

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

**NVP**

Euronext Growth Milan | Broadcasting | Italy

Production 20/10/2023, h. 18:30

Published 23/10/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 7,85**

prev. € 7,50

Risk



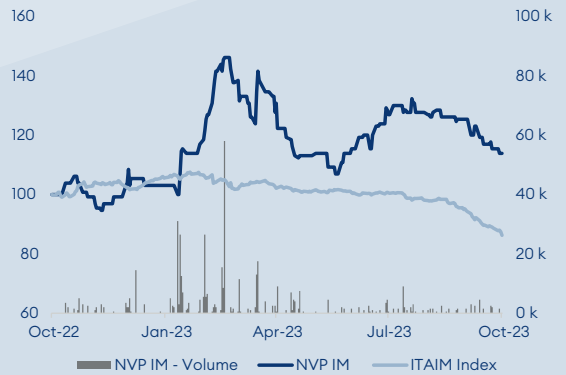
Medium

Upside potential

**165,2%**

Key Financials (€m)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	17,4	24,5	30,0	33,0
VoP	20,0	26,5	32,0	35,0
EBITDA	5,6	8,0	10,2	11,6
EBIT	1,2	3,3	5,3	6,5
Net Profit	0,2	1,5	3,0	4,0
EPS (€)	0,03	0,19	0,39	0,52
EBITDA Margin	32,2%	32,7%	33,8%	35,0%
EBIT Margin	7,0%	13,3%	17,7%	19,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



**Stock Data**

Price	€ 2,96
Target price	€ 7,85
Upside/(Downside) potential	165,2%
Ticker	NVP IM
Market Cap (€/mln)	€ 22,49
EV (€/mln)	€ 31,35
Free Float	40,63%
Share Outstanding	7.597.107
52-week high	€ 3,84
52-week low	€ 2,46
Average daily volumes (3 months)	805

**Mattia Petracca** | mattia.petracca@integraesim.it

**Giuseppe Riviello** | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-9,2%	-10,3%	-12,9%	13,8%
to FTSE Italia Growth	0,2%	4,0%	2,6%	27,6%
to Euronext STAR Milan	-1,3%	3,1%	4,6%	20,9%
to FTSE All-Share	-2,8%	-4,8%	-10,7%	-9,7%
to EUROSTOXX	-3,3%	-2,3%	-4,7%	-1,4%
to MSCI World Index	81,2%	80,4%	77,1%	102,2%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,6x	3,9x	3,1x	2,7x
EV/EBIT	25,6x	9,6x	5,9x	4,9x
P/E	98,6x	15,5x	7,6x	5,7x

## 1H23A Results

Nella relazione semestrale di giugno 2023, NVP comunica ricavi per un valore pari a € 12,74 mln, in netta crescita rispetto al risultato del 1H22A di € 8,18 mln (+55,7%). L'EBITDA, di conseguenza, è in crescita pari a € 3,71 mln, in aumento del 21,4% rispetto ai € 3,06 mln del 1H22A, con un EBITDA *Margin* pari al 29,2%. L'EBIT si attesta a € 1,69 mln, +229,4% rispetto ai € 0,51 mln del 1H22A. Positivo anche il Net Income, che si attesta a € 0,39 mln.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nel bilancio intermedio per il 1H23A, aggiustiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,50 mln con un EBITDA pari a € 8,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 32,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 35,00 nel FY25E, con EBITDA pari a € 11,55 mln (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 35,0%), 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 € 73,1 mln. L'*equity value* di NVP utilizzando i *market multiples* risulta essere pari a € 46,2 mln (includendo un discount pari al 25,0%). **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 59,6 mln. Il target price è di € 7,85, rating BUY e rischio MEDIUM.**

