	3.4%	11.2%	16.5%
LoB_4 - AUDIO VIDEO	0.4	0.5	1.5	1.0
YoY Growth (%)	-	+21.5%	+208.8%	-35.2%
% on Net Sales	0.9%	1.1%	3.6%	2.3%
LoB_5 - CARRIER	12.4	5.4	-	-
YoY Growth (%)	-	-56.1%	-100.0%	-
% on Net Sales	27.0%	12.7%	0.0%	0.0%
Revenue	45.9	42.8	41.9	42.1
YoY Growth (%)		-6.7%	-2.1%	+0.5%

Source: Websim Corporate on Company data

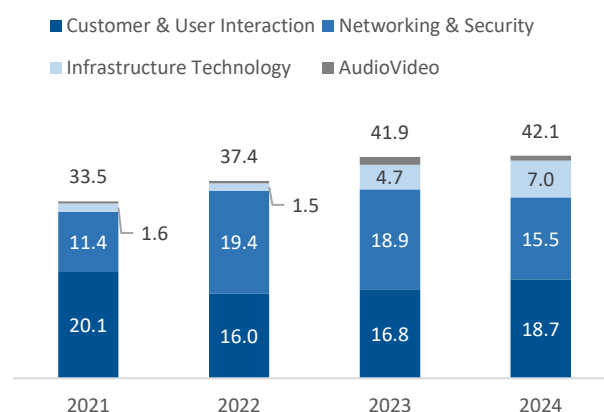
I risultati del periodo evidenziano una sostanziale stabilità del **fatturato**, con i ricavi della sola Capogruppo attestati a **€42.1mn nel 2024** (+0.5% YoY vs. €41.9mn nel 2023). Estendendo l'analisi dal 2021, i ricavi reported — comprensivi della business unit Carrier (operativa fino a fine 2022) — mostrano un CAGR 2021-2024 pari a -2.8%. Tuttavia, escludendo tale divisione, il fatturato evidenzia una **crescita costante** da €33.5mn (2021) a €42.1mn (2024) con un CAGR del +7.9%.

Com.Tel – 2021-2024 Revenue Reported Figures (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel – 2021-2024 Revenue Adjusted Figures (€ mn)



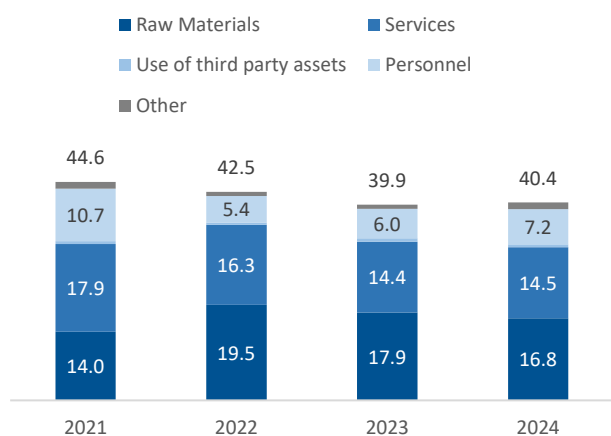
Source: Websim Corporate on Company data

Il 2024 mostra performance divergenti tra le linee di business: Infrastructure Technology si conferma il **principale motore di crescita organica** (+48.2% YoY), portando il contributo al fatturato dall'11.2% registrato nell'anno precedente al 16.5%. Customer & User Interaction diventa la prima linea di business per peso (44.4%), con **crescita del +11.3% YoY**.

Networking & Security segna invece una flessione del -18.1% YoY, con il peso sui ricavi sceso dal 45.1% al 36.7%. Audio Video si ridimensiona ulteriormente a €1.0mn (-35.2% YoY, 2.3% dei ricavi).

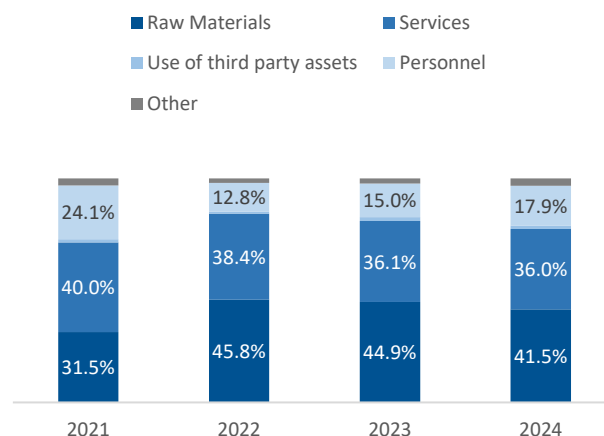
L'analisi dei **costi operativi** nel periodo evidenzia una progressiva razionalizzazione della base costi. Dal picco di circa €44.6mn nel 2021, la Società ha ridotto i costi a **€40.4mn nel 2024**, in coerenza con la riorganizzazione operativa seguita alla vendita della divisione Carrier.

Com.Tel – 2021-2024 Costs Breakdown (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel 2021-2024 Costs Breakdown (%)

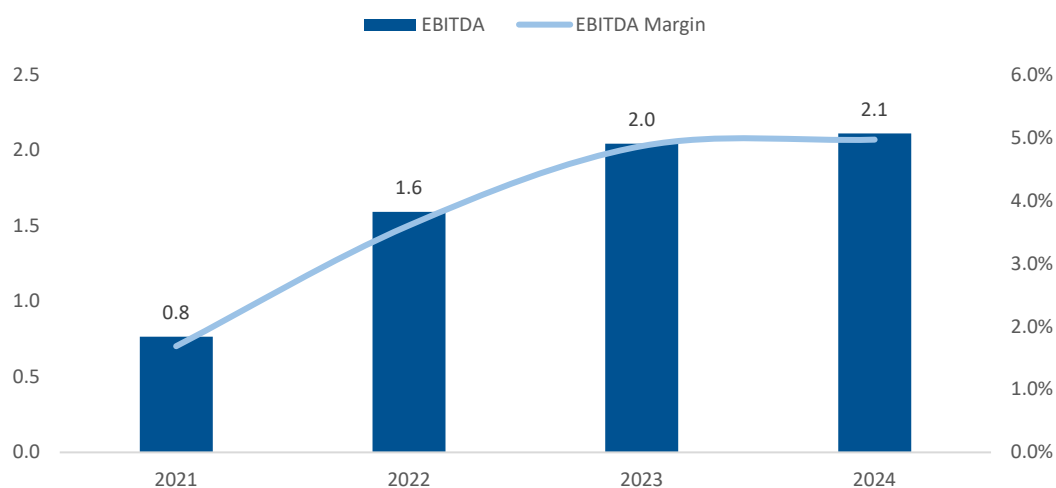


Source: Websim Corporate on Company data

L'incidenza delle singole voci ha registrato un cambiamento strutturale nel periodo: **materie prime**, voce principale, in flessione dal 46% del 2022 al 42% dei costi totali nel 2024 (€16.8mn), riflettendo una gestione più efficiente degli acquisti e un mix di prodotto meno hardware-intensivo; **servizi**, stabilizzati intorno al 36% del totale (€14.5mn nel 2024), in calo rispetto al picco del 40% del 2021; **costo del personale**, dopo il calo al 13% nel FY2022 per effetto dell'uscita della divisione Carrier, ha ripreso a crescere attestandosi al 18% nel 2024 (€7.2mn), riflettendo il rafforzamento dell'organico commerciale e tecnico. **Beni di terzi e altri costi**, sostanzialmente stabili, intorno al 2-3% del totale. L'elevata incidenza dei **costi variabili** rappresentava complessivamente il 78% del totale costi nel 2024, garantendo a Com.Tel una notevole elasticità operativa e capacità di adattamento al ciclo dei ricavi.

Nonostante la flessione del Valore della Produzione dal 2021 (€45.4mn) al 2024 (€42.5mn), la qualità del profitto ha mostrato segnali di rafforzamento. Il **primo margine** è risalito al 61% nel 2024 (€25.7mn), dopo il minimo del 56% toccato nel 2022, anno caratterizzato dal picco dei costi delle materie prime (€19.5mn).

Com.Tel – 2021-2024 EBITDA (€ mn) & EBITDA Margin (%)



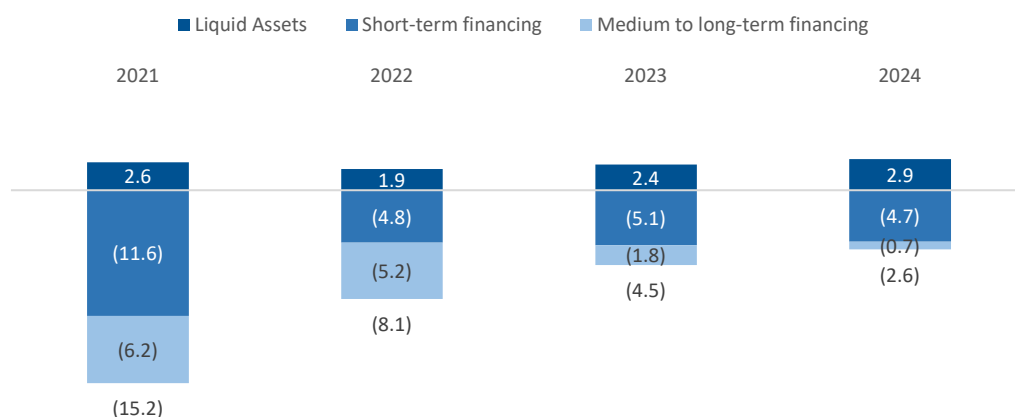
Source: Websim Corporate on Company data

L'**EBITDA** cresce in modo costante da €0.8mn (2021) a €2.1mn (2024), con l'**EBITDA** margin più che raddoppiato dal 2% al 5%. L'**EBIT** si attesta a €1.1mn nel 2024 (3% sul VdP), in crescita rispetto allo €0.6mn del 2021, nonostante l'incremento delle D&A. Il **risultato netto** del 2024 segna il ritorno all'utile (€0.1mn), in netto recupero rispetto alla perdita netta di €4.4mn registrata nel 2023, quest'ultima pesantemente condizionata da una svalutazione straordinaria di crediti a lungo termine per €5.1mn (€2.6mn verso la controllante Nextaly S.r.l. e €2.5mn verso Com.Net S.p.A.).

Al termine del 2024, le **immobilizzazioni nette** della Capogruppo ammontavano a €3mn (attività immateriali €2.6mn, materiali €0.3mn, finanziarie €0.1mn). L'incremento delle stesse era stato principalmente riconducibile alla capitalizzazione dei costi relativi all'IPO (€0.7mn nel 2023), mentre il forte calo è dipeso dalla sopra citata svalutazione di €5.1mn su crediti a lungo termine.

Tra il 2021 e il 2022, il **capitale circolante netto** era stato condizionato dalle operazioni straordinarie di riorganizzazione. Normalizzando il dato, a fine 2023 il CCN della Capogruppo si attestava a €3.7mn (9% dei ricavi), con un **circolante commerciale** di €5.7mn compensato parzialmente da altre passività per €1.9mn. Nel 2024, l'incidenza del CCN sui ricavi è scesa drasticamente al 2%, grazie al forte incremento degli anticipi da clienti (da €0.3mn a €3.1mn). Si è inoltre registrato un miglioramento nel profilo dei pagamenti verso i fornitori, con i debiti commerciali scaduti oltre 60 giorni ridotti da €3.1mn a €2.0mn. L'**indebitamento finanziario netto** della Capogruppo ha evidenziato un consistente deleveraging nel periodo, passando da €15.2mn nel 2021 a €2.6mn nel 2024, il miglioramento è stato guidato da una solida generazione di cassa e CapEx contenuti. La PFN adjusted (inclusiva dei debiti commerciali scaduti oltre 60 giorni) è scesa da €7.6mn nel 2023 a €4.7mn nel 2024, con un rapporto PFN Adjusted/EBITDA che migliora da 3.7x a 2.2x.

