

NVP	Italy	FTSE AIM Italia	Broadcasting
Rating: BUY	Target Price: € 4,20	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	8,26%	-30,64%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	6,48%	-14,34%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	-6,92%	-15,82%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	4,45%	-5,13%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	3,26%	-8,54%	N/A	N/A
to MSCI World Index	-1,93%	-16,09%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 2,49
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	68,9%
Bloomberg Code	NVP IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 17,90
EV (€m)	€ 16,21
Free Float	36,72%
Share Outstanding	7.190.000
52-week high	€ 3,93
52-week low	€ 1,48
Average daily volumes (3m)	11.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,3	10,0	13,5	15,0
VoP	7,8	10,9	14,5	16,0
EBITDA	2,7	4,0	5,8	6,4
EBIT	0,8	1,3	3,3	4,1
Net Profit	0,2	0,7	2,3	3,0
EPS (€)	0,03	0,09	0,31	0,41
EBITDA margin	34,6%	36,7%	40,0%	40,0%
EBIT margin	10,0%	11,9%	22,8%	25,6%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	6,0	4,1	2,8	2,5
EV/EBIT (x)	20,8	12,5	4,9	4,0
P/E (x)	75,4	26,3	8,0	6,1

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

NVP è una società italiana attiva 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.

Market

Il mercato delle regie mobili risulta essere estremamente frammentato sia in Italia sia in Europa. In Italia, il fatturato complessivo si attesta intorno ai € 315 mln, circa il 6% dei € 5.200 mln del mercato europeo.

Il primo settore in termini di fatturato è quello televisivo, infatti i programmi in studio generano circa il 30% dei ricavi e il segmento comprendente fiction, reality e documentari genera un ulteriore 27% del totale. Al mondo sportivo è riconducibile il 17% del totale: 7% imputabile al calcio e il restante 10% agli altri sport. Infine, il mondo degli eventi musicali genera il 6% dei ricavi totali.

Valuation

Le nostre stime tengono conto che le commesse in essere per NVP, ad eccezione delle Olimpiadi di Tokio (ufficialmente rinviate al 2021), possano essere terminate entro il 2020.

Il DCF method restituisce un equity value pari a €32,8 mln. L'equity value di NVP utilizzando i market multiples risulta essere pari €27,7 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €30,2 mln. Il target price è quindi di €4,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionisti	5
1.4	Key People.....	5
2.	Il Business Model	7
2.1	Value Proposition.....	7
2.2	Business process	7
2.3	Portafoglio Servizi	11
2.4	Clienti e Fornitori	14
3.	Il mercato	16
3.1	Regie Mobili	16
3.2	Clientela	17
3.3	4K.....	17
4.1	Posizionamento Competitivo	18
4.2	Swot Analysis.....	19
5.	Economics & Financials	20
6.	Valuation	28
6.1	DCF	28
6.2	Market Multiples.....	30
6.3	Equity Value	33

1. Company Overview

1.1 L'attività

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.

Il settore in cui opera è caratterizzato da una clientela, rappresentata principalmente da emittenti televisive, piattaforme online di fruizione dei contenuti, case di produzione, società sportive, federazioni sportive, italiane ed internazionali.