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	12,95	17,41	24,50	30,00	33,00
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>26,50</b>	<b>32,00</b>	<b>35,00</b>
COGS	0,34	0,35	0,40	0,50	0,60
Services	3,92	6,12	8,15	9,75	10,60
Use of Assets Owned by Others	2,48	2,17	2,30	3,00	3,00
Employees	4,45	5,70	7,60	8,55	9,20
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>8,00</b>	<b>10,15</b>	<b>11,55</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>37,6%</i>	<i>32,2%</i>	<i>32,7%</i>	<i>33,8%</i>	<i>35,0%</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>3,25</b>	<b>5,30</b>	<b>6,45</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>19,5%</i>
Financial Management	(0,68)	(0,79)	(1,20)	(1,10)	(0,80)
EBT	0,36	0,43	2,05	4,20	5,65
<b>Taxes</b>	<b>0,01</b>	<b>0,20</b>	<b>0,60</b>	<b>1,25</b>	<b>1,70</b>
<b>Net Income</b>	<b>0,34</b>	<b>0,23</b>	<b>1,45</b>	<b>2,95</b>	<b>3,95</b>

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>22,79</b>	<b>27,32</b>	<b>32,60</b>	<b>31,20</b>	<b>29,60</b>
Account receivable	4,77	5,04	5,60	6,80	7,80
Account payable	4,20	7,01	9,50	10,50	11,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>0,57</b>	<b>(1,98)</b>	<b>(3,90)</b>	<b>(3,70)</b>	<b>(3,20)</b>
Other Receivable	6,59	4,55	5,20	6,30	7,30
Other Payable	8,53	7,54	9,50	10,60	12,30
<b>Net Working Capital</b>	<b>(1,37)</b>	<b>(4,96)</b>	<b>(8,20)</b>	<b>(8,00)</b>	<b>(8,20)</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>22,75</b>	<b>21,40</b>	<b>19,50</b>
Share Capital	0,81	0,81	0,80	0,80	0,80
Reserves and Retained Profits	10,41	11,13	11,36	12,81	15,76
Net Profit	0,34	0,23	1,45	2,95	3,95
<b>Equity</b>	<b>11,56</b>	<b>12,17</b>	<b>13,61</b>	<b>16,56</b>	<b>20,51</b>
Cash and Cash Equivalent	1,94	2,42	3,86	7,16	12,01
Financial Debt	10,63	11,29	13,00	12,00	11,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,69</b>	<b>8,87</b>	<b>9,14</b>	<b>4,84</b>	<b>(1,01)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>20,25</b>	<b>21,03</b>	<b>22,75</b>	<b>21,40</b>	<b>19,50</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,23	3,25	5,30	6,45
Taxes	0,20	0,60	1,25	1,70
<b>NOPAT</b>	<b>1,02</b>	<b>2,65</b>	<b>4,05</b>	<b>4,75</b>
D&A	4,38	4,75	4,85	5,10
Change in receivable	(0,27)	(0,56)	(1,20)	(1,00)
Change in payable	2,82	2,49	1,00	0,50
Other Changes	1,05	1,31	0,00	0,70
Change in NWC	3,60	3,24	(0,20)	0,20
Change in Provision	0,15	0,33	0,15	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>9,16</b>	<b>10,96</b>	<b>8,85</b>	<b>10,15</b>
Investments	(8,9)	(10,0)	(3,5)	(3,5)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0,24</b>	<b>0,93</b>	<b>5,40</b>	<b>6,65</b>
Financial Management	(0,79)	(1,20)	(1,10)	(0,80)
Change in Payable to Banks	0,66	1,71	(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>1,44</b>	<b>3,30</b>	<b>4,85</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. Fondato 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.

## 1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	13,65	3,71	29,2%	1,69	0,39	9,55
1H22A	9,54	3,06	37,4%	0,51	(0,08)	8,87
Change	43,0%	21,4%	-8,2%	229,4%	-614,5%	N.A