Com.Tel – 2021-2024 Net Cash (Debt) (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

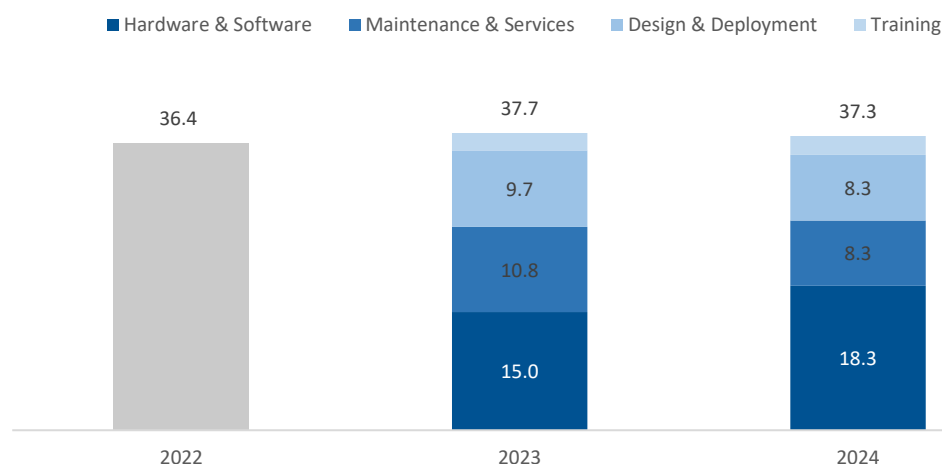
Novanext stand-alone, evoluzione 2023 - 2024

Novanext è stata acquisita da Com.Tel il 21 febbraio 2025 (60% del capitale sociale) ed è consolidata nel Gruppo a partire dalla stessa data. Di seguito si riportano i principali risultati della società su base stand-alone, con riferimento all'esercizio con chiusura al **30 settembre (2024)**, ultimo disponibile prima del consolidamento.

Il **fatturato** complessivo 2024 si attesta a €37.3mn (-1.1% YoY). La composizione del fatturato rivela dinamiche divergenti: Hardware & Software (+21.6% YoY) diventa il driver principale, raggiungendo il 49% del totale (€18.3mn); Maintenance & Services e Design & Deployment (entrambe poco sopra il 22% dei ricavi) registrano cali rispettivamente del -22.7% e -14,0% YoY; il segmento Training, linea minore, mostra crescita del +5.9% YoY (6.3% del totale).

Il dato più rilevante del 2024 è il significativo miglioramento della redditività: l'**EBITDA** cresce a €1.6mn (margine al 4.3% sul VdP) rispetto a €0.5mn del 2022 (1.5%). L'**EBIT** margin migliora dall'1.4% del 2023 al 3.0% nel 2024, evidenziando una migliore gestione dei costi operativi. La società torna all'**utile netto** (€0.3mn) dopo la perdita di €-1.9mn nel 2023, quest'ultima in larga parte causata da un carico fiscale eccezionale pari a €2.2mn.

Com.Tel – 2022-2024 Novanext Revenues



Source: Websim Corporate on Company data

Il dato più rilevante del 2024 è il significativo miglioramento della redditività: l'**EBITDA** cresce a €1.6mn (margine al 4.3% sul VdP) rispetto a €0.5mn del 2022 (1.5%). L'**EBIT** margin migliora dall'1.4% del 2023 al 3.0% nel 2024, evidenziando una migliore gestione dei costi operativi. La società torna all'**utile netto** (€0.3mn) dopo la perdita di €-1.9mn nel 2023, quest'ultima in larga parte causata da un carico fiscale eccezionale pari a €2.2mn.

Com.Tel – 2022-2024 Novanext Income Statement (€ mn)

	2022A	2023A	2024A
Value of Production	36.7	38.4	37.0
Gross Profit	24.6	24.1	25.7
<i>Gross Margin (%)</i>	67%	63%	70%
EBITDA	0.5	1.0	1.6
<i>EBITDA Margin (%)</i>	1.5%	2.5%	4.3%
D&A and Provisions	(0.4)	(0.4)	(0.5)
EBIT	0.2	0.5	1.1
<i>EBIT Margin (%)</i>	0.4%	1.4%	3.0%
Net Financial Income (Charges)	(0.0)	(0.2)	(0.6)
L-T Receivables writedown	0.0	0.0	0.0
EBT	0.1	0.3	0.5
Taxes	(0.1)	(2.2)	(0.3)
Net Result	0.0	(1.9)	0.3

Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel – 2022-2024 Novanext Balance Sheet

(€ mn)	2022A	2023A	2024A
Fixed Assets	3.9	3.7	3.4
Net Working Capital	4.9	2.6	2.7
Provisions for Risks and Charges	(1.8)	(0.5)	(0.5)
Capital Employed	5.2	3.9	3.5
NFP (Debt) / Cash	(3.1)	(3.6)	(2.9)
Net Equity	2.1	0.2	0.5
Total Sources	5.2	3.9	3.5

Source: Websim Corporate on Company data

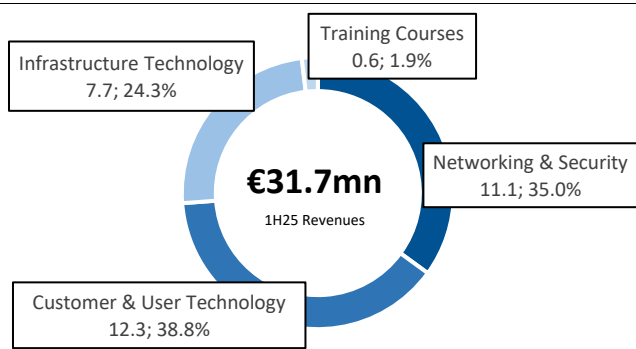
Si osserva una normalizzazione del **capitale circolante netto** a €2.7mn (dopo il minimo registrato nella prima parte del 2024 di €0.1mn). La **posizione finanziaria netta** (debito netto) si attesta a €2.9mn in

miglioramento rispetto ai €3.6mn del 2023. Il rapporto Debt/Equity rimane tuttavia elevato, con un **patrimonio netto** di soli €0.5mn (in recupero da €0.2mn). Il **capitale netto investito** si stabilizza a €3.5mn, in calo dai €5.2mn del 2022, riflettendo una struttura più snella.

Com.Tel diventa un Gruppo, risultati 2025

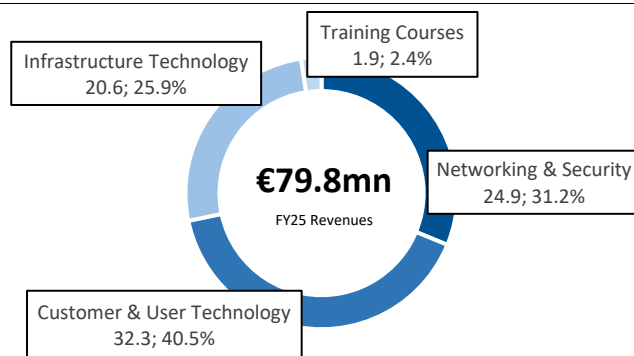
Il Gruppo Com.Tel chiude il 2025 con un **valore della produzione** di €83.8mn e **ricavi** delle vendite pari a €79.8mn. I dati riflettono un perimetro significativamente ampliato rispetto all'esercizio precedente, rendendo il confronto a livello consolidato non omogeneo: Novanext è consolidata da febbraio 2025 (circa 10 mesi, €28.4mn di ricavi); Com.Tel Innovation (ex NEC IT) e Com.Tel International (ex NEC NEL) entrano nel perimetro da luglio 2025 (5 mesi, €7mn complessivi). La sola Capogruppo contribuisce per €44.4mn, in crescita organica del +5.7% vs. €42.1mn del 2024. Dal punto di vista del mix, il portafoglio consolidato 2025 vede Customer & User Interaction come prima linea (41%), seguita da Networking & Security (31%) e Infrastructure & Technology (26%). Rispetto al 1H25, si evidenzia nel secondo semestre uno spostamento verso la linea di business Customer & User Interaction (+2 pp) e Infrastructure & Technology (+2 pp), a fronte di una flessione relativa della linea Networking & Security (-4 pp), per effetto dell'apporto crescente delle entità acquisite. Il **Backlog** al 1° gennaio 2026 si è attestato a €50.2mn, con previsione di conversione del 68% nel 2026 e del 32% negli esercizi successivi.

Com.Tel – 1H25 Revenue Breakdown (€ mn, %)



Source: Websim Corporate on Company data

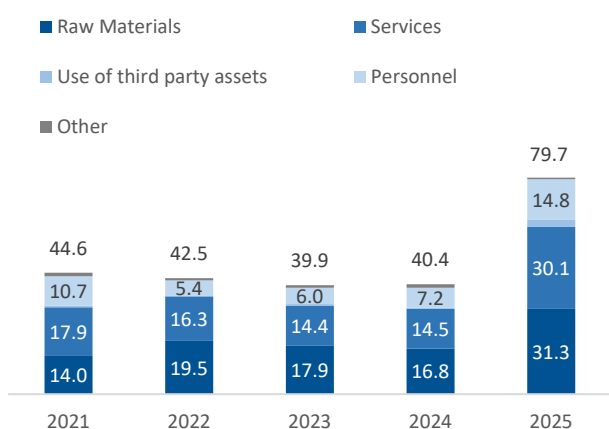
Com.Tel – FY25 Revenue Breakdown (€ mn, %)



Source: Websim Corporate on Company data

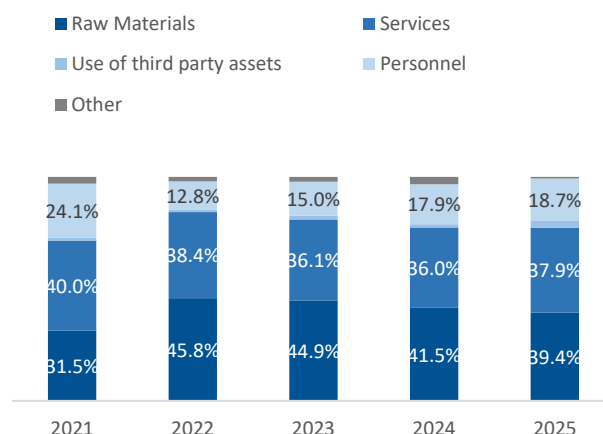
La **struttura dei costi operativi** consolidata del Gruppo nel 2025 riflette il modello operativo tipico di un system integrator. Il costo operativo totale ammonta a circa €79.7mn. Le **materie prime** ammontano a €31.3mn (39% del totale costi) e rimane la voce principale. I **costi per servizi**, €30.1mn (38% del totale costi) includono subappalti, consulenze e costi infrastrutturali, la sola Capogruppo mostra un'accelerazione dei costi per servizi da €14.5mn a €19.2mn (+32% YoY). Il **costo del personale** ammonta a €14.8mn (19% dei costi totali), risulta contenuto rispetto al fatturato.

Com.Tel – 2021-2025 Costs Breakdown (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel 2021-2025 Costs Breakdown (%)



Source: Websim Corporate on Company data

L'**EBITDA** consolidato 2025 si attesta a €4.1mn (margine del 4.9%), in linea con il margine della Capogruppo stand-alone nel 2024, ma su un volume di ricavi quasi doppio. Il risultato va letto tenendo conto che le acquisizioni del 2025 hanno introdotto costi di struttura aggiuntivi non ancora bilanciati da

sinergie operative. A livello di **EBIT**, il margine operativo si riduce al 2.2% (€1.9mn), riflettendo il peso degli ammortamenti su asset immateriali connessi alle acquisizioni (€2mn). L'elemento più rilevante a livello di **utile netto** è la rettifica di valore delle attività finanziarie per €3.55mn (rilascio fondo svalutazione crediti nell'ambito dell'acquisizione della partecipazione di minoranza nel Gruppo SAE): si tratta di una componente non ricorrente, che porta l'utile netto a €3.9mn. Al netto di tale voce, il risultato netto rettificato sarebbe stato positivo per €0.4mn.

