

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# NVP

ISIM  
INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Broadcasting | Italy

Production 07/04/2023, h. 18:30

Published 11/04/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 7,50**

prev. € 6,75

Risk



Medium

Upside potential

**108,3%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



## Stock Data

Price	€ 3,60
Target price	€ 7,50
Upside/(Downside) potential	108,3%
Ticker	NVP IM
Market Cap (€/mln)	€ 27,35
EV (€/mln)	€ 36,22
Free Float	40,62%
Share Outstanding	7.597.107
52-week high	€ 3,88
52-week low	€ 2,42
Average daily volumes (3 months)	4.400

Key Financials (€m)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	17,4	22,5	26,5	31,0
VoP	20,0	24,5	28,5	33,0
EBITDA	5,6	7,8	9,4	11,2
EBIT	1,2	3,0	4,5	6,1
Net Profit	0,2	1,6	2,6	3,5
EPS (€)	0,03	0,20	0,34	0,46
EBITDA margin	32,2%	34,4%	35,3%	36,0%
EBIT margin	7,0%	13,3%	17,0%	19,5%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

Giuseppe Riviello | [giuseppe.riviello@integraesim.it](mailto:giuseppe.riviello@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-3,74%	34,33%	46,34%	-1,10%
to FTSE Italia Growth	-2,57%	34,49%	41,76%	8,46%
to Euronext STAR Milan	-0,13%	31,92%	32,58%	7,87%
to FTSE All-Share	-1,03%	26,44%	18,48%	-11,31%
to EUROSTOXX	-3,64%	27,07%	20,83%	-13,77%
to MSCI World Index	-4,66%	29,03%	33,77%	6,28%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,5x	4,7x	3,9x	3,2x
EV/EBIT	29,5x	12,1x	8,0x	6,0x
P/E	n.m.	17,6x	10,5x	7,8x

## FY22A Results

Nel bilancio al 31 dicembre 2022, NVP comunica ricavi per un valore pari a € 17,41 mln, in netta crescita rispetto al risultato dell'esercizio FY21A di € 12,95 mln (+34,4%). L'EBITDA, di conseguenza, è in crescita pari a € 5,61 mln, in aumento del 15,61% rispetto agli € 4,87 mln del FY21A, con un EBITDA *margin* pari al 32,2%. L'EBIT è pari a € 1,23 mln, +15,10% rispetto ai € 1,04 mln del FY21A, a causa dell'incremento degli ammortamenti derivante dalla rivalutazione di attrezzature e impianti produttivi (tra cui le regie OB-van). Positivo anche il Net Income, che si attesta pari a € 0,23 mln.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 24,50 mln con un EBITDA pari a € 7,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 34,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,00 nel FY25E, con EBITDA pari a € 11,2 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 36,0%), in crescita rispetto al valore di € 5,61 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 32,2%).

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di NVP sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 67,3 mln. L'*equity value* di NVP utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 46,7 mln (includendo un discount pari al 25,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 57,0 mln. Il target price è di € 7,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	12,95	17,41	22,50	26,50	31,00
Other Revenues	3,15	2,60	2,00	2,00	2,00
<b>Value of Production</b>	<b>16,10</b>	<b>20,01</b>	<b>24,50</b>	<b>28,50</b>	<b>33,00</b>
COGS	0,34	0,35	0,40	0,45	0,50
Services	3,92	6,12	7,30	8,40	9,75
Use of Assets Owned by Others	2,48	2,17	2,30	2,60	3,00
Employees	4,45	5,70	6,70	7,65	8,55
Other Operating expenses	0,04	0,06	0,05	0,05	0,05
<b>EBITDA</b>	<b>4,87</b>	<b>5,61</b>	<b>7,75</b>	<b>9,35</b>	<b>11,15</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>37,6%</i>	<i>32,2%</i>	<i>34,4%</i>	<i>35,3%</i>	<i>36,0%</i>
D&A	3,83	4,38	4,75	4,85	5,10
<b>EBIT</b>	<b>1,04</b>	<b>1,23</b>	<b>3,00</b>	<b>4,50</b>	<b>6,05</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,5%</i>
Financial Management	(0,68)	(0,79)	(0,80)	(0,80)	(1,05)
EBT	0,36	0,43	2,20	3,70	5,00
<b>Taxes</b>	<b>0,01</b>	<b>0,20</b>	<b>0,65</b>	<b>1,10</b>	<b>1,50</b>
Net Income	0,34	0,23	1,55	2,60	3,50
<b>Net Income</b>	<b>1,08</b>	<b>0,98</b>	<b>1,60</b>	<b>2,25</b>	<b>2,75</b>