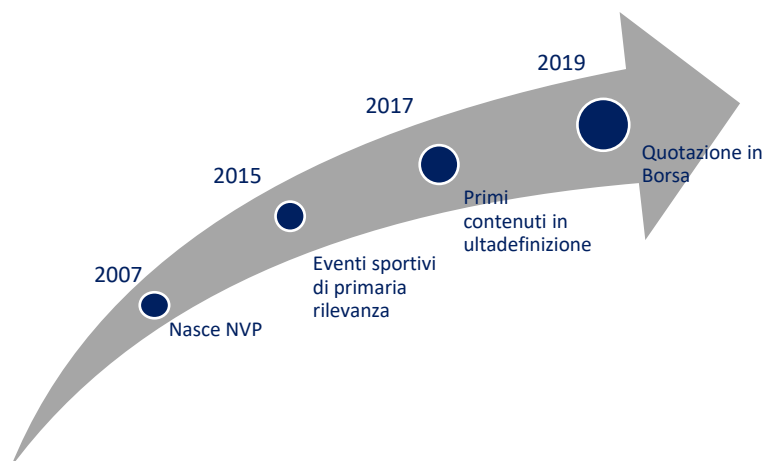
Chart 1 – Services



Source: NVP

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Equity Story



Source: NVP

- La Società viene costituita, da Natalino Pintabona e Massimo Pintabona, nel maggio del 2007 con la denominazione di “NVP S.p.A.”.
- Il 2015 è stato un anno particolarmente importante per i lavori svolti in ambito sportivo. Durante l’anno società ha lavorato su eventi di primaria importanza nel mondo sportivo come: il campionato mondiale di Superbike per Mediaset, la finale di Champions League ed eventi di Europa League.
- Nel 2017, è stata la prima azienda in Italia (e tra le prime in Europa) ad avere un mezzo in grado di realizzare contenuti in Ultra Definizione e con il supporto HDR wide Color Gamut (Ob-Van-4) e ha potuto utilizzare queste tecnologie per eventi particolarmente rilevanti nel mondo del calcio italiano ed europeo come Juventus-Milan e partite di Real Madrid e Barcellona. Inoltre, nel 2017, NVP ha operato come Host Broadcaster per altri eventi sportivi quali lo Short Track Speed Skating Championships a Torino e gli Internazionali di Tennis di Roma.
- Nel dicembre 2019, è stata lanciata l’IPO sul segmento AIM Italia: il collocamento delle azioni NVP ha riguardato 2.690.000 azioni ordinarie di nuova emissione rivenienti dall’aumento di capitale riservato al mercato, a un prezzo unitario fissato in 3,8 euro. Il collocamento si è chiuso con una raccolta di circa 10 milioni di euro a fronte di una domanda pari a circa due volte il quantitativo offerto. Il capitale della società post collocamento era composto da 7.690.000 azioni, di cui 7.190.000 azioni ordinarie e 500.000 *Price Adjustment Shares* non quotate.

A seguito dell’operazione di IPO Massimo Pintabona, commentando le linee di crescita interne ed esterne attese, aveva dichiarato: *“Lavoreremo sul fronte delle tecnologie e dello sviluppo software. Allo stesso tempo, però, siamo impegnati a guardarci intorno per possibili acquisizioni. Sul mercato italiano, in particolare, siamo interessati a società con fatturato tra i 3 e i 7 milioni di euro e con un buon know-how. Ci interessa acquisire personale specializzato, è qui il vero valore aggiunto delle attività. Sul mercato estero, invece, valutiamo anche la possibilità di acquisire piattaforme, per favorire l’ingresso su mercati europei che, al momento, sono già tra i nostri clienti ma nei quali non abbiamo strutture produttive.”*

1.3 Azionisti

NVP SpA è detenuta per un totale pari a 62,58%, egualmente diviso, da Natalino Pintabona, Massimo Pintabona e Ivan Pintabona, i quali possiedono il 20,86% ciascuno. Una quota residuale pari allo 0,7% del totale è controllata da altri azionisti, mentre il flottante è il restante 36,72%.