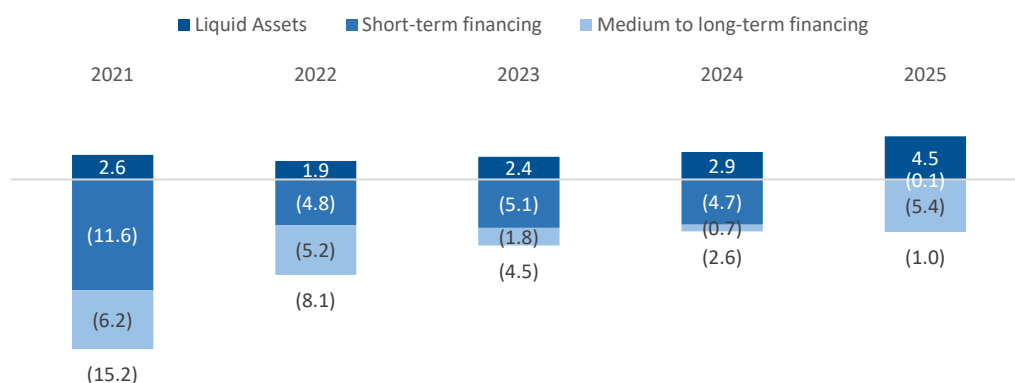
Com.Tel – 2021-2025 Income Statement (€ mn)

	2021	2022	2023	2024	2025
Net Sales	45.9	42.8	41.9	42.1	79.8
Δ Inventories Value	(1.6)	0.5	-0.9	-0.2	2.0
Change in WIP on order	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
Increases in fixed assets relating to internal works	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
Other revenues	1.1	0.8	1.0	0.5	1.7
Value of Production	45.4	44.1	42.0	42.5	83.8
Gross Profit	31.3	24.6	24.1	25.7	52.5
<i>Gross Margin (%)</i>	69%	56%	57%	61%	63%
EBITDA	0.8	1.6	2.0	2.1	4.1
<i>EBITDA Margin (%)</i>	1.7%	3.6%	4.9%	5.0%	4.9%
D&A and Provisions	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(2.3)
EBIT	0.6	1.3	1.6	1.1	1.9
<i>EBIT Margin (%)</i>	1.3%	2.8%	3.7%	2.6%	2.2%
Net Financial Income (Charges)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
L-T Receivables writedown	0.0	0.0	(5.1)	0.0	3.6
EBT	0.2	0.8	(4.1)	0.5	4.7
Taxes	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.8)
Net Result	0.2	0.7	(4.4)	0.1	3.9

Source: Websim Corporate on Company data

Il 2025 segna un'inversione strutturale della dinamica patrimoniale: le **immobilizzazioni immateriali** consolidate raggiungono €10.8mn, composte principalmente da avviamento e asset identificati nell'ambito delle acquisizioni, oltre a capitalizzazioni interne legate allo sviluppo dei prodotti proprietari (CORE GUARDIAN, CYBER SAPPER). Le **immobilizzazioni finanziarie** (€4.4mn) includono la quota di minoranza nel Gruppo SAE (partecipazione del 10.7%, €3.7mn) acquisita a dicembre 2025. Il **capitale immobilizzato totale** si attesta a €16.3mn, riflettendo il passaggio da un modello di pura integrazione di sistemi a un Gruppo con asset proprietari crescenti. A livello consolidato, nel 2025 il **capitale circolante netto** si attesta a €0.5mn, in un contesto di forte espansione del perimetro. I crediti commerciali (€37.5mn) e i debiti commerciali (€39.7mn) riflettono le dimensioni del nuovo Gruppo. Il flusso del circolante ha beneficiato del consolidamento delle nuove controllate, che hanno introdotto significativi debiti verso fornitori, compensando l'incremento dei crediti verso clienti.

L'**indebitamento finanziario netto** consolidato si riduce ulteriormente a €0.96mn, con liquidità di €4.5mn a fronte di debiti finanziari correnti di €5.4mn. L'IFN adjusted (inclusivo di debiti verso fornitori scaduti oltre 60 giorni per €1.9mn e debiti tributari per rateizzazione liti in capo a Novanext per €1.1mn) ammonta a €4mn, con un rapporto IFN adjusted/EBITDA di circa 1x — livello molto contenuto e compatibile con ulteriori iniziative di crescita inorganica senza necessità di nuova finanza esterna. Il **patrimonio netto** consolidato si rafforza da €0.9mn del 2024 (Capogruppo stand-alone) a **€9.7mn**, grazie alla raccolta lorda dell'IPO (€4.85mn), all'utile di esercizio e all'allargamento del perimetro. Si tratta del dato più significativo in termini di solidità patrimoniale raggiunta dal Gruppo.

Com.Tel – 2021-2025 Net Cash (Debt) (€ mn)


Source: Websim Corporate on Company data

Com.Tel – 2021-2025 Balance Sheet (€ mn)

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Intangible Assets	0.2	1.1	1.9	2.6	10.8
Tangible Assets	0.3	0.3	0.2	0.3	1.1
Financial Assets	1.8	5.2	0.1	0.1	4.4
Fixed Assets	2.3	6.6	2.2	3.0	16.3
Inventory	4.2	4.7	3.8	3.6	8.7
Trade Receivables	22.7	20.3	16.5	17.0	37.5
Trade Payables	(10.9)	(16.7)	(14.5)	(15.3)	(39.7)
Operating Working Capital	16.0	8.3	5.7	5.3	6.5
Other Current Assets	9.8	3.0	3.2	3.2	11.7
Other Current Liabilities	(7.7)	(3.9)	(5.2)	(7.5)	(17.7)
Net Working Capital	18.1	7.3	3.7	1.0	0.5
Provisions for Risks and Charges	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(3.6)
Leaving Indemnity	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(2.5)
Capital Employed	19.6	13.2	5.3	3.5	10.7
ST Debt	(11.6)	(4.8)	(5.1)	(4.7)	(5.4)
LT Debt	(6.2)	(5.2)	(1.8)	(0.7)	(0.1)
Cash & Near Cash	2.6	1.9	2.4	2.9	4.5
NFP (Debt) / Cash	(15.2)	(8.1)	(4.5)	(2.6)	(1.0)
Net Equity	4.4	5.2	0.8	0.9	9.7
Total Sources	19.6	13.2	5.3	3.5	10.7

Source: Company data

Il **rendiconto finanziario** consolidato 2025 evidenzia una generazione di cassa operativa solida (€8.4mn), superiore all'EBITDA, grazie a dinamiche favorevoli del capitale circolante: la forte crescita dei debiti verso fornitori (+€24.6mn), trainata dall'allargamento del perimetro, ha più che compensato l'incremento dei crediti commerciali (-€20.8mn) e delle rimanenze (-€5.1mn). L'assorbimento da investimenti (€-11.6mn) è interamente riferibile allo sviluppo e consolidamento degli asset intangibili post-M&A (€9.9mn in immobilizzazioni immateriali) e a investimenti materiali ordinari (€1.1mn). Il flusso finanziario netto positivo (€4.9mn) riflette quasi esclusivamente il provento dell'aumento di capitale in occasione dell'IPO. Il saldo netto complessivo è positivo per €1.7mn, con disponibilità liquide che passano da €2.9mn a inizio esercizio a €4.5mn a fine 2025.

Gruppo Com.Tel: 2025 vs. 2023-2024 pro-forma

Com.Tel ha fornito i risultati finanziari pro-forma dell'entità combinata per gli esercizi 2023 e 2024, redatti sulla base dei principi ITA GAAP (OIC). Per il 2025, i dati sono riportati su base consolidata effettiva, includendo il contributo di Novanext (10 mesi), Com.Tel Innovation e Com.Tel International (5 mesi).

Il **valore della produzione** in lieve calo da €80.4mn (2023PF) a €79.5mn (2024PF), attestandosi a €83.8mn nel 2025.

Il **primo margine** migliora progressivamente, raggiungendo il 63% nel 2025 (dal 59% dei due anni precedenti), segnalando un miglioramento strutturale del mix. L'**EBITDA** cresce in modo costante lungo il triennio — da €3.0mn a €3.7mn a €4.1mn (margine: 3.7%, 4.7% e 4.9%) — confermando l'espansione della marginalità operativa nonostante i costi di struttura aggiuntivi del periodo post-acquisizione. L'**EBIT** scende invece a €1.9mn (margine 2.2%) nel 2025, per effetto del maggior peso degli ammortamenti su asset immateriali connessi alle acquisizioni. Il **risultato netto** si attesta a €0.4mn del 2024PF rispetto a €-6.5mn nel 2023PF, quest'ultimo condizionato dalla svalutazione straordinaria di crediti a lungo termine per €5.1mn. Nel 2025 si attesta a €3.9mn, beneficiando di una rettifica non ricorrente di €3.6mn legata all'acquisizione della quota di minoranza nel Gruppo SAE.

Com.Tel - Com.Tel & Novanext Income Statement FY25 vs. FY23-24PF

(€ mn)	2023PF	2024PF	2025A
Value of Production	80.4	79.5	83.8
Gross Profit	47.1	47.2	52.5
<i>Gross Margin (%)</i>	59%	59%	63%
EBITDA	3.0	3.7	4.1
<i>EBITDA Margin (%)</i>	3.7%	4.7%	4.9%
D&A and Provisions	(1.0)	(1.5)	(2.3)
EBIT	2.0	2.2	1.9
<i>EBIT Margin (%)</i>	2.5%	2.8%	2.2%
Net Financial Income (Charges)	(0.8)	(1.2)	(0.7)
L-T Receivables writedown	(5.1)	0.0	3.6
EBT	(4.0)	1.0	4.7
Taxes	(2.5)	(0.6)	(0.8)
Group Net Result	(6.5)	0.4	3.9

Source: Websim Corporate on Company data

A livello di patrimoniale, le **immobilizzazioni nette** raddoppiano a €16.3mn nel 2025 per effetto della capitalizzazione degli asset immateriali post-M&A, mentre il capitale circolante netto si riduce progressivamente (da €6.0mn a €0.5mn), riflettendo l'ottimizzazione del circolante nel perimetro allargato e l'incremento di altre passività — principalmente verso dipendenti e NEC Europe — legato all'acquisizione delle filiali NEC IT e NEC NEL. L'indebitamento finanziario netto riflette il percorso di deleveraging attestandosi a €1mn nel 2025 (da €10mn nel 2023PF), grazie alla generazione di cassa operativa e alla raccolta dell'IPO. Il patrimonio netto si rafforza significativamente a €9.7mn (da €0.9mn nel 2024PF), per effetto dell'aumento di capitale, dell'utile di esercizio e dell'allargamento del perimetro

Com.Tel - Com.Tel & Novanext Balance Sheet FY25 vs. FY23-24PF

(€ mn)	2023PF	2024PF	2025A
Fixed Assets	7.8	8.1	16.3
Net Working Capital	6.0	3.0	0.5
Funds	(3.1)	(3.1)	(6.1)
Capital Employed	10.7	8.0	10.7
NFP (Debt) / Cash	(10.0)	(7.1)	(1.0)
Net Equity	0.7	0.9	9.7
Total Sources	10.7	8.0	10.7

Source: Websim Corporate on Company data

Outlook 2026

Il CdA ha approvato le linee guida del **Business Plan 2026–2028**, che punta a raggiungere un **EBITDA margin** in area **high-single digit già nel 2026** (rispetto al mid-single digit del 2025), con un incremento della marginalità di circa **200–400 bps** su base annua.

Le leve strategiche includono la piena integrazione post-M&A, con sinergie commerciali e razionalizzazione dei costi avviate nel 2025.

L'integrazione delle diverse entità mira alla standardizzazione dei processi operativi a livello di Gruppo ed è volta all'ottimizzazione del perimetro societario, nonché all'estrazione di **sinergie operative (cost-side)** e **commerciali (revenue-side)**, con l'obiettivo di ridefinire il posizionamento competitivo sui mercati nazionali e internazionali.

Il piano prevede la creazione di un **Centro di Eccellenza Formativo**, basato sulle competenze tecniche di **Novanext Training**. La struttura avrà una doppia valenza strategica:

- **Offerta di mercato:** proposta formativa esterna per accelerare l'espansione del portafoglio clienti, anche tramite acquisizioni mirate (M&A).
- **Formazione interna:** centralizzazione dell'aggiornamento del personale, integrando la **Com.Tel Academy** per la gestione dell'onboarding e lo sviluppo di competenze trasversali.

L'espansione del **recurring revenue mix** si focalizzerà sui verticali della **Cybersecurity** e dei **Managed Services (NOC)**. L'integrazione di soluzioni di **Artificial Intelligence** fungerà da moltiplicatore per la **scalabilità** e la **marginalità**, elevandole strutturalmente sopra la media di portafoglio.

La roadmap operativa si articola su tre direttrici chiave:

- i) **Ottimizzazione Infrastrutturale:** adozione di soluzioni AI-driven proprietarie all'interno del NOC/SOC per massimizzare l'efficienza e consentire una crescita dei volumi de-correlata dall'aumento dell'organico;
- ii) **Partnership e Approccio Capital-Light:** collaborazione con partner tecnologici per arricchire l'offerta, riducendo l'esposizione diretta agli investimenti e mantenendo il presidio sulla catena del valore e sul servizio al cliente;
- iii) **Modularità e Segmentazione:** sviluppo di un'offerta scalabile per penetrare i segmenti Grandi Enterprise, PMI e Pubblica Amministrazione.

Il Piano non richiede il ricorso a nuova finanza, in coerenza con il livello di leva molto contenuto (**IFN adjusted/EBITDA ~1x**), mantenendo al contempo la flessibilità per eventuali opportunità di **crescita inorganica**.

Il backlog al 1° gennaio 2026 si attesta a €50.2mn, con un tasso di conversione atteso nell'esercizio corrente pari al 68%.

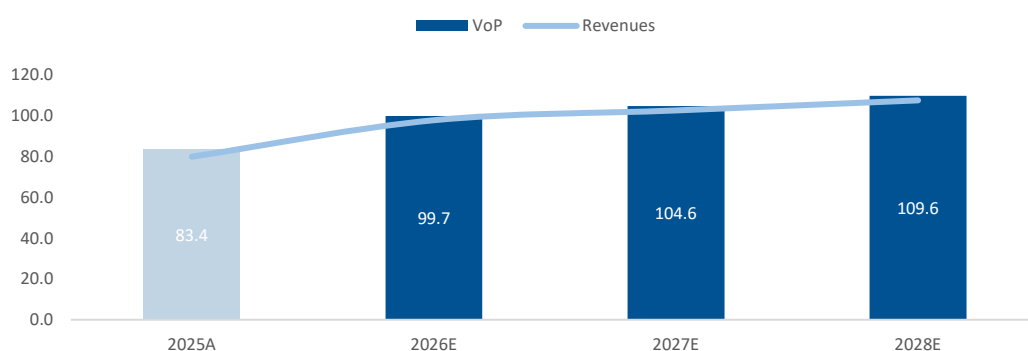
Stime 2026-2028

Di seguito riportiamo il commento alle nostre proiezioni per Com.Tel relative al triennio 2026-2028, elaborate assumendo i dati del 2025 come baseline e in assenza di una guidance da parte del management.

Le stime riflettono una strategia di re-rating della redditività, trainata dal passaggio verso servizi a maggior valore aggiunto e da una solida leva operativa, includendo la piena integrazione post-M&A con sinergie commerciali e razionalizzazione dei costi.

Tali proiezioni considerano un perimetro esclusivamente organico e non includono l'impatto di eventuali operazioni straordinarie. Tuttavia, la sostenuta generazione di cassa e il progressivo deleveraging — con una previsione di cassa netta di €7.2mn nel 2028 — suggeriscono che la società disponga della flessibilità finanziaria necessaria per completare una o due acquisizioni di tipo bolt-on, in piena coerenza con la strategia dichiarata dal management.

Com.Tel – 2025-2028 VoP & Revenues (€ mn)



Source: Websim Corporate estimates

I ricavi di Com.Tel sono proiettati in crescita costante, con un passaggio dai **€79.8mn** del 2025 ai **€107.3mn** del 2028. Tale progressione, caratterizzata da un **CAGR 2025-2028 di oltre il +10%**, non è meramente volumetrica, ma riflette l'efficacia di cinque driver strategici fondamentali:

- **Focus Servizi ICT & System Integration:** la crescita è trainata dal comparto dei servizi gestiti e dall'integrazione di sistemi complessi, segmenti ad alto valore aggiunto che sovraperformano la media del settore digitale.
- **Espansione del Recurring Revenue Mix:** incremento della quota di ricavi ricorrenti guidato dai verticali di Cybersecurity e Managed Services (NOC). L'adozione di soluzioni AI consentirà una crescita dei volumi de-correlata dall'aumento dell'organico, migliorando strutturalmente la marginalità di portafoglio.
- **Verticali High-Growth (Sanità & PA):** consolidamento della penetrazione nei settori della Pubblica Amministrazione e della Sanità. In questi ambiti, la spesa ICT risulta meno ciclica poiché sostenuta dai fondi del PNRR e da stringenti vincoli normativi (direttiva NIS2), che generano un ciclo pluriennale di investimenti.
- **Modern Work & Collaboration:** segmento tra i più dinamici grazie alla domanda strutturale di soluzioni Microsoft Teams, Unified Communications as a Service (UCaaS) e Session Border Control (SBC). L'accelerazione è favorita dalla transizione verso il lavoro ibrido e dalle necessità di compliance in ambito cybersecurity.
- **Infrastruttura di Prossima Generazione:** consistente pipeline legata alla Cloud Migration, all'adozione di architetture SD-WAN e iperconvergenti¹⁰, oltre all'aggiornamento dei datacenter legacy per i clienti Enterprise e Pubblici.

Consideriamo, inoltre, alcuni elementi concreti di esecuzione:

- **Integrazione Operativa:** nel 2026, le entità Novanext e Com.Tel Innovation e Com.Tel International (ex NEC Italia e NEC Nederland) saranno pienamente consolidate, permettendo la massimizzazione delle sinergie di portafoglio e di cross-selling.

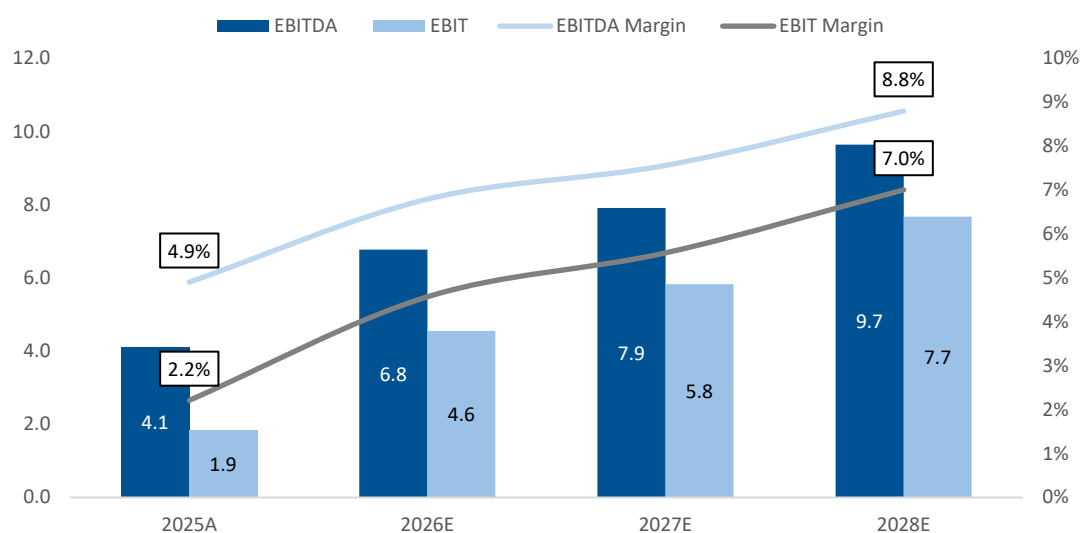
¹⁰ **SD-WAN e Sistemi Iperconvergenti (HCI):** L'integrazione di architetture di rete definite dal software (SD-WAN) con infrastrutture iperconvergenti (HCI) permette di centralizzare la gestione di connettività, calcolo e storage. Mentre la SD-WAN ottimizza il traffico dati tra sedi diverse e verso il cloud, l'iperconvergenza semplifica l'hardware locale unificando le risorse IT in un unico sistema virtualizzato. Questo binomio è fondamentale per l'integrazione di sistemi complessi, riducendo i costi operativi e aumentando la resilienza dei servizi digitali.

- **Backlog e De-risking:** il backlog a fine 2025 ammonta a **€50.2mn**, di cui il **68%** sarà convertito in ricavi già nel 2026. Questo garantisce una copertura di circa il **35% della revenue target 2026**, riducendo significativamente il rischio di esecuzione del piano.
- **Posizionamento geografico:** la presenza radicata nel **Nord-Ovest** (motore industriale e finanziario) e nel **Centro** (fulcro della Pubblica Amministrazione) permette di essere fisicamente vicini ai grandi clienti, accelerando l'acquisizione di nuovi contratti e blindando le quote di mercato contro la concorrenza.

Passando al primo margine, il **Gross Profit** cresce da circa €52.5mn (2025) a **€69.3mn nel 2028**. Il margine dovrebbe mostrare una sostanziale stabilità nel periodo — attestandosi mediamente intorno al 63%, valore che si posiziona al 49% sui ricavi se nettizzato del costo del personale. Tale andamento riflette la base di costi diretti necessari per scalare le commesse più voluminose nel settore pubblico, nonostante un mix di ricavi orientato verso servizi a maggior valore aggiunto. La tenuta del margine sopra il 60% conferma la capacità del Gruppo di difendere il valore aggiunto, pur in presenza di pressione competitiva.

L'**EBITDA** cresce da €4.1mn del 2025 ai **€9.7mn del 2028**. L'**EBITDA Margin** accelera sensibilmente dal 4.9% (2025) all'**8.8% (2028)**. Questo incremento di +390 bps supporta la nostra tesi di investimento: assumiamo che la struttura dei costi fissi non cresca linearmente con il fatturato, grazie a processi di efficientamento interno e a una maggiore incidenza di ricavi ricorrenti.

Com.Tel – 2025-2028 EBITDA (€ mn), EBIT (€ mn), EBITDA Margin (%), EBIT Margin (%)



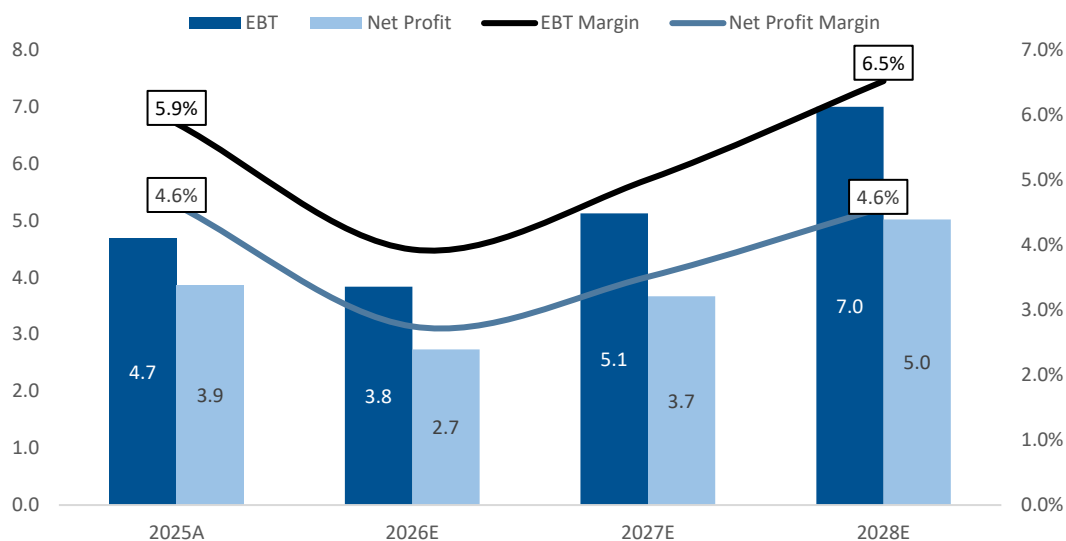
Source: Websim Corporate estimates

Gli **ammortamenti e accantonamenti** restano sostanzialmente stabili nel triennio, oscillando intorno ai **€2mn**. Coerentemente con la struttura **asset-light** tipica di un system integrator, ricordiamo che Com.Tel non necessita di investimenti massicci in infrastrutture fisiche per generare nuovi ricavi.

L'**EBIT** registra una crescita decisa, passando da **€1.9mn (2.2% margin) nel 2025 a €7.7mn (7% margin) nel 2028**. L'incremento di 4x del risultato operativo nel periodo sottende una crescita qualitativa del fatturato, favorita da una marginalità incrementale su ogni euro addizionale di ricavo, una volta assorbita la base di costi fissi e degli ammortamenti.

Assumiamo **oneri finanziari** costanti a **€0.7mn annui**, ipotizzando un costo del debito sotto controllo. La progressiva generazione di cassa netta potrebbe favorire, nel lungo termine, un'ulteriore riduzione degli oneri finanziari o la generazione di proventi da gestione della liquidità.

Il carico fiscale aumenta proporzionalmente alla crescita dell'EBT, passando da €0.8mn a **€2mn nel 2028**, assumendo un **tax rate effettivo (ETR) intorno al 28.5% (in media)**, senza ipotizzare benefici straordinari e garantendo una qualità dell'utile elevata e realistica. L'utile netto chiude il periodo a **€5mn** (vs. €3.9mn del 2025, €0.3mn adjusted).

Com.Tel – 2025-2028 EBT (€ mn), Net Profit (€ mn), EBT Margin (%), Net Profit Margin (%)


Source: Websim Corporate estimates

Com.Tel – 2025-2028 Income Statement (€ mn)

(€ mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
Value of Production	83.8	99.7	104.6	109.6
Gross Profit	52.5	61.6	65.1	69.3
<i>Gross Margin (%)</i>	63%	62%	62%	63%
EBITDA	4.1	6.8	7.9	9.7
<i>EBITDA Margin (%)</i>	4.9%	6.8%	7.6%	8.8%
D&A and Provisions	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.0)
EBIT	1.9	4.6	5.8	7.7
<i>EBIT Margin (%)</i>	2.2%	4.6%	5.6%	7.0%
Net Financial Income (Charges)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
EBT	4.7	3.8	5.1	7.0
Taxes	(0.8)	(1.1)	(1.5)	(2.0)
Net Result	3.9	2.7	3.7	5.0

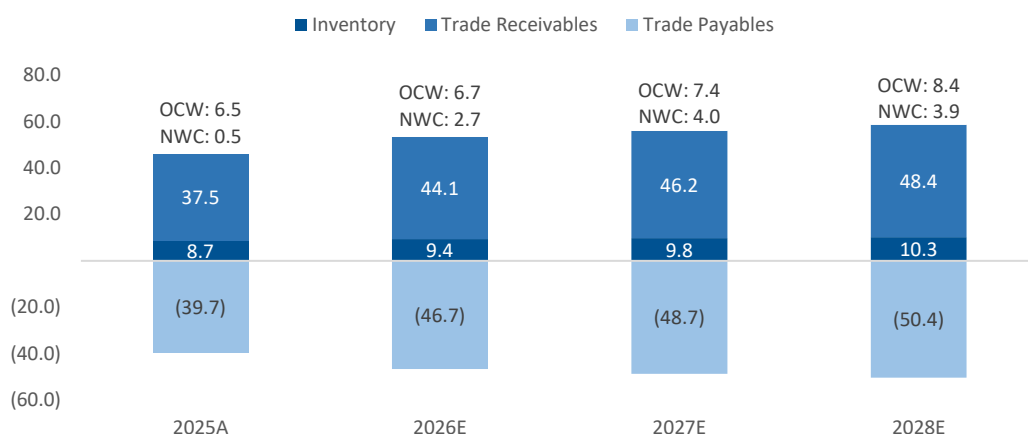
Source: Websim Corporate estimates

Lo Stato Patrimoniale riflette un modello **asset-light** con una solidità finanziaria crescente e una capacità di generazione di cassa che migliora il profilo di rischio della società.

Assumiamo una riduzione graduale delle immobilizzazioni, che passano complessivamente dai **€16.3mn del 2025 ai €13.5mn del 2028**, nello specifico:

- le **immobilizzazioni immateriali** le vediamo in riduzione nel periodo (da €10.8mn a €8.2mn), suggerendo che la quota di ammortamento nell'esercizio sia superiore ai nuovi investimenti effettuati assumendo, quindi, che il setup tecnologico principale sia stato completato nel 2025, portando l'azienda in una fase di mantenimento piuttosto che di espansione infrastrutturale. Parallelamente, l'avviamento scende da €3.2mn a €1.3mn: tale decremento riflette il piano di ammortamento sistematico degli asset derivanti da acquisizioni passate.
- Per quanto riguarda le **immobilizzazioni materiali** restano marginali e stabili nel periodo (intorno a €1mn. Un basso livello di immobilizzazioni materiali è coerente con un modello di business non legato a pesanti infrastrutture fisiche, ma basato su competenze e proprietà intellettuale.
- le **immobilizzazioni finanziarie** restano stabili a €4.4mn, composte per €3.7mn dalla partecipazione dell'11% nel Gruppo SAE e per €0.7mn da crediti immobilizzati.

Com.Tel - 2025A-2028E Operating Working Capital (€ mn) & Net Working Capital (€ mn)



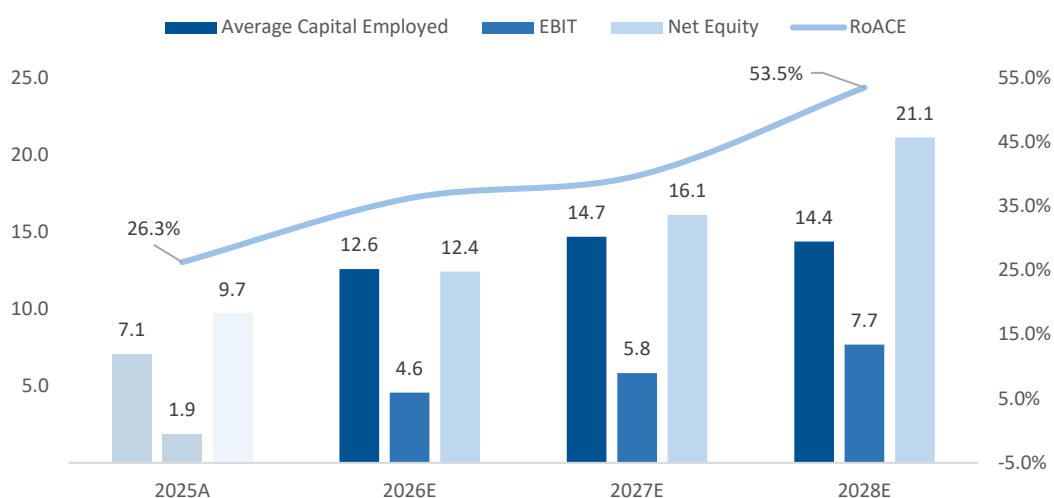
Source: Websim Corporate estimates

Il Capitale Circolante Netto registra un incremento significativo, passando da €0.5mn nel 2025 a €3.9mn nel 2028. A fronte di una crescita coerente e lineare del Capitale Circolante Netto Commerciale rispetto al fatturato, si assume un andamento volatile tra il 2025 e il 2026 delle Altre Attività/Passività, che giustifica tale dinamica, in particolare in questi due anni. Nel dettaglio:

- **Crediti Commerciali:** crescono coerentemente con il fatturato, arrivando a €48.4mn nel 2028. L'esposizione verso la PA e grandi clienti corporate giustifica volumi elevati, che nel modello sono considerati asset di alta qualità, caratterizzati da un basso rischio di insolvenza, pur in presenza di tempi di incasso strutturali, con DSO pari a 135 giorni nel periodo.
- **Magazzino:** il magazzino sale a €10.3mn, coerentemente con la necessità di supportare volumi di vendita più alti e garantire tempi di consegna rapidi in un mercato competitivo, con DIO pari a 35 giorni nel periodo.
- **Debiti Commerciali:** la dilazione verso i fornitori, pari a €50.4mn al 2028, compensa l'assorbimento di cassa dei crediti, segnale di un buon potere negoziale all'interno della supply chain, con DPO pari a 180 giorni nel periodo.
- **Altre Attività e Passività Correnti:** nel 2026 si assume un maggiore assorbimento di cassa rispetto al 2025, in relazione alla riduzione di specifiche passività a favore del personale di Com.Tel Innovation, ex NEC IT, e Com.Tel International, ex NEC NEL.

Il **Capitale Investito** sale a **€13.9mn nel 2028**, da €10.7mn del 2025. La dinamica è supportata dall'espansione del capitale circolante netto piuttosto che da investimenti in asset fissi, configurazione tipica delle società di servizi ICT in fase di rapida scalabilità.

Com.Tel – 2025-2028 Average Capital Employed (€ mn), EBIT (€ mn), RoACE (%)



Source: Websim Corporate estimates

Il **Patrimonio Netto** cresce da **€9.7mn (2025)** a **€21.1mn (2028)**. Questo incremento di ca. **€11mn** è alimentato esclusivamente dall'**accantonamento degli utili** netti generati nel triennio. Tale traiettoria di capitalizzazione riduce sensibilmente il profilo di rischio finanziario e rafforza la struttura patrimoniale, posizionando la società in modo ottimale per potenziali operazioni di **M&A**.

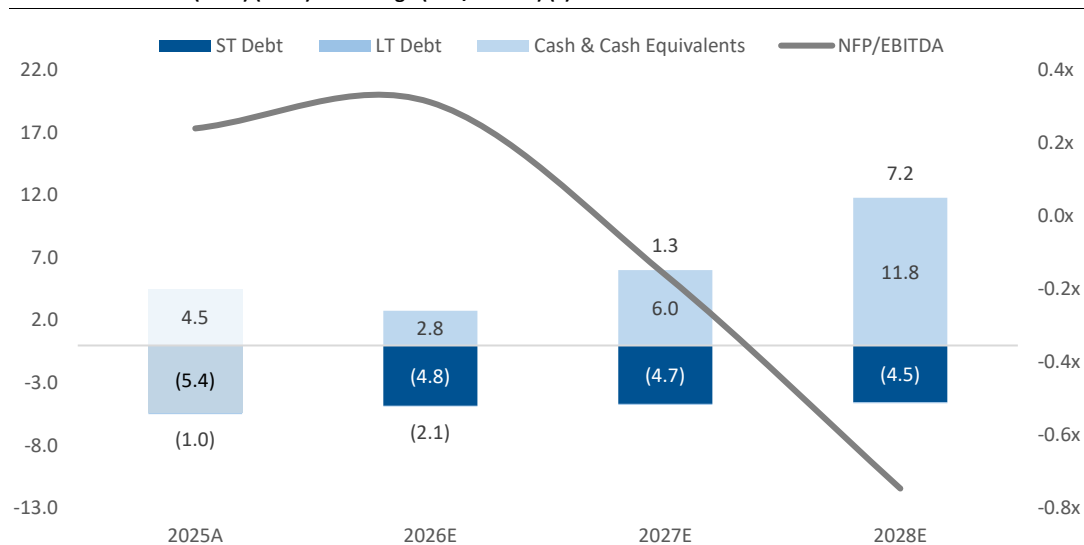
Com.Tel – 2025-2028 Balance Sheet (€ mn)

(€ mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
Intangible Assets	10.8	9.8	8.9	8.2
Tangible Assets	1.1	1.1	1.0	1.0
Financial Assets	4.4	4.4	4.4	4.4
Fixed Assets	16.3	15.2	14.3	13.5
Inventory	8.7	9.4	9.8	10.3
Trade Receivables	37.5	44.1	46.2	48.4
Trade Payables	(39.7)	(46.7)	(48.7)	(50.4)
Operating Working Capital	6.5	6.7	7.4	8.4
Other Current Assets	11.7	6.7	7.0	5.9
Other Current Liabilities	(17.7)	(10.7)	(10.4)	(10.3)
Net Working Capital	0.5	2.7	4.0	3.9
Provisions for Risks and Charges	(3.6)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
Leaving Indemnity	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.8)
Capital Employed	10.7	14.5	14.8	13.9
ST Debt	(5.4)	(4.8)	(4.7)	(4.5)
LT Debt	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Cash & Near Cash	4.5	2.8	6.0	11.8
NFP (Debt) / Cash	(1.0)	(2.1)	1.3	7.2
Net Equity	9.7	12.4	16.1	21.1
Total Sources	10.7	14.5	14.8	13.9

Source: Websim Corporate estimates

Posizione Finanziaria Netta. La società passa da un debito netto di €1mn (2025) a una cassa netta positiva di €7.2mn nel 2028. Assumiamo il debito totale in lieve riduzione (da €5.4 del 2025 a €4.5mn del 2028) a fronte di una cassa in netto miglioramento.

Com.Tel – Net Cash (Debt) (€ mn) & Leverage (NFP/EBITDA) (x)



Source: Websim Corporate estimates

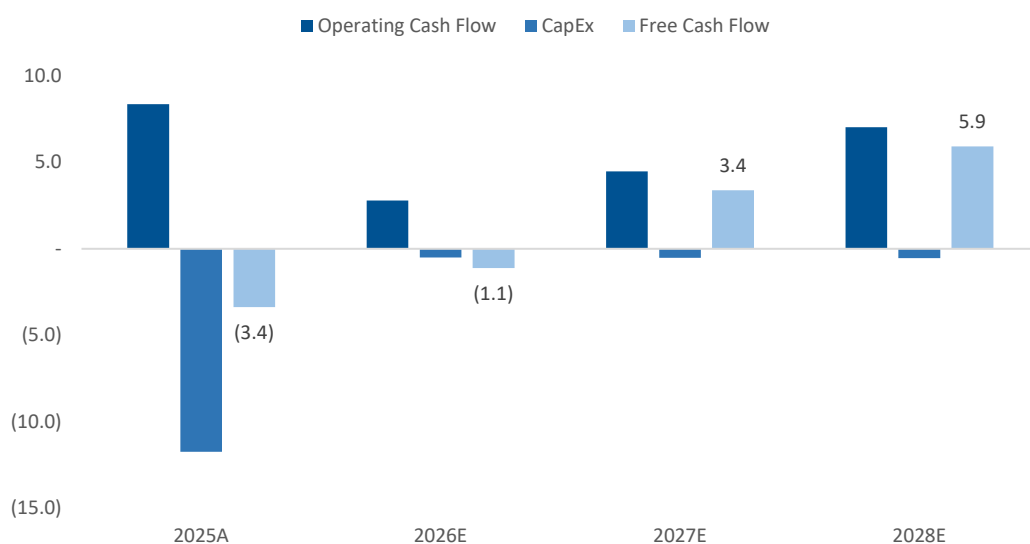
Nel periodo in oggetto, assumiamo che il modello di business di Com.Tel riesca a tradurre la marginalità operativa in liquidità reale, garantendo la sostenibilità della strategia di crescita.

La dinamica dell'**Operating Cash Flow (OCF)** è influenzata dalla crescita del fatturato prevista per il triennio e dal deflusso di fondi atteso nel 2026. In particolare, in tale esercizio il flusso di cassa operativo si attesta a **€2.8mn**, risentendo di un significativo assorbimento del capitale circolante netto (**€-2.2mn**). Nel biennio successivo si osserva una normalizzazione della traiettoria: l'OCF sale a **€4.5mn nel 2027** per poi accelerare a **€7mn nel 2028**, riflettendo una progressiva stabilizzazione del circolante che permette all'EBITDA di convertirsi efficacemente in cassa.

Le **CapEx** sono mantenute costanti a circa **€0.5mn annui** nel triennio (con un'incidenza dello **0.5%** sui ricavi), attestandosi su livelli significativamente inferiori agli ammortamenti (pari a circa **€2mn** nel periodo).

Il **Free Cash Flow**, dopo un 2026 caratterizzato da un temporaneo assorbimento (**€-1.1mn**), vira in territorio positivo raggiungendo un valore cumulato di **€9.3mn** nel biennio 2027-2028, con il solo esercizio 2028 che contribuisce per **€5.9mn**. Il flusso di cassa cumulato nel periodo 2026-2028 rappresenta circa il **30% dell'attuale capitalizzazione di mercato** di Com.Tel. Coerentemente con questi risultati, le nostre stime non prevedono aumenti di capitale né distribuzioni di dividendi, privilegiando il consolidamento della struttura patrimoniale e il rafforzamento della posizione finanziaria netta.

Com.Tel – 2025-2028E Operating Cash Flow (€ mn), CapEx (€ mn), Free Cash Flow (€ mn)



Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Stimiamo un **Target Price** per azione Com.Tel pari a **€2.80**. Tale valutazione deriva dalla sintesi tra il modello **Discounted Cash Flow (DCF)** e la valutazione tramite **multipli di mercato**, metodologie a cui abbiamo applicato prudenzialmente uno **sconto di liquidità del 20%**.

Discounted Cash Flow model

Per l'applicazione del modello **DCF**, abbiamo proiettato i flussi di cassa basandoci sulle nostre stime esplicitate per il triennio **2026-2028**, integrate da una fase di proiezione **2029-2030** volta a riflettere la convergenza verso il tasso di crescita perpetua ("g")

Com.Tel – Discounted Cash Flow (€ mn)

(€ mn)	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E	FY 2030E	TV
Tot. Revenues	99.7	104.6	109.6	112.7	113.6	116.4
<i>YoY Growth (%)</i>	18.9%	4.9%	4.8%	2.8%	0.8%	2.5%
EBITDA	6.8	7.9	9.7	10.5	10.9	10.5
<i>EBITDA Margin (%)</i>	6.8%	7.6%	8.8%	9.3%	9.6%	9.0%
D&A	(2.2)	(2.1)	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(1.2)
EBIT	4.6	5.8	7.9	8.9	9.5	9.3
<i>EBIT Margin (%)</i>	4.6%	5.6%	7.2%	7.9%	8.4%	8.0%
Taxes	(1.3)	(1.6)	(2.2)	(2.5)	(2.6)	(2.6)
<i>Marginal Tax Rate (%)</i>	-27.9%	-27.9%	-27.9%	-27.9%	-27.9%	-27.9%
NOPAT	3.3	4.2	5.7	6.4	6.8	6.7
D&A	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
Change in Net Working Capital	(2.2)	(1.3)	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.1)
Capex	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(1.1)	(1.1)	(1.2)
<i>% on Tot. Rev.</i>	0.5%	0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
Free Cash Flow	2.8	4.5	6.9	6.8	7.0	6.6
<i>Discounting Factor</i>	1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
Discounted FCF	2.8	4.1	5.9	5.2	5.0	4.3

Source: Websim Corporate estimates

Com.Tel – DCF Summary Table

	(€ mn)	(€ p.s.)	% on Ent. Val.
A) 2026-2030 Discounted Cash Flows	23.0	1.3	26%
TV	102.5	5.6	
<i>Discounting factor</i>	0.65	0.65	
B) Discounted Terminal Value	66.8	3.6	74%
C) = (A+B) Enterprise Value	89.8	4.9	100%
NFP (Debt)/Cash @ YE25	(1.0)	(0.1)	
Other	(3.7)	(0.2)	
Minorities	(10.3)	(0.6)	
Associates	3.7	0.2	
Equity Value	78.5	4.3	

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni alla base del modello valutativo sono sintetizzate di seguito:

- Tasso Risk Free pari al 4%
- Equity Risk Premium pari al 5.5%
- Il **Beta Unlevered** è assunto pari a **0.9**, in linea con il dato di settore europeo (Computer Services) elaborato da A. Damodaran e rettificato per la cassa. Si osserva, inoltre, che la media dei Beta unlevered a 5 anni del **peer group** è pari a **0.74**, mentre il **Beta Adjusted** di Com.Tel, calcolato dalla quotazione a oggi, risulta pari a **0.75** (fonte: FactSet).
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al **2.5%**, corrispondente ad un tasso reale di 0.5%, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del 2.0%.

Numero azioni pari a **18,422,000** azioni ordinarie (la Società ad oggi non detiene azioni proprie)

Date le assunzioni sopra riportate, abbiamo stimato un **WACC a regime dell'8.95%**.

Nel calcolo del valore rientrano anche la quota di minoranza in **Novanext (40%)**, valutata sulla base di un EBITDA di **€1.9mn nel 2026** (parametrato al **12% dell'Enterprise Value** di Com.Tel), e la partecipazione nel **Gruppo SAE (10.7%)**, quest'ultima iscritta prudenzialmente al valore di libro.

Sulla base delle assunzioni descritte, abbiamo determinato un **Enterprise Value pari a €89.8mn** (con un'incidenza del **74%** del valore terminale). Dedotta la posizione finanziaria netta e le altre rettifiche, l'**Equity Value** risultante è di **€78.5mn**, pari a **€4.3 per singola azione**.

Considerata la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione al variare del WACC e del tasso di crescita terminale.

Com.Tel – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"

	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.5%	83.2	89.2	96.4	105.2	116.3
8.0%	78.3	83.4	89.3	96.6	105.4
8.5%	74.1	78.4	83.5	89.5	96.7
9.0%	70.4	74.2	78.5	83.6	89.6
9.5%	67.2	70.5	74.3	78.6	83.7
10.0%	64.4	67.3	70.6	74.4	78.7
10.5%	61.8	64.4	67.4	70.7	74.4

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi condotta emerge che, nel nostro **Worst Case** — che ipotizza una crescita nominale limitata all'**1.5%** in perpetuity e un contestuale incremento di **150 bps** del costo del capitale — il fair value si attesterebbe comunque a **€3.4 per azione**. Ad ulteriore supporto della nostra valutazione, evidenziamo che il **valore terminale** derivante dal modello DCF sottintende un multiplo **EV/EBITDA terminale di 9.8x**, valore significativamente a sconto rispetto alla mediana dei multipli rolling a 3 anni dei comparables (**11.9x**).

Peer multiple comparison

Il set di società selezionato costituisce un peer group eterogeneo ma funzionale per l'analisi di **Com.Tel**, poiché ne riflette le diverse dimensioni del modello di business come System Integrator.

La scelta di questo cluster risponde alla necessità di coprire l'intera catena del valore dell'azienda: dalla consulenza tecnologica ad alto valore aggiunto alla fornitura di infrastrutture di rete e sicurezza.

Tale selezione permette di confrontare Com.Tel sia con i grandi **player globali** — riferimenti per i trend di settore e le dinamiche valutative — sia con i **competitor diretti** per modello operativo e mercato geografico. Questo approccio garantisce una base solida per validare i multipli di mercato e analizzare il posizionamento strategico della Società rispetto ai benchmark di riferimento. Nel dettaglio:

Atea ASA (FY25: Sales ~€5.3bn · EBITDA Margin ~3.6% · Market Cap ~€1.5bn)

Atea è il market leader europeo nell'IT infrastructure e presenta un modello di business — hardware reselling, software licensing e IT services — strutturalmente affine a quello di Com.Tel nella sua architettura di base. L'inclusione come benchmark direzionale è giustificata dall'ampia copertura del segmento IT infrastructure in Europa e dalla disponibilità di dati pubblici granulari utili per il benchmarking operativo. Le due differenze principali: (i) il revenue mix di Atea è dominato per circa l'80% dalla componente di puro reselling hardware/software, con servizi che pesano meno del 20%, conseguentemente il margin di Atea

risulta penalizzato dalla bassa marginalità del reselling puro; (ii) l'esposizione geografica è limitata ai mercati nordici e baltici, contesti competitivi e normativi diversi da quello italiano.

Bechtle AG (FY25: Sales ~€6.4bn · EBITDA Margin ~7.7% · Market Cap ~€4bn)

Sul piano del modello di business, Bechtle è il più fedele specchio strutturale di Com.Tel disponibile a livello europeo: system integrator multi-sede con offerta hardware/software integrata da servizi professionali, forte esposizione alla Pubblica Amministrazione e alle PMI, rete capillare di partnership tecnologiche con i principali vendor globali. Il profilo di marginalità è tra i più vicini a quello atteso di Com.Tel una volta a regime, e giustifica l'inclusione nel panel come punto di riferimento di settore. La limitazione principale è la scala (~80x i ricavi di Com.Tel) con una capitalizzazione che incorpora un premio per leadership pan-europea, diversificazione geografica in 14 paesi e un track record di crescita organica e per acquisizioni.

Bouvet ASA (FY25: Sales ~€346mn · EBITDA Margin ~15% · Market Cap ~€495mn)

Bouvet è un IT consulting e digital services provider norvegese con un modello di business fondato su personale qualificato impiegato in progetti di consulenza e integrazione di sistemi per clientela corporate e PA locale — senza software proprietario, con revenues principalmente da servizi professionali e delivery di progetti. Il profilo operativo è strutturalmente simile a quello di Com.Tel nella componente di services puri. Il gap dimensionale (~4x i ricavi di Com.Tel) è il più contenuto dell'intero basket dei comparabile europei. La limitazione principale, oltre al differenziale di EBITDA margin, è la geografia esclusivamente norvegese, che introduce un contesto di mercato — dinamiche salariali, ciclo della PA, struttura competitiva locale — diverso da quello italiano.

CANCOM SE (FY25: Sales ~€1.7bn · EBITDA Margin ~6% · Market Cap ~€840mn)

CANCOM presenta un modello operativo ben allineato con quello di Com.Tel: IT solutions provider con un mix di VAR, managed services e componente cloud in accelerazione, su una clientela B2B strutturata analoga. Il profilo di EBITDA margin è tra i più comparabili del panel sul piano della redditività operativa. Il gap dimensionale (~21x) è rilevante. Gli elementi differenzianti principali riguardano: (i) la diversa geografia (mercato tedesco e austriaco vs. italiano, con differente ciclo normativo sulla PA); (ii) il più elevato peso dei ricavi ricorrenti e cloud-managed di CANCOM, che tendono a sostenere i multipli rispetto a un operatore ancora in transizione verso modelli as-a-service.

Netcompany Group A/S (FY25: Sales ~€1.1bn · EBITDA Margin ~16% · Market Cap ~€2.5bn)

IT consultancy e digital transformation provider nordeuropeo con un posizionamento come delivery partner su progetti complessi per public sector e large corporate, senza componente software proprietaria significativa. La struttura dei ricavi — interamente services e project-based — è quella più vicina al modello di Com.Tel tra i comparabile europei non italiani. Il gap dimensionale è pari a ~14x in termini di ricavi. Il differenziale di EBITDA margin riflette la prevalenza di servizi ad alto valore intellettuale. Diversa la geografia (Nordics, UK, Grecia) e il profilo di clientela quasi interamente pubblico, che espone il business a dinamiche di procurement e cicli di spesa specifici del settore pubblico nordeuropeo.

Reply S.p.A. (FY25: Sales ~€2.5bn · EBITDA Margin ~18.8% · Market Cap ~€3.6bn)

Punto di riferimento dell'IT italiano ad alto valore aggiunto: stessa geografia, stesso ecosistema di vendor e partnership, forte esposizione al mercato corporate e PA nazionale, quotazione domestica su segmento STAR. La struttura dei ricavi — interamente services-based, senza componente hardware rilevante — è più affine al posizionamento prospettico di Com.Tel rispetto ai comparabile di puro reselling. Il gap dimensionale (~31x in termini di ricavi) è significativo. Rilevante il differenziale di redditività a favore di Reply vs. un profilo single-digit per Com.Tel.

SeSa S.p.A. (FY25, chiusura aprile: Sales ~€3.4bn · EBITDA Margin ~7.2% · Market Cap ~€1.4bn)

Riferimento qualitativo nel contesto domestico: stesso mercato di sbocco, stessa tipologia di clientela (corporate e Pubblica Amministrazione italiana), posizionamento come value-added reseller con una componente di servizi professionali strutturalmente in crescita. L'allineamento sull'ecosistema competitivo e sulle dinamiche di mercato italiano è di primissimo livello, e il profilo di EBITDA margin è tra i più comparabili del panel per quanto riguarda il segmento VAR/integration. La componente distributiva VAS (~71% dei ricavi), tendenzialmente a marginalità compressa, introduce inoltre disomogeneità rispetto al mix di Com.Tel nel confronto EBITDA margin. Lo scarto dimensionale è rilevante, ~42x i ricavi di Com.Tel.

WIIT S.p.A. (FY25: Sales €168mn · EBITDA Margin ~40% · Market Cap €815mn)

La sovrapposizione con Com.Tel è ottimale su tre delle quattro dimensioni di comparabilità: identica geografia (mercato italiano), scala dimensionale analoga (~2x Com.Tel, la più contenuta del basket europeo) e modello operativo largamente convergente — managed IT services, infrastrutture ibride e cloud services per la clientela corporate. Entrambe le società adottano un approccio B2B con ricavi ricorrenti crescenti, con WIIT che dichiara un ARR ratio dell'88.7% a fine 2025, e indirizzano il medesimo

segmento di mercato (mid-market e large corporate italiana). La principale area di divergenza risiede nel posizionamento più marcatamente cloud-first di WIIT rispetto alla maggiore esposizione di Com.Tel all'integrazione di infrastrutture fisiche e alla componente telco.

Com.Tel – Comparable Companies Trading Multiples

Company Name	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
Atea ASA	8.6x	6.8x	6.3x	5.9x	13.4x	10.2x	9.4x	8.6x	18.0x	14.2x	12.6x	11.2x
Bechtle AG	11.6x	8.0x	7.4x	7.1x	16.7x	11.2x	10.3x	10.0x	17.8x	15.9x	14.5x	13.4x
Bouvet ASA	10.6x	8.2x	7.6x	7.9x	12.8x	9.9x	9.1x	9.3x	14.5x	13.7x	12.6x	12.8x
CANCOM SE	7.6x	5.5x	5.0x	5.8x	16.4x	11.0x	9.0x	10.2x	24.2x	17.5x	14.2x	14.7x
Netcompany Group	16.0x	11.8x	10.2x	10.3x	22.2x	15.9x	13.3x	13.1x	25.3x	17.7x	13.9x	13.1x
Reply S.p.A.	8.4x	5.6x	5.2x	5.5x	10.0x	6.7x	6.2x	6.4x	11.6x	11.0x	10.2x	10.8x
SeSa S.p.A.	5.3x	5.7x	5.3x	5.0x	9.1x	8.5x	7.8x	7.0x	14.4x	12.6x	11.4x	10.4x
WIIT SpA	13.9x	15.5x	14.2x	13.7x	27.2x	28.3x	23.9x	21.9x	47.2x	33.7x	26.4x	24.0x
Mean	10.2x	8.4x	7.7x	7.6x	16.0x	12.7x	11.1x	10.8x	21.6x	17.0x	14.5x	13.8x
Median	9.6x	7.4x	6.9x	6.5x	14.9x	10.6x	9.3x	9.6x	17.9x	15.0x	13.2x	13.0x

Source: FactSet

Nella nostra analisi abbiamo adottato come benchmark i **multipli mediani EV/EBITDA** del campione, riferiti al triennio **2026-2028**, rilevando un contenuto grado di dispersione tra i dati. La scelta dell'EV/EBITDA come metrica di riferimento permette di confrontare le performance operative del basket minimizzando l'impatto delle eterogeneità geografiche, dimensionali e organizzative. Tale approccio garantisce una valutazione non condizionata dalle differenti politiche contabili e fiscali che, a nostro avviso, renderebbero meno rappresentativo il confronto diretto su livelli di utile netto.

Com.Tel – Peer Multiples Valuation

Trading Multiples	Multiple	Enterprise Value (€ mn)	Equity Value (€ mn)	NOSH (mn)	FV/Share (€)
2026 EV/EBITDA multiple	7.4x	50.2	38.8	18.4	2.1
2027 EV/EBITDA multiple	6.9x	54.3	46.2	18.4	2.5
2028 EV/EBITDA multiple	6.5x	62.7	60.5	18.4	3.3
Mean			48.5		2.6

Source: FactSet, Websim Corporate estimates

In sintesi, l'applicazione dei multipli di mercato del peer group ha determinato un **Equity Value medio per Com.Tel pari a €48.5mn**, equivalente a **€2.6 per azione**.

Conclusioni

Ai valori ottenuti dall'applicazione del **Discounted Cash Flow Model** (Equity Value €78.5, €4.3 p.a.) e della **Peer Multiple Comparison** (Equity Value €48.5, €2.6 p.a.), abbiamo applicato prudenzialmente uno **sconto liquidità del 20%**. Tale scelta è motivata dalla ridotta capitalizzazione di mercato rispetto al peer group, nonché dall'esiguità del flottante, pari a circa **€2.8mn** ai prezzi correnti.

La tabella seguente sintetizza i risultati dei due differenti approcci valutativi. Attraverso l'equi-ponderazione delle due metodologie, deriviamo per Com.Tel un **target price di €2.80** per azione che, rispetto alle attuali quotazioni, implica un **potenziale di rialzo del 100%**.

Com.Tel – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	NOSH (mn)	Fair Value p.s. (€)	% Weight
A) Discounted Cashflow Model	78.5	(15.7)	62.8	18.4	3.4	50%
B) Peer multiple comparison	48.5	(9.7)	38.8	18.4	2.1	50%
Weighted Average Value	63.5	(12.7)	50.8		2.8	100%
Upside/(Downside)					100%	

Source: Websim Corporate estimates

Per finalità espositiva, di seguito riportiamo una tabella che evidenzia i multipli ai quali Com.Tel tratterebbe a target price.

Com.Tel – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2025A	2026E	2027E	2028E
EV/Sales	0.7x	0.6x	0.6x	0.6x
EV/EBITDA	13.7x	8.2x	7.4x	6.7x
EV/EBIT	30.4x	12.1x	10.1x	8.4x

Source: Websim Corporate estimates

In conclusione, il triennio 2026-2028 rappresenta, a nostro avviso, la fase di consolidamento della transizione strategica di Com.Tel da System Integrator tradizionale a fornitore di Managed Services ad alto valore aggiunto. Riteniamo che tale riposizionamento costituisca il principale catalizzatore per un'espansione dei multipli di valutazione, sostenuta da un miglioramento strutturale della qualità degli utili e della visibilità sui flussi di cassa.

Key Pillars

- **Espansione della Marginalità.** Stimiamo un incremento di circa +390 bps dell'EBITDA Margin nel periodo di piano, dal 4.9% del 2025 all'8.8% atteso per il 2028, guidato dalla progressiva prevalenza dei Managed Services nel mix di ricavi. La scalabilità intrinseca di tale modello — caratterizzato da costi marginali decrescenti — genera una leva operativa significativa al crescere del portafoglio ricorrente.
- **Rafforzamento Patrimoniale e Cash Conversion.** Una disciplinata politica di ritenzione degli utili dovrebbe consentire il raddoppio del Patrimonio Netto nel periodo. Parallelamente, il progressivo miglioramento della cash generation trasformerà l'attuale posizione debitoria in una PFN positiva entro l'orizzonte di piano, dotando il Gruppo della flessibilità finanziaria necessaria per crescere ulteriormente per linee esterne, la cui esecuzione disciplinata sarà determinante per la creazione di valore.
- **Re-rating del Modello di Business.** Il settore dei System Integrator è in fase di transizione strutturale verso modelli a ricavi ricorrenti. Com.Tel ha completato la fase di investimento iniziale e presenta oggi un profilo rischio/rendimento che, a nostro giudizio, non è adeguatamente riflesso nelle valutazioni correnti. L'attuale sconto rispetto ai peer non incorpora il miglioramento della visibilità sui flussi di cassa né la scalabilità del modello in costruzione, entrambi elementi che storicamente hanno guidato un re-rating positivo in società che hanno completato transizioni analoghe.

Principali Driver

- **Market Dynamics.** Com.Tel opera in segmenti tecnologici — tra cui (cybersecurity, cloud infrastructure, connectivity) — caratterizzati da tassi di crescita strutturalmente superiori alla media del mercato IT di riferimento.
- **Catalyst per il Re-rating.** Ai prezzi attuali, il titolo tratta 5.5x e 4.3x l'EV/EBITDA 2026-2027, con un significativo sconto rispetto ai comparables, attestati rispettivamente a 7.4x e 6.9x volte. Il progressivo consolidamento dei ricavi ricorrenti dovrebbe fungere da catalizzatore per una riduzione di tale sconto.
- **Generazione di Cassa.** Il Cash Flow cumulato 2025-2028 rappresenta oltre il 30% dell'attuale capitalizzazione di mercato, fornendo una base solida per finanziare la crescita per linee esterne senza ricorrere a leva incrementale.