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>22,79</b>	<b>27,32</b>	<b>29,60</b>	<b>28,30</b>	<b>26,70</b>
Account receivable	4,77	5,04	6,05	7,10	8,25
Account payable	4,20	7,01	8,60	9,85	11,50
<b>Operating Working Capital</b>	<b>0,57</b>	<b>(1,98)</b>	<b>(2,55)</b>	<b>(2,75)</b>	<b>(3,25)</b>
Other Receivable	6,59	4,55	5,40	6,30	7,30
Other Payable	8,53	7,54	9,15	10,60	12,30
<b>Net Working Capital</b>	<b>(1,37)</b>	<b>(4,96)</b>	<b>(6,30)</b>	<b>(7,05)</b>	<b>(8,25)</b>
Severance Indemnities & Provision	1,17	1,32	1,65	1,80	1,90
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>20,25</b>	<b>21,03</b>	<b>21,65</b>	<b>19,45</b>	<b>16,55</b>

Share Capital	0,81	0,81	0,80	0,80	0,80
Reserves and Retained Profits	10,41	11,13	11,36	12,91	15,51
Net Profit	0,34	0,23	1,55	2,60	3,50
<b>Equity</b>	<b>11,56</b>	<b>12,17</b>	<b>13,71</b>	<b>16,31</b>	<b>19,81</b>
Cash and Cash Equivalent	1,94	2,42	2,06	5,86	11,26
Financial Debt	10,63	11,29	10,00	9,00	8,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,69</b>	<b>8,87</b>	<b>7,94</b>	<b>3,14</b>	<b>(3,26)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>20,25</b>	<b>21,03</b>	<b>21,65</b>	<b>19,45</b>	<b>16,55</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,23	3,00	4,50	6,05
Taxes	0,20	0,65	1,10	1,50
<b>NOPAT</b>	<b>1,02</b>	<b>2,35</b>	<b>3,40</b>	<b>4,55</b>
D&A	4,38	4,75	4,85	5,10
Change in receivable	(0,27)	(1,01)	(1,05)	(1,15)
Change in payable	2,82	1,59	1,25	1,65
Other Changes	1,05	0,76	0,55	0,70
Change in NWC	3,60	1,34	0,75	1,20
Change in Provision	0,15	0,33	0,15	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>9,16</b>	<b>8,76</b>	<b>9,15</b>	<b>10,95</b>
Investments	(8,92)	(7,0)	(3,6)	(3,5)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0,24</b>	<b>1,73</b>	<b>5,60</b>	<b>7,45</b>
Financial Management	(0,79)	(0,80)	(0,80)	(1,05)
Change in Payable to Banks	0,66	(1,29)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	0,37	(0,01)	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>0,48</b>	<b>(0,36)</b>	<b>3,80</b>	<b>5,40</b>

Source: NVP and Integrae SIM estimates

## Company Overview

NVP è una società italiana operante nel settore dei servizi di produzione video principalmente per network televisivi e per proprietari o gestori di diritti televisivi. L'attività si concretizza, in particolare, nella progettazione e sviluppo, con regie mobili (Ob-Van) ad alto contenuto tecnologico, di eventi televisivi, in particolare sportivi, *entertainment*, concerti e spettacoli. Fondata nel 2007, NVP ha prodotto oltre 3000 eventi dalla sua costituzione e ha ottenuto in poco tempo un ruolo da protagonista, raggiungendo la *leadership* per tecnologia in Italia e posizionandosi in Europa tra le prime società per tecnologia, con due regie mobili 4K, nonché utilizzando attrezzature *high-tech* ad alto contenuto tecnologico e personale altamente specializzato per la progettazione e la realizzazione di importanti eventi televisivi.

La Società è in grado di proporre al mercato una vasta gamma di servizi, volti ad intercettare le esigenze della clientela, italiana ed internazionale. NVP fa riferimento non solo al mercato nazionale ma anche a mercati internazionali quali: Europa, Middle East, USA e altri.

## FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	20,01	5,61	32,2%	1,23	0,23	8,87
FY22E	20,00	6,75	33,8%	2,75	1,90	5,54
Change	0,0%	-16,9%	-1,8%	-55,4%	-88,0%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite il comunicato stampa del 28 marzo 2023, Massimo Pintabona, Amministratore Delegato di NVP, commentando i risultati annuali, dichiara che: *“L’esercizio appena concluso ha visto NVP confermare il suo percorso di crescita ed espansione, con l’obiettivo di rafforzare la posizione di leadership nel mercato nazionale ed espandere la presenza nel mercato europeo ed internazionale. L’utilizzo di tecnologie avanzate, nonché l’implementazione di servizi innovativi tailor made ci consentono di offrire ai nostri clienti prodotti e servizi personalizzati sempre più innovativi ad alto contenuto tecnologico. Gli ulteriori investimenti in R&S, mirano a garantire alla Società un futuro costruito sulla stabilità, crescita e innovazione permettendo di rafforzare la posizione di leader nel settore del broadcasting. Le acquisizioni aziendali iniziate nel 2021 e proseguite nel 2022 con l’ultimo ingresso nel Gruppo della E.G. Audiovisivi S.r.l., hanno consentito la crescita dimensionale, l’incremento del livello di esperienza e competenza nelle produzioni e al contempo l’ampliamento del portafoglio dei rapporti commerciali con prestigiosi clienti, tra i quali il Napoli Calcio, la Juventus e la Lega Volley e Fremantle(...). Proseguiamo nel nostro progetto di sviluppo con l’obiettivo di capitalizzare il valore delle nostre conoscenze e competenze.”*

Nel bilancio al 31 dicembre 2022, NVP conferma il trend di crescita, comunicando ricavi per un valore pari a € 17,41 mln, in netta crescita rispetto al risultato dell’esercizio FY21A di € 12,95 mln (+34,4%) e sostanzialmente in linea con il valore stimato nel nostro precedente report, pari a € 18,00 mln.

Il 31 ottobre 2022 NVP ha comunicato il *closing* dell’acquisizione del 100% del capitale sociale di E.G. Audiovisivi Srl, operatore nel settore dei servizi audiovisivi con un focus sullo sport e sui servizi verso società calcistiche. La società, considerata l’irrelevanza per il periodo temporale di possesso della partecipazione ai fini della corretta rappresentazione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria del gruppo di imprese, ha ritenuto di non predisporre il bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, avvalendosi della facoltà concessa dall’articolo 27, comma 3bis, del D.Lgs. 127/1991. Riportiamo, quindi, per esigenze di comparazione, il commento ai dati di bilancio relativi a NVP Spa sia per il 2022 che per il 2021.

Il valore della produzione si attesta a € 20,01 mln, esplicitando una crescita del 24,2% sul FY21A (nel quale ammontava a € 16,10 mln).

Oltre alla dinamica dei ricavi, la cui crescita si inserisce in un contesto generale di incremento dei volumi produttivi per l'azienda, il valore della produzione per il FY22A risulta impattata dalla decrescita della voce "altri ricavi" (€2,60 mln nel FY22A verso € 3,15 mln del FY21A) la quale è alimentata da costi R&S capitalizzati a supporto del settore del *broadcasting* principalmente da agevolazioni e contributi, sotto forma di credito d'imposta, sugli investimenti in tecnologia e immobilizzazioni effettuati negli esercizi precedenti. In particolare, durante l'esercizio 2022, l'azienda ha deciso far eseguire una perizia sulla vita utile di alcuni beni aziendali, valutata pari a 12 anni (rispetto ai 7 attribuiti in precedenza). Tale revisione ha causato una diminuzione degli ammortamenti imputati all'esercizio 2022 e, di conseguenza, un decremento della componente di contributi in conto capitale rispetto al 2021.

Relativamente ai costi sostenuti, si nota un incremento dell'incidenza sui ricavi dei costi per servizi, mentre diminuisce l'incidenza dei costi relativi all'utilizzo beni di terzi (*use of asset held by others*) conseguentemente al maggiore impiego dei mezzi produttivi di proprietà, sviluppati o acquisiti, rispetto a quelli noleggiati. In calo anche l'incidenza del costo del personale, in seguito all'ottimizzazione delle risorse post integrazione dell'ex controllata NVP Roma, fusa in NVP nel luglio 2021.