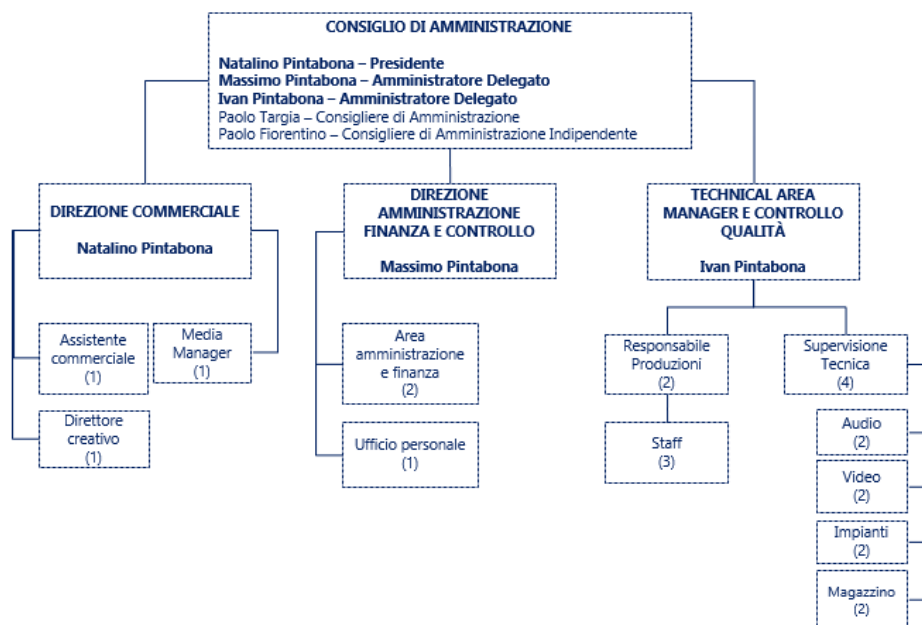
Table 1 – Shareholders

Shareholders	Share
Natalino Pintabona	20,86%
Massimo Pintabona	20,86%
Ivan Pintabona	20,86%
Altri azionisti	0,70%
Flottante	36,72%

Source: NVP

1.4 Key People

Chart 3 – Organizational Structure



Source: NVP

Natalino Pintabona – Presidente e Direttore Generale con delega all'attività commerciale

Diplomato in elettronica presso l'istituto tecnico IPSIA nel 1990. Dal 1990 al 1993 ha ricoperto il ruolo di fondatore e direttore generale dell'emittente televisiva Tele Nebrodi. Dal 1994 al 2015 è stato titolare di New Video Production, azienda di produzione televisive. Riveste il ruolo di *general manager* e responsabile commerciale di NVP.

Massimo Pintabona – Amministratore Delegato e CFO

Dopo la maturità scientifica, ha seguito il percorso di studi in Economia ed Amministrazione per le imprese presso l'università di Messina. Dal 2007 ha ricoperto la qualifica di amministratore presso la Società, occupandosi principalmente di pianificazione strategica, definizione degli obiettivi da raggiungere a medio/lungo termine, stesura del budget, controllo gestionale, scelte sui progetti in atto, emanazione delle direttive, interazione costante con i diversi stakeholders, decisioni sugli investimenti correnti, impiego efficiente delle risorse produttive, nonché di gestione e organizzazione della struttura, degli acquisti e dei progetti e coordinamento dell'area amministrazione e finanza.

Ivan Pintabona – Amministratore e CTO

Dal 2000 al 2001, è stato tecnico video-audio presso New Video Production; dal 2001 al 2007 ha ricoperto il ruolo di responsabile tecnico *project management* presso New Video Production e si è occupato di gestione acquisti, gestione del personale e responsabilità di eventi e produzioni. Dal 2007 ad oggi ha ricoperto il ruolo di responsabile Area Tecnica R&S e controllo qualità presso l'Emittente (CTO), occupandosi, in particolare della gestione e dell'organizzazione della struttura, della gestione acquisti e progetti, nonché del coordinamento dell'area tecnica, dell'area ricerca e sviluppo e dell'area produttiva.

Paolo Targia – Membro del CDA

Ha ottenuto il diploma di scuola superiore presso ITCG Duca degli Abruzzi. Dal 2009 al 2010 è stato collaboratore di Agenzia Frimm Monet immobiliare e creditizio a Palermo. Dal 2010 al 2016 ha ricoperto il ruolo di responsabile sviluppo commerciale di area presso la società finanziaria Fideo Confcommercio Sud Soc. coop. Dal 2018 è collaboratore di società di mediazione Creditizia Umci S.r.l.