Source: Integrae SIM

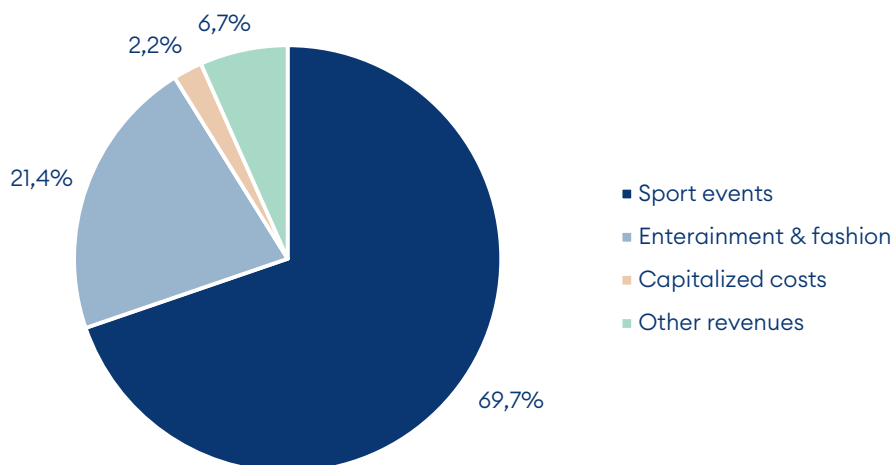
\*NFP as of 31/12/2022

Tramite comunicato stampa del 2 ottobre 2023, Massimo Pintabona, Amministratore Delegato di NVP, commentando i risultati del primo semestre 2023, dichiara: *“Nel primo semestre 2023 abbiamo posto le basi per confermare le attese di una positiva performance per l’esercizio in corso: i ricavi sono cresciuti a doppia cifra e la marginalità si è mantenuta su un ottimo livello, mentre la situazione finanziaria permane caratterizzata da estrema solidità. L’incremento delle attività economiche nonché la prosecuzione del percorso nella politica di crescita ed espansione del Gruppo, unitamente ad un’attenta gestione delle risorse, hanno determinato importanti benefici sia in termini di rafforzamento della leadership nel contesto del settore del broadcasting nonché in termini di rafforzamento del patrimonio aziendale.”*

Il valore della produzione si attesta a € 13,65 mln, segnando un incremento del 43,0% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 9,54 mln, evidenziando la stabile crescita del Gruppo o sui mercati e settori di riferimento. A partire dall’esercizio in corso, il bilancio consolidato include la controllata E.G. Audiovisivi Srl, che ha contribuito con un fatturato pari a € 0,55 mln.

Le manifestazioni sportive restano l’attività trainante, con € 9,50 mln generati (5,50 mln nel 1H22A) corrispondenti al 69,7% del valore della produzione; in crescita anche il fatturato delle attività di Entertainment & Moda che passa da € 2,60 mln a € 2,90 nell’1H23A, e contribuisce al 21,4% del valore della produzione. In linea con l’esercizio precedente, prosegue l’attività di investimento in ricerca, sviluppo ed innovazione che ha generato costi capitalizzati per € 0,30 mln (0,35 mln nel 1H22A), pari al 2,2% del valore della produzione. Infine, gli altri ricavi si attestano a € 0,91 mln (1,02 mln nel 1H22A), corrispondente al 6,7% del valore della produzione totale.

CHART 1 – VOP BREAKDOW BY ACTIVITY



Source: NVP

L'EBITDA si attesta a € 3,71 mln, in aumento del 21,4% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 3,06 mln, con EBITDA *Margin* pari al 29,2%, in leggera diminuzione rispetto al dato del 1H22A, pari al 37,4%. Infatti, nonostante il Gruppo abbia adottato una attenta politica di gestione delle risorse, si sono notati incrementi di costi imprevisi che hanno avuto impatto negativo sul margine: tra questi, in particolare, la presenza di produzioni di alta qualità, anche fuori dal territorio nazionale, determina un aumento dei costi di produzione variabili esterni sia per la ricerca di personale altamente qualificato sia per la gestione della trasferta. Tuttavia, non dovrebbe essere un motivo di preoccupazione per la futura redditività, visto che l'attenzione da parte del *Management* verso l'ottimizzazione del costo del personale non ha modificato l'impatto del costo del lavoro in termini percentuali, al contrario delle spese per servizi, che hanno avuto un'incidenza lievemente maggiore.