L'EBITDA, di conseguenza, è in crescita pari a € 5,61 mln, in aumento del 15,61% rispetto agli € 4,87 mln del FY21A, con un EBITDA margin pari al 32,2% nel 2022, minore rispetto al 37,6% attestato per il FY21A. La società stima, per gli esercizi futuri, di recuperare parte della marginalità attraverso la diminuzione dei costi di produzione e ai ricavi generati attraverso la *Remote Production*.

L'EBIT è pari a € 1,23 mln, +15,10% rispetto ai € 1,04 mln del FY21A, a causa dell'incremento degli ammortamenti derivante dalla rivalutazione di attrezzature e impianti produttivi (tra cui le regie OB-van). Positivo anche il Net Income, che si attesta pari a € 0,23 mln.

La NFP è pari a € 8,87 mln (di debito), in linea rispetto al precedente valore di fine anno 2020 pari a € 8,69 mln. Si ricorda che l'indebitamento finanziario è impattato per il 2022 dall'investimento relativo all'acquisizione di EG Audiovisivi per € 0,70 mln e dagli acconti sugli investimenti in beni materiali 4.0 per € 0,80 mln.

Nel complesso, NVP, conferma la sua strategia di crescita interna, che si declina nell'attività di R&S e innovazione, ed esterna, realizzata susseguirsi di fusioni e integrazioni realizzati tra il 2021 e il 2022. Nonostante il periodo storico critico, caratterizzato dal rincaro dei costi di produzione, NVP è infatti riuscita rafforzare il suo posizionamento ampliando, al contempo, il proprio portafoglio di rapporti commerciali, acquisendo clienti di grande prestigio.

Per quanto concerne il *core business*, rappresentato dalle competizioni calcistiche, si prevede un incremento della presenza in Serie A, dopo che con l'incorporazione di NVP Napoli Srl si sono acquisiti clienti come il Napoli Calcio, la Juventus, la Lega Volley e Fre-mantle, e il mantenimento della presenza in serie B e nelle competizioni europee, grazie alla *partnership* con Sky. Nel perseguimento di questo obiettivo, a inizio marzo la Società ha annunciato l'accordo pluriennale con SS Lazio SpA, per la gestione della *media company* della società calcistica e annessa realizzazione di tutti gli ambienti digitali ufficiali e la gestione dei canali *social*.

Nel 2022 NVP ha anche ottenuto il contratto per la produzione del World Equestrian Championships 2022 (WEC), dei campionati mondiali di Completo e di Attacchi, del Canoe World Sprint Championship 2022, del Canoe Slalom World Tour, dei Campionati europei delle discipline acquatiche e della Formula E di Roma. NVP punta, inoltre, a incrementare la propria presenza in mercati affini come quello della diffusione delle competizioni sportive nazionali di Basket e Volley, nell'Entertainment, e dei programmi di studio. A titolo di esempio segnaliamo la partecipazione alla Milano Fashion Week 2022, alla 40ª edizione del concerto di Radio Italia tenuto in Piazza Duomo a Milano, alla fiction di Rai 3 "Un posto al sole" e alla 12ª edizione del programma "Master Chef Italia".