Paolo Fiorentino – Membro Indipendente del CDA

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università di Napoli nel 1981. Nel 1981 ha iniziato la sua carriera professionale presso Credito Italiano, dove ha maturato una consolidata esperienza nel settore bancario. Nel 2007 è nominato *Deputy Chief Executive Officer* del gruppo UniCredit, nell'ambito del quale, in precedenza, ha assunto, fra le altre, la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Bulbank A.D. e di Zagrebacka Banka D.D., maturando esperienze di carattere internazionale. Ha ricoperto anche la carica di Amministratore Delegato di Capitalia fino alla fusione di quest'ultima nel gruppo UniCredit e successivamente la carica di Amministratore Delegato di UniCredit Banca di Roma, carica ricoperta fino al 2009. Ha ricoperto altresì la carica di Amministratore Delegato di Banca Carige. Dal dicembre 2018 è amministratore delegato di Banca Progetto.

2. Il Business Model

NVP possiede know-how per gestire internamente tutte le principali fasi della catena del valore, dalle attività di ricerca e sviluppo fino all'assistenza della propria clientela, garantendo in tal modo un'offerta innovativa, dal punto di vista tecnologico. Grazie alla flessibilità operativa e produttiva, il modello di business si sviluppa su una struttura integrata, caratterizzata dalla sinergia delle diverse aree aziendali interne, dotate di competenze e funzioni specifiche.

2.1 Value Proposition

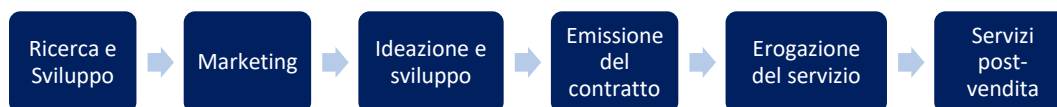
La creazione di ricavi della società avviene tramite:

- Caratteristiche specifiche di NVP: tecnologia all'avanguardia, approccio pro-attivo nella soddisfazione delle esigenze del cliente (customer made), elevati standard di qualità del servizio offerto e di affidabilità nelle prestazioni rese ed efficienza operativa e gestionale
- Fidelizzazione del cliente: elevata ricorrenza delle commesse (circa il 100%), innovazione di prodotti e servizi condivisa con i clienti
- Nuovi progetti: partecipazione a progetti sempre più complessi e articolati (es. Olimpiadi di Tokio, un OB Van per 42 telecamere 4K HDR), incremento delle credenziali attraverso la diversificazione settoriale (calcio, sci, motori, ecc..).

2.2 Business process

La *value chain* si dirama in 6 fasi principali: attività di ricerca e sviluppo, marketing, ideazione e sviluppo del servizio, emissione del contratto, erogazione del servizio e servizi post-vendita (interni ed esterni).

Chart 4 – Business Process



Source: NVP, elaborazione Integrae SIM

2.2.1 Attività di ricerca e sviluppo

Il modello di business si basa innanzitutto nella fase di ricerca e sviluppo, che riguarda l'intera catena, dalla progettazione del contenuto video alla produzione e realizzazione dello stesso. Al fine di soddisfare le esigenze della clientela e anticipare le tendenze del mercato, NVP ha svolto internamente l'attività di ricerca e sviluppo presidiata dalla Divisione R&D, che si occupa di soluzioni tecnologiche innovative e di una nuova piattaforma di sharing di contenuti digitali. La Società dedica costantemente risorse e attenzione all'attività di ricerca e sviluppo: improntata alla individuazione alla ricerca e progettazione di nuove e innovative soluzioni e all'implementazione tecnologica dei prodotti e dei servizi.

2.2.2 Marketing

NVP definisce internamente le proprie strategie di marketing allo scopo di prevedere future tendenze di mercato e individuare i clienti target di mercati con potenziale di crescita. Lo svolgimento della funzione di marketing è affidato all'area commerciale che sviluppa costantemente attività di relazione con nuovi clienti, identificabili in operatori televisivi nazionali ed internazionali, nonché attività di fidelizzazione con i clienti già acquisiti. L'attività di relazione svolta dall'area commerciale porta alla partecipazione a gare di appalto, solitamente circoscritte e limitate ad un numero ristretto di operatori.