Dopo D&A pari a € 2,02 mln, inferiori rispetto al dato del 1H22A pari a € 2,55 mln per effetto della rivisitazione della vita utile di principali *assets* aziendali dell'esercizio precedente, l'EBIT si attesta a € 1,69 mln, segnando una notevole crescita del 229,4% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 0,51 mln. Il Net Income si attesta a € 0,39 mln, tornando positivo dopo la perdita per € 0,08 mln del 1H22A.

La NFP risulta pari a € 9,55 mln, in leggero peggioramento rispetto al dato di fine esercizio 2022, pari a € 8,87 mln. Il cambiamento è dovuto al maggior ricorso a strumenti di anticipazione e factoring e all'erogazione di nuovi debiti finanziari a medio e lungo termine, che hanno in parte aumentato le disponibilità liquide del Gruppo ed in parte sono stati assorbiti dalla gestione operativa.

Nel corso del semestre, la Società ha proseguito con successo il suo sviluppo siglando importanti accordi per la trasmissione di manifestazioni sia sportive che di intrattenimento: citiamo tra questi l'accordo con SKY per la trasmissione dell'intero campionato di Serie B per le stagioni 2022/23 e 2023/24, il cui effetto sul fatturato si prevede attorno ai € 4,00 mln per stagione. Inoltre, il Gruppo è stato scelto da SKY come unico fornitore dei servizi tecnici di ripresa televisiva in formato HD/UHD di tutte le partite del campionato di Serie B e dei relativi Playoff/Playout.

Anche dopo il 30 giugno si sono portate a termine operazioni di rilievo, tra cui citiamo:

- Sottoscrizione di un contratto con OBS (*Olympic Broadcasting Services*) per la realizzazione dei Giochi Olimpici che si svolgeranno a Parigi nel 2024;
- Mandato per la produzione delle partite del campionato di Lega Pro Serie C per le stagioni 2023/24, 2024/25 e 2025/26 con l'utilizzo dell'innovativa tecnologia di Remote Production;
- Ottenimento del finanziamento *KPI ESG Linked* a medio-lungo termine dell'importo complessivo di € 1,00 mln da Crédit Agricole, volto a sostenere gli investimenti per la produzione di immagini relative ad eventi internazionali di WTA Media e Dazn Group Limited UK;
- Completamento del *closing* dell'operazione di acquisizione del ramo d'azienda di proprietà di Euroscena Srl.

NVP intende incrementare, per gli esercizi futuri, gli attuali campi di calcio della Serie A, mantenendo ferma la presenza nei campi delle squadre italiane coinvolte nelle manifestazioni europee, oltre a consolidare la presenza nel campionato nazionale di Serie B e nei campionati minori sempre in ambito professionistico. In aggiunta, si punta anche ad aumentare la presenza nei campionati nazionali di Basket e Volley e proseguire con l'esperienza nei circuiti nazionali di motociclismo, in modo da potersi presentare quale adeguato *competitor* per le competizioni internazionali. Inoltre, il Gruppo consolida la propria presenza nel settore dell'*Entertainment* e dei programmi da studio, attraverso delle *partnership* con importanti realtà del settore che consentono al Gruppo di continuare ad essere presente quale fornitore di servizi di produzione per prestigiosi programmi da studio.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>			
New	26,5	32,0	35,0
Old	24,5	28,5	33,0
Change	8,2%	12,3%	6,1%
<b>EBITDA</b>			
New	8,0	10,2	11,6
Old	7,8	9,4	11,2
Change	3,2%	8,6%	3,6%
<b>EBITDA %</b>			
New	32,7%	33,8%	35,0%
Old	34,4%	35,3%	36,0%
Change	-1,8%	-1,4%	-1,0%
<b>EBIT</b>			
New	3,3	5,3	6,5
Old	3,0	4,5	6,1
Change	8,3%	17,8%	6,6%
<b>Net Income</b>			
New	1,5	3,0	4,0
Old	1,6	2,6	3,5
Change	-6,5%	13,5%	12,9%
<b>NFP</b>			
New	9,1	4,8	(1,0)
Old	7,9	3,1	(3,3)
Change	n/a	n/a	n/a