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

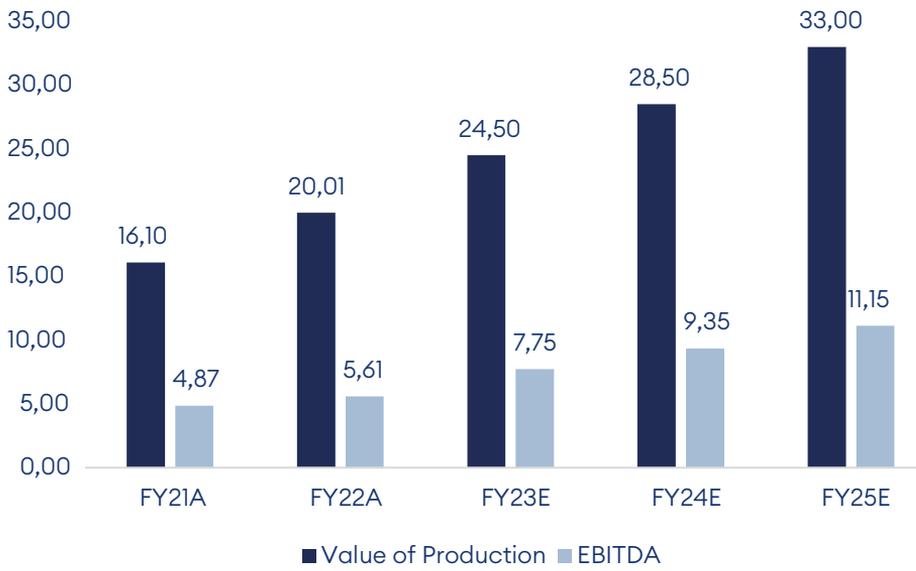
€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>			
New	24,5	28,5	33,0
Old	23,0	26,0	N/A
Change	6,5%	9,6%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	7,8	9,4	11,2
Old	8,1	9,6	N/A
Change	-4,3%	-2,6%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	34,4%	35,3%	36,0%
Old	38,6%	40,0%	N/A
Change	-4,1%	-4,7%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	3,0	4,5	6,1
Old	4,6	5,6	N/A
Change	-34,8%	-19,6%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	1,6	2,6	3,5
Old	3,2	3,9	N/A
Change	-51,6%	-33,3%	N/A
<b>NFP</b>			
New	7,9	3,1	(3,3)
Old	2,1	(2,5)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

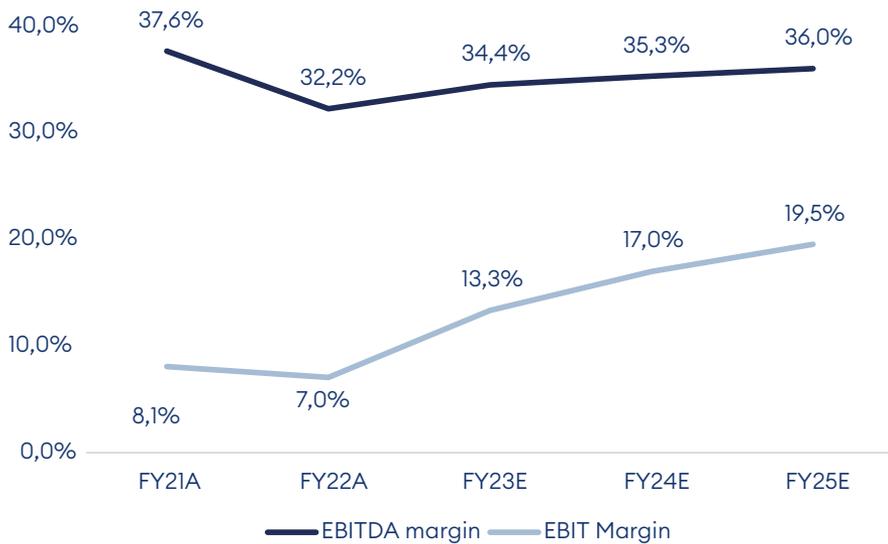
In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 24,50 mln con un EBITDA pari a € 7,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 34,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,00 nel FY25E, con EBITDA pari a € 11,2 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 36,00%), in crescita rispetto al valore di € 5,61 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 32,2%).

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY21A-25E (€/MLN)