Analisi dei rischi

Riteniamo che i rischi relativi alla tesi d'investimento sono di natura prevalentemente transitoria. Sul fronte **endogeno**: (i) execution risk nella conversione della base clienti verso contratti ricorrenti, con possibile effetto diluitivo temporaneo sui margini durante la fase di sovrapposizione dei modelli di costo; (ii) rischio di concentrazione del portafoglio ricorrente su un numero limitato di clienti anchor nelle fasi iniziali del roll-out; (iii) rischi di integrazione in eventuali operazioni straordinarie. Sul fronte **esogeno**, la pressione competitiva da parte di incumbent con maggiore scala rimane un fattore strutturale, mitigato dal posizionamento verticale della Società e dalla profondità delle relazioni con la clientela esistente; a ciò si aggiunge la volatilità tipica dei titoli a bassa capitalizzazione.

La robusta generazione di cassa prospettica e il monitoraggio dei fattori di rischio supportano una tesi di investimento orientata alla crescita. Avviamo la copertura su **Com.Tel** con raccomandazione **BUY** e **Target Price** di **€2.80** per azione, basato su una valutazione DCF integrata dall'analisi dei multipli comparabili (EV/EBITDA 2026-2028). Il nostro TP implica un potenziale di apprezzamento del **100%** rispetto alle attuali quotazioni.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	COM.TEL		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	
Current Target (Eu):	2.80	Previous Target (Eu):	
Current Price (Eu):	1.39	Previous Price (Eu):	
Date of report:	30/04/2026	Date of last report:	

AVVERTENZE IMPORTANTI

La riproduzione delle informazioni, delle raccomandazioni e della ricerca prodotte da Intermonte SIM, contenute nel presente documento, e di qualsiasi loro parte, è strettamente vietata. Nessun contenuto di questo documento può essere condiviso con terze parti senza autorizzazione da parte di Intermonte.

Questo documento è indirizzato esclusivamente a professionisti del mercato e ad altri investitori istituzionali e non è destinato alla distribuzione a persone diverse dalla clientela istituzionale, che non dovrebbero fare affidamento su questo materiale. Inoltre, eventuali investimenti o servizi a cui potrebbe riferirsi questo documento non saranno resi disponibili ad una clientela non istituzionale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono stati ottenuti da fonti che riteniamo affidabili, anche se l'accuratezza di questi non può essere garantita da Intermonte. Nel caso in cui vi sia qualsiasi dubbio sulla loro affidabilità, ciò sarà chiaramente indicato. Lo scopo principale del documento è offrire informazioni aggiornate e accurate in conformità con le normative vigenti in materia di "Raccomandazioni" e non è destinato né dovrebbe essere interpretato come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli.

Questo avviso legale è costantemente aggiornato sul sito web di Intermonte www.intermonte.it sotto la voce Avvertenze Legali. Valutazioni e raccomandazioni possono essere trovate nel testo delle ricerche e/o dei documenti più recenti sulle società in questione. Per un elenco di tutte le raccomandazioni emesse da Intermonte su qualsiasi strumento finanziario o emittente negli ultimi dodici mesi, consultare la pagina web AREA CLIENTI.

Intermonte distribuisce ricerche e si impegna in altre attività approvate nei confronti dei Principali Investitori Istituzionali degli Stati Uniti ("Majors") e di altri Acquirenti Istituzionali Qualificati ("QIBs"), negli Stati Uniti, tramite Plural Securities LLC ai sensi delle linee guida SEC 15a-6. Intermonte non è registrata come broker dealer negli Stati Uniti ai sensi del Securities Exchange Act del 1934, come emendato (il "Exchange Act"), e non è membro della Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC è registrata come broker-dealer ai sensi del Exchange Act e è membro della SIPC.

CERTIFICAZIONE DELL'ANALISTA

Per ciascuna società menzionata in questo documento l'analista, autore della ricerca, certifica che tutte le opinioni espresse in questo documento riflettono accuratamente le proprie opinioni personali su uno o più degli emittenti o dei titoli oggetto della ricerca. L'analista (o gli analisti) certifica anche che nessuna parte della propria compensazione è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, correlata alla specifica raccomandazione o opinione contenuta in questo documento. L'analista (o gli analisti) responsabile della preparazione di questa ricerca riceve una retribuzione basata su vari fattori, compresi i profitti totali di Intermonte, una parte dei quali è generata dalle attività di Investment Banking di Intermonte, anche se questa è minima rispetto a quella generata dalle attività di intermediazione.

Le procedure interne e i codici di condotta di Intermonte sono mirati a garantire l'imparzialità dei suoi analisti finanziari. Lo scambio di informazioni tra il settore Investment Banking e il Dipartimento di Ricerca è vietato, così come lo scambio di informazioni tra quest'ultimo e il desk di equity proprietario al fine di prevenire conflitti di interesse quando vengono formulate raccomandazioni. L'analista responsabile del presente documento non è: a) residente negli Stati Uniti; b) una persona associata a un broker-dealer statunitense; c) supervisionato da un supervisore principale di un broker-dealer statunitense. Questo documento di ricerca è distribuito negli Stati Uniti tramite Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDA ALL'ANALISI FONDAMENTALE

I principali metodi utilizzati per valutare strumenti finanziari e stabilire un prezzo obiettivo per i 12 mesi successivi alla raccomandazione di investimento sono i seguenti:

- modello di flussi di cassa attualizzati (DCF) o metodi simili come il modello di attualizzazione dei dividendi (DDM);
- confronto con i multipli di società comparabili, utilizzando i metodi più appropriati per l'azienda analizzata: tra i principali rapporti utilizzati per i settori industriali ci sono il prezzo/utili (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, prezzo/vendite;
- il rendimento del capitale e i multipli del valore contabile netto rettificato sono i principali metodi utilizzati per le azioni del settore bancario, mentre per le azioni del settore assicurativo vengono utilizzati il rendimento del capitale allocato e i multipli del valore contabile netto e del valore intrinseco del portafoglio assicurativo;
- per il settore delle utilities vengono effettuati confronti tra i rendimenti attesi e il ritorno sul capitale regolato (RAB).

Alcuni dei parametri utilizzati nelle valutazioni, come il tasso privo di rischio e il premio al rischio degli investimenti azionari, sono gli stessi per tutte le aziende trattate e vengono aggiornati per riflettere le condizioni di mercato. Attualmente viene utilizzato un tasso privo di rischio del 4,0% e un premio al rischio compreso tra il 5,5% e il 6%.

Frequenza della ricerca: trimestrale.

I report su tutte le società quotate sull'indice FTSEIMB40, sulla maggior parte di quelle sull'indice MIBEX e sui principali small caps (copertura regolare) vengono pubblicati almeno una volta al trimestre per commentare i risultati e le importanti novità.

Una copia preliminare di ciascun rapporto può essere inviata alla società oggetto per la sua informazione (senza prezzo obiettivo e/o raccomandazioni), ma a meno che non sia espressamente indicato nel testo del rapporto, non vengono apportate modifiche prima della pubblicazione.

Spiegazione del nostro sistema di valutazione:

- BUY: azione prevista in grado di superare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi;
- OUTPERFORM: azione prevista in grado di superare il mercato tra il 10% e il 25% in un periodo di 12 mesi;
- NEUTRAL: prevista una performance dell'azione compresa tra +10% e -10% rispetto al mercato in un periodo di 12 mesi;
- UNDERPERFORM: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato tra -10% e -25% in un periodo di 12 mesi;
- SELL: azione prevista in grado di sottoperformare il mercato di oltre il 25% in un periodo di 12 mesi.

Prezzi: i prezzi riportati nella ricerca si riferiscono al prezzo alla chiusura della giornata di negoziazione precedente salvo diversamente specificato.

DISTRIBUZIONE ATTUALE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

Intermonte SIM è autorizzata dalla CONSOB alla prestazione di servizi di investimento ed è iscritta al n° 246 dell'albo delle società di intermediazione.

Al 30 Aprile 2026 l'Ufficio Studi di Intermonte copre 134 aziende. La distribuzione delle raccomandazioni effettuate da Intermonte è la seguente:

BUY:	32.09%
OUTPERFORM:	38.06%
NEUTRAL:	29.85%
UNDERPERFORM:	00.00%
SELL:	00.00%

La distribuzione delle raccomandazioni, sulle azioni di società che hanno ricevuto servizi di corporate finance da parte di Intermonte, negli ultimi 12 mesi (80 in totale) è la seguente:

BUY:	52.50%
OUTPERFORM:	30.00%
NEUTRAL:	16.25%
UNDERPERFORM:	01.25%
SELL:	00.00%

CONFLITTI DI INTERESSE

Al fine di rendere noti i propri eventuali conflitti di interesse Intermonte SIM dichiara che:

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale soggetto incaricato di realizzare il piano di riacquisto azioni deliberato dall'assemblea di AZIMUT, ELLEN, ELICA, FILA, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SESA, STAR7, SYS-DAT, TMP GROUP, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. presta o ha prestato negli ultimi 12 mesi servizi di corporate brokerage a favore di ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, ANTARES VISION, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, C4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, FRANCHI UMBERTO MARM, GPI, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUNE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale Financial Content Provider sulla società ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, C4GATE, DIGITOUCH, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, INTRED, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, TPS, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di intermediario incaricato nell'operazione di offerta pubblica di acquisto e/o scambio di ANTARES VISION, MARE ENGINEERING GROUP, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale liquidity provider di BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM ha agito come controparte di WIIT Fin S.r.l. in relazione a opzioni call e put aventi come sottostante di riferimento le azioni e i dividendi di WIIT S.p.A.

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor finanziario di Banca CF+ nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto promossa su Banca Sistema.

Intermonte SIM agisce in qualità di advisor finanziario di TIM in relazione alla conversione delle azioni di risparmio della società.

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di financial advisor per BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, TELECOM ITALIA, TINEXTA

Intermonte SIM S.p.A. opera o ha operato negli ultimi 12 mesi quale market maker su strumenti finanziari aventi come sottostante le azioni emesse da AZA, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BCA POP SONDRIO, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINCOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, IVECO GROUP, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MEDIABANCA, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. ha o ha avuto negli ultimi 12 mesi un contratto di marketing su strumenti emessi da BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIABANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di specialist su strumenti finanziari emessi da ABITARE IN, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, ELLEN, EMAK, ENERGY, FNM, GEFRRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SDMEC, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, THE ITALIAN SEA GROUP, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA con obbligo di diffusione studi

Intermonte SIM S.p.A. svolge o ha svolto negli ultimi 12 mesi il ruolo di sponsor per UNIDATA S.p.A.

© Copyright 2026 da Intermonte SIM - Tutti i diritti riservati

La riproduzione di tutta o di una parte di questa pubblicazione, tramite email, xerografia, fax o qualsiasi altro mezzo costituisce una violazione delle leggi nazionali e internazionali sul copyright. Le leggi sul copyright impongono pesanti responsabilità per tali violazioni. I report di Intermonte SIM sono forniti solo ai suoi clienti. Se non sei un cliente di Intermonte SIM e ricevi email, fax o copia dei report da una fonte diversa da Intermonte SIM, stai violando le leggi sul copyright. Questo documento non può essere pubblicato né diffuso, distribuito o copiato senza il consenso scritto esplicito di Intermonte SIM.

Intermonte SIM intraprenderà azioni legali contro chiunque trasmetta/pubblichi i suoi prodotti di ricerca senza la sua autorizzazione esplicita.

Intermonte SIM crede fermamente che il suo prodotto di ricerca su azioni italiane sia un prodotto a valore aggiunto e meriti di essere adeguatamente pagato.

I rappresentanti commerciali di Intermonte SIM possono essere contattati per discutere i termini e le condizioni con cui ricevere la ricerca prodotta da Intermonte.

INTERMONTE SIM è MIFID compliant - per la nostra Politica di Best Execution si prega di consultare il nostro Sito

<https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>

Ulteriori informazioni sono disponibili sul nostro sito.