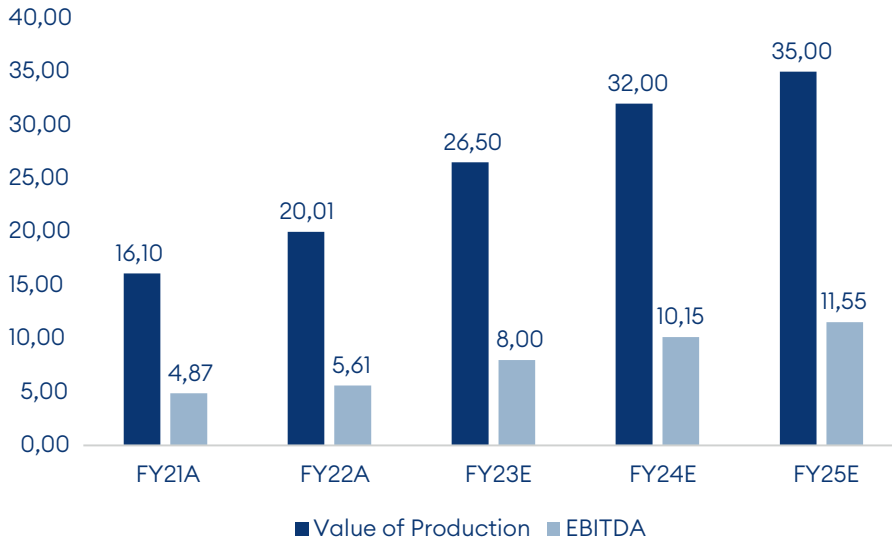
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nel bilancio intermedio per il 1H23A, aggiustiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,50 mln con un EBITDA pari a € 8,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 32,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 35,00 nel FY25E, con EBITDA pari a € 11,55 mln (corrispondente ad un EBITDA Margin del 35,0%), in crescita rispetto al valore di € 5,61 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 32,2%).

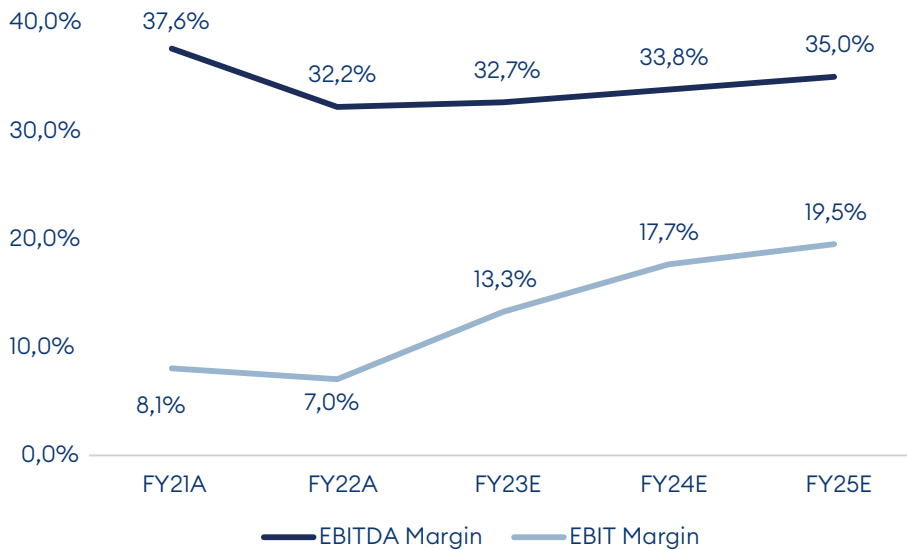


CHART 2 - VOP AND EBITDA FY21A-25E (€/MLN)