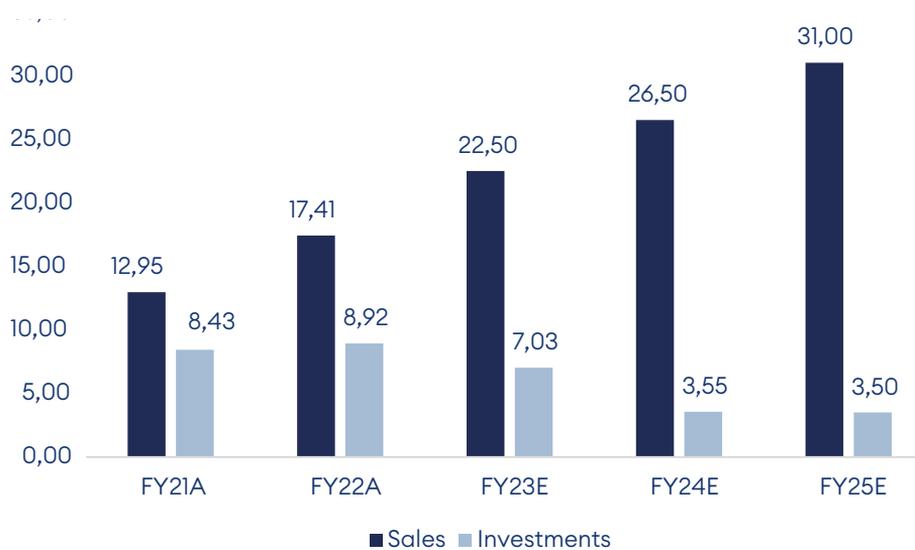
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY21A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY21A-25E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY21A-25E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

# Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di NVP sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				9,83%
D/E 66,67%	Risk Free Rate 3,51%	$\beta$ Adjusted 0,92	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 3,00%	Market Premium 9,73%	$\beta$ Relevered 1,36	$K_e$ 14,94%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,83%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,8	16,0%
TV actualized DCF	64,3	84,0%
<b>Enterprise Value</b>	<b>76,1</b>	<b>100%</b>
NFP	8,9	
<b>Equity Value</b>	<b>67,3</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 67,3 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
	2,5%	104,3	95,1	87,2	80,4	74,5	69,3	64,7
	2,0%	96,3	88,3	81,5	75,5	70,2	65,5	61,4
	1,5%	89,5	82,5	76,4	71,1	66,4	62,2	58,4
	1,0%	83,6	77,4	72,0	67,3	63,0	59,1	55,7
	0,5%	78,5	73,0	68,1	63,8	59,9	56,4	53,2
	0,0%	73,9	69,0	64,6	60,7	57,2	53,9	51,0
	-0,5%	69,9	65,5	61,5	57,9	54,6	51,7	49,0

Source: Integrae SIM

## Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di NVP; queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
EVS Broadcast Equipment SA	7,5x	6,2x	6,5x	9,2x	7,8x	8,4x
Avid Technology Inc.	13,9x	12,3x	10,9x	15,5x	13,3x	11,7x
Evertz Technologies Limited	9,7x	8,3x	N/A	11,5x	9,9x	N/A
<b>Median</b>	<b>9,7x</b>	<b>8,3x</b>	<b>8,7x</b>	<b>11,5x</b>	<b>9,9x</b>	<b>10,1x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	74,9	77,2	96,8
EV/EBIT	34,4	44,6	61,0
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	67,0	74,1	100,1
EV/EBIT	26,5	41,4	64,2
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	50,2	55,6	75,1
EV/EBIT	19,9	31,1	48,2
<b>Average</b>	<b>35,1</b>	<b>43,3</b>	<b>61,6</b>

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di NVP, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 62,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 46,7 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	57,0
Equity Value DCF (€/mln)	67,3
Equity Value multiples (€/mln)	46,7
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 57,00 mln. **Il target price è quindi di € 7,50 (prev. € 6,75). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	11,7x	8,5x	7,0x	5,9x
EV/EBIT	53,7x	21,9x	14,6x	10,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,5x	4,7x	3,9x	3,2x
EV/EBIT	29,5x	12,1x	8,0x	6,0x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

## Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
19/04/2022	3,50	Buy	6,75	Medium	Update
01/08/2022	3,02	Buy	6,75	Medium	Breaking News
11/08/2022	3,10	Buy	6,75	Medium	Breaking News
31/10/2022	2,70	Buy	6,75	Medium	Breaking News
10/10/2022	2,46	Buy	6,75	Medium	Update
31/10/2022	2,70	Buy	6,75	Medium	Breaking News
19/12/2022	2,74	Buy	6,75	Medium	Breaking News
02/02/2022	2,78	Buy	6,75	Medium	Breaking News
06/02/2023	3,00	Buy	6,75	Medium	Breaking News
07/03/2023	3,74	Buy	6,75	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits

SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

### Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

#### Equity Total Return (ETR) for different risk categories

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

### Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of specialist financial instruments issued by NVP SpA