2.2.3 Ideazione e sviluppo del servizio

NVP effettua un'analisi preliminare del Capitolato di commessa (è un documento tecnico, in genere allegato ad un contratto di appalto, a cui si fa riferimento per definire in quella sede le specifiche tecniche delle opere che andranno ad eseguirsi). Sulla base del Capitolato ricevuto, l'area tecnica sviluppa il progetto, inserendo elementi di innovazione. Qualora richiesto dalle specifiche del progetto, l'area tecnica può avvalersi della collaborazione dell'area creativa. In particolare, vengono definite le risorse (personale, tecnologia, infrastrutture) da destinare alla fornitura del servizio descritto nel Capitolato di commessa e predisposto il budget di commessa.

2.2.4 Emissione del contratto

Terminata la fase di ideazione e sviluppo, viene definito il progetto da condividere e da sottoporre all'approvazione del cliente, nelle sue componenti caratteristiche: offerta economica e offerta tecnica. A seguito dell'approvazione del progetto da parte del cliente, viene formalizzato l'incarico con la conseguente assegnazione della commessa e la sottoscrizione del contratto definitivo. All'interno di un ciclo di una commessa tipo, con durata variabile a seconda della tipologia di evento, vengono coinvolte tutte le diverse aree aziendali.

2.2.5 Erogazione del servizio

Completata la fase di assegnazione della commessa, l'ufficio commerciale provvede ad inserire nel gestionale la commessa acquisita, con tutti gli elementi caratteristici, e procede al coinvolgimento delle diverse aree aziendali: area amministrazione, area produzione e area tecnica.

Chart 5 – Service Delivery



Source: NVP, elaborazione Integrae SIM

- L'area amministrazione si occupa prevalentemente di tutti gli adempimenti conseguenti all'assegnazione della commessa. In particolare: verifica i contratti, aggiorna la programmazione finanziaria, programma l'acquisto di attrezzature o la realizzazione di nuove unità produttive e invia le fatture in accordo alle tempistiche contrattualmente stabilite;
- l'area produzione riceve i capitolati di commessa ed il budget programmato, cioè il budget definito dall'ufficio commerciale in fase di gara con eventuali modifiche successive. Inoltre: assegna un numero di protocollo della singola commessa, predispose la lista del personale confrontandosi con il responsabile di produzione e il responsabile tecnico prenota aerei, alberghi, auto, noleggio, permessi e accrediti, trasmette all'amministrazione la lista definitiva del personale con i compensi previsti e le diarie da corrispondere, trasmette la lista del personale al cliente per gli accrediti, si dedica al monitoraggio continuativo delle spese, raccoglie tutta la documentazione inerente alle spese e inserisce nel gestionale i dati definitivi a consuntivo, chiudendo la commessa;
- l'area tecnica svolge una serie di mansioni molto eterogenee. In particolare, ricevuta la comunicazione di una nuova commessa, il responsabile dell'area: assegna l'unità produttiva (Ob-Van, regia mobile) che dovrà essere utilizzata nella specifica commessa, incarica un capo tecnico per la produzione e, laddove necessario, un produttore per eseguire un eventuale sopralluogo sul luogo dove si svolgerà la produzione. Il capo tecnico, in relazione ai singoli capitolati, si confronta con la produzione per definire la necessità di personale e fissare la programmazione, ed invia al magazzino le richieste tecniche al fine di verificare la disponibilità delle attrezzature e la necessità di eventuali noleggi. Successivamente si procede alla preparazione delle attrezzature necessarie alla produzione e all'assegnazione delle stesse all'unità produttiva incaricata di svolgere la commessa, con un monitoraggio costante degli spostamenti. L'area tecnica procede altresì all'installazione delle apparecchiature necessarie per lo svolgimento delle commesse e ai test di funzionamento, nonché, successivamente all'evento, alla disinstallazione delle stesse.

2.2.6 Servizi post-vendita (interni ed esterni)

NVP fornisce anche servizi post-vendita (interni ed esterni), con unità dedicate al supporto post-vendita dei clienti e al customer care, al fine di compiere specifiche analisi relativamente alle eventuali criticità sulla produzione. In particolare, a seguito della chiusura della commessa, i diversi uffici sviluppano delle analisi post commessa. Il Responsabile dell'area tecnica riceve i report del capo tecnico, dove segnala eventuali criticità sulla produzione e predispone, altresì, una relazione sul personale. Il responsabile dell'area riceve e risponde ad eventuali osservazioni o segnalazioni dei clienti (in collaborazione con il Responsabile Commerciale). Il Responsabile Amministrazione, congiuntamente al responsabile dell'area produzione, analizza periodicamente i consuntivi ed i costi al fine di verificare miglioramenti e/o corrispettivi e ottimizzare l'efficienza operativa.

2.3 Portafoglio Servizi

Per la realizzazione delle commesse, NVP si avvale di mezzi sempre al passo con le ultime tecnologie esistenti, grazie agli importanti investimenti nel settore ricerca e sviluppo. La Società detiene sei diverse tipologie di regie mobili (cinque OB-Van e un Fly Case) che vengono sfruttate principalmente per la produzione di eventi sportivi ma che possono essere talvolta utilizzate per altre tipologie di evento. Delle sei regie mobili, due sono in grado di produrre eventi in qualità 4k HDR e le altre in grado di produrre eventi in qualità HD.

2.3.1 Ob-Van

La società detiene una flotta di 5 Ob-Van sviluppati con il supporto dell'area ricerca e sviluppo e sta investendo nella costruzione di un nuovo modello al passo con le ultime innovazioni tecnologiche.

- Ob-Van 4

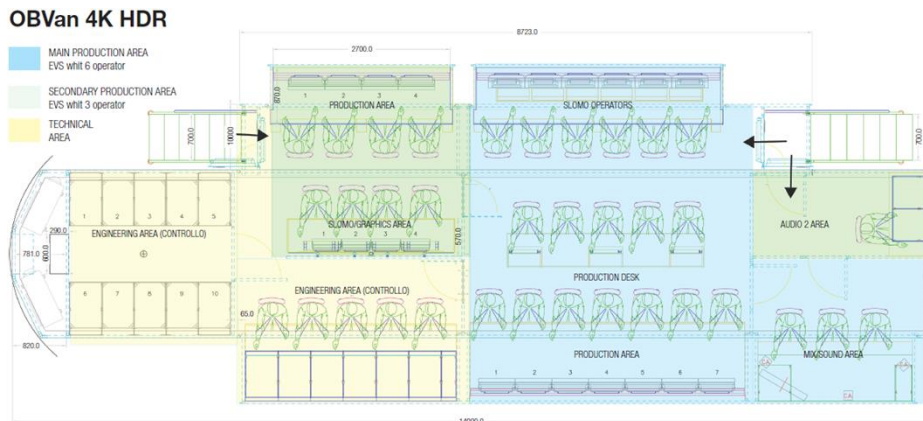


NVP ha creato lo standard per la ripresa, in particolare, degli eventi di Serie A in Italia. Il reparto tecnico ha progettato nel corso del 2016 un mezzo dotato di due regie complete, con accessi indipendenti e caratterizzato da una tripla espansione che, in fase operativa, occupa circa 100 mq, consentendo di gestire in contemporanea due produzioni.

L'Ob-Van 4 è dotato di potenzialità tali da consentire di gestire: 28 camere 4K HDR, 30 canali 4K HDR in registrazione, 12 uscite 4K HDR su server nativi 4K, flussi IP in fibra ottica o tradizionali SDI, realizzazione di contenuti in realtà aumentata ed esperienze di visione immersiva, soluzioni di mixed VR (integrazione di contenuti virtuali e contenuti tradizionali).

L'investimento per OB-Van 4 è stato pari a circa € 6,5 mln.

Chart 6 – OB-Van 4



Source: NVP, elaborazione Integrae SIM

- Ob-Van 6



Nel 2018 NVP ha progettato e realizzato in house l'Ob-Van 6, dotato delle medesime caratteristiche di base dell'Ob-Van 4 e con la possibilità di interscambio online di configurazioni ed interfacciamento totale in caso di produzioni complesse. Il mezzo è caratterizzato da soluzioni innovative anche a livello di layout che consente di gestire la doppia produzione su due regie separate, nonché avere un ingresso separato per la tecnica. Tale particolarità ha consentito a NVP di essere selezionato per le Olimpiadi di Tokyo.

L'investimento per OB-Van 6 è stato pari a circa € 4,5 mln, inferiore ad Ob-Van 4 grazie all'expertise ottenuto con la produzione di quest'ultimo.

- Ob-Van 1



Nel 2007 NVP ha progettato e costruito in house la prima regia mobile con tecnologia "*Standard definition*" caratterizzata dalla presenza di 12 telecamere e tre ambienti operativi di lavoro. NVP è stato prima in Italia ad adottare la soluzione di visione tramite *multiview*, divenuto ad oggi uno standard mondiale di riferimento, abbandonando i tradizionali monitor a tubo CRT. Nel 2008 è stato attuato un complessivo restyling tecnologico e di layout dell'Ob-Van 1 tramite l'adozione di soluzioni moderne ed innovative, concependo il mezzo di medie dimensioni più potente nel mercato italiano. Il mezzo è oggi dotato di tecnologia ad alta definizione (full HD), audio digitale, elevata flessibilità, estremizzazione progettuale del layout operativo ed è certificato all'utilizzo su eventi calcistici di serie A.

L'investimento per OB-Van 1 stato pari a circa € 2,5 mln.

- Ob-Van 2



Nel 2011 NVP ha progettato e realizzato in house il suo secondo mezzo in alta risoluzione, caratterizzato da una regia esterna capace di espandersi e gestire eventi di medie dimensioni. Il mezzo è in grado di coprire i campi di serie B e numerose produzioni minori, riducendo al minimo i costi di gestione ed aumentando i margini operativi rispetto ai competitors.

L'investimento per OB-Van 2 è stato pari a circa € 1,0 mln, inferiore ad Ob-Van 1 grazie all'expertise ottenuto con la produzione di quest'ultimo.

- Ob-Van 3



Nel 2014 NVP ha progettato e realizzato in house la terza regia mobile di medie dimensioni riuscendo a configurare, su un solo mezzo di 35 quintali, una regia in alta risoluzione ad 8 telecamere adottando le più innovative soluzioni tecnologiche disponibili sul mercato, consentendo la piena operatività delle necessarie figure professionali. L'utilizzo di materiali leggeri ed apparecchiature miniaturizzate, nonché soluzioni ed applicazioni digitali innovative hanno consentito di fornire all'area commerciale un'ulteriore arma di competitività riducendo al minimo costi di gestione ed aumentando i margini operativi rispetto ai competitors.

L'investimento per OB-Van 3 è stato pari a circa € 1,0 mln, inferiore ad Ob-Van 1 grazie all'expertise ottenuto con la produzione di quest'ultimo.

2.3.2 Fly Case

- Fly Case 5



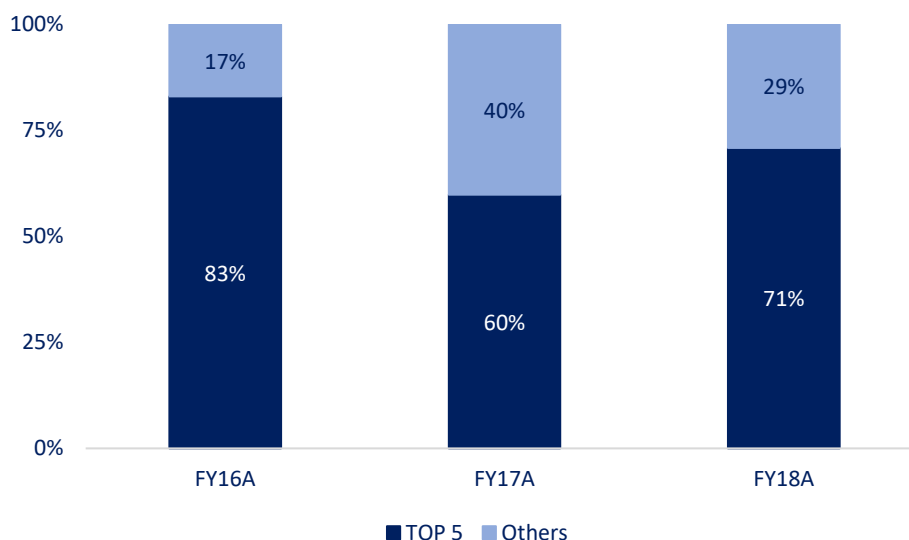
NVP dispone di una regia mobile Fly Case 5, capace di supportare 4 telecamere di ultima generazione full HD. In particolare, ha progettato e realizzato in house tale regia modulare, caratterizzata da un peso ridotto e dunque aviotrasportabile, nonché configurabile in tempi brevissimi a seconda delle esigenze operative specifiche. La regia Fly Case 5 viene utilizzata in diversi Paesi per riprese di eventi sportivi tra cui, inter alia, superbike (Thailandia, Malesia, Qatar, Stati Uniti, Arabia Saudita, Marocco) ed il campionato mondiale di Formula E.

L'investimento per Fly Case 5 è stato pari a circa € 1,0 mln.

2.4 Clienti e Fornitori

NVP ha come principali clienti, società di trasmissione streaming e on demand di eventi sportivi o musicali. Il portafoglio clienti della società annovera i più importanti player del mercato, per questo motivo, storicamente, il numero di clienti non è particolarmente elevato e il fatturato risulta essere concentrato sui primi 5 clienti.

Chart 7 – Top 5 Customers



Source: NVP, elaborazione Integrae SIM

Negli anni passati, i cinque maggiori clienti contavano per circa il 70-80% del fatturato complessivo, la volontà di NVP è quella di abbassare negli anni questa percentuale fino ad arrivare ad un 45% per il 2023, aumentando il numero di società servite grazie alla crescita delle capacità produttive derivante dal piano di investimenti.

Nel segmento delle regie mobili, la clientela può essere divisa in 3 fasce: Top, Medium e Base. I maggiori 5 clienti di NVP si posizionano nella fascia top, questo implica che i clienti sono leader nel mercato di riferimento e che hanno la necessità di fornire ai consumatori il miglior servizio possibile, questo rappresenta un punto di forza per NVP che, da sempre, ha come obiettivo primario la produzione di eventi di massima qualità.

Table 2 – Providers

Provider	2016	2017	2018
Provider 1	469.626	2.873.830	1.695.643
Provider 2	155.520	89.760	883.000
Provider 3	27.877	261.150	443.963
Provider 4	1.135		1.464
Provider 5	27.327	15.372	
Provider 6	115.226		
Total	796.711	3.240.112	3.024.070

Source: NVP, elaborazione Integrae SIM

NVP non ha un numero particolarmente elevato di fornitori, infatti, dal 2016 al 2018, si assiste ad una progressiva riduzione da 6 a 4 con un incremento del costo medio sostenuto per singolo fornitore, anche a seguito della progressiva selezione qualitativa effettuata negli anni. I fornitori più importanti per la Società sono quelli che si occupano di acquistare i prodotti tecnologici necessari allo svolgimento del business dalle diverse case produttrici.

3. Il mercato