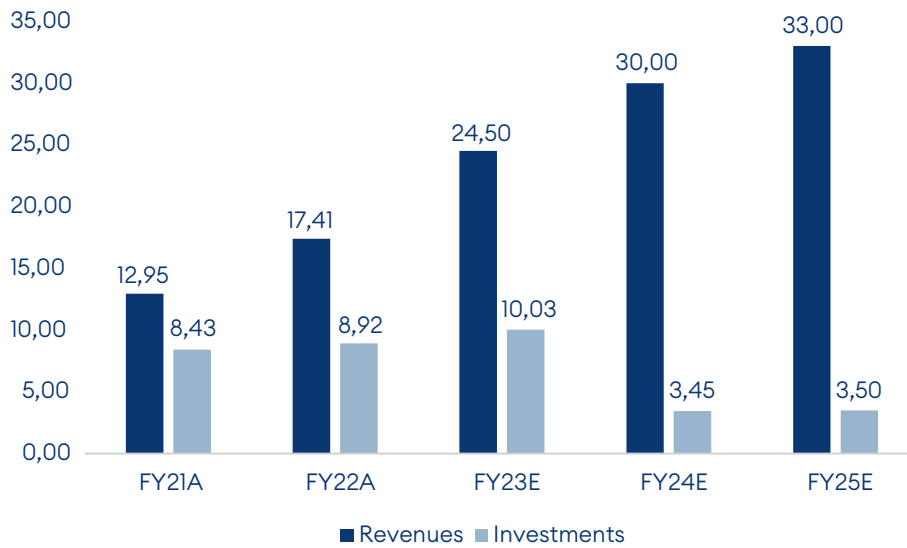
Source: Integrae SIM

CHART 3 - MARGIN FY21A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - CAPEX FY21A-25E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 5 - 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				8,77%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,64%	$\beta$ Adjusted 0,89	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 4,00%	Market Premium 8,33%	$\beta$ Relevered 1,42	$K_e$ 13,58%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,77%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	12,1	15,0%
TV actualized DCF	69,8	85,0%
<b>Enterprise Value</b>	<b>81,9</b>	<b>100%</b>
NFP	8,9	
<b>Equity Value</b>	<b>73,1</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 73,1 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
	3,0%	125,8	111,8	100,5	91,2	83,4	76,7	71,0
	2,5%	112,9	101,5	92,1	84,2	77,5	71,7	66,6
	2,0%	102,5	93,0	85,0	78,2	72,4	67,3	62,8
	1,5%	93,9	85,8	79,0	73,1	67,9	63,4	59,4
	1,0%	86,7	79,7	73,8	68,6	64,0	60,0	56,4
	0,5%	80,5	74,5	69,2	64,6	60,5	56,9	53,7
	0,0%	75,2	69,9	65,2	61,1	57,4	54,2	51,2

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	7,1x	8,0x	9,1x	8,4x	9,9x
Avid Technology Inc.	13,5x	11,6x	10,5x	15,0x	12,8x	11,3x
Evertz Technologies Limited	8,2x	7,6x	n/a	9,7x	8,6x	n/a
<b>Median</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,6x</b>	<b>9,3x</b>	<b>9,7x</b>	<b>8,6x</b>	<b>10,6x</b>

Source: Infiniticals

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	65,8	77,4	106,8
EV/EBIT	31,5	45,7	68,5
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	56,7	72,6	107,8
EV/EBIT	22,3	40,9	69,5
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	42,5	54,4	80,9
EV/EBIT	16,7	30,7	52,1
<b>Average</b>	<b>29,6</b>	<b>42,6</b>	<b>66,5</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di NVP, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 61,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 46,2 mln.**

## Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	59,6
Equity Value DCF (€/mln)	73,1
Equity Value multiples (€/mln)	46,2
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,85</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 59,60 mln. **Il target price è quindi di € 7,85 (prev. € 7,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,2x	8,6x	6,7x	5,9x
EV/EBIT	55,9x	21,1x	12,9x	10,6x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,6x	3,9x	3,1x	2,7x
EV/EBIT	25,6x	9,6x	5,9x	4,9x

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
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
11/04/2023	3,60	Buy	7,50	Medium	Update
21/07/2023	3,30	Buy	7,50	Medium	Breaking News
24/07/2023	3,30	Buy	7,50	Medium	Breaking News
19/09/2023	3,26	Buy	7,50	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 a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the

purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræ SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræ SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE 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, Integræ 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, Integræ 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 >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 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) Integræ 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 Integræ 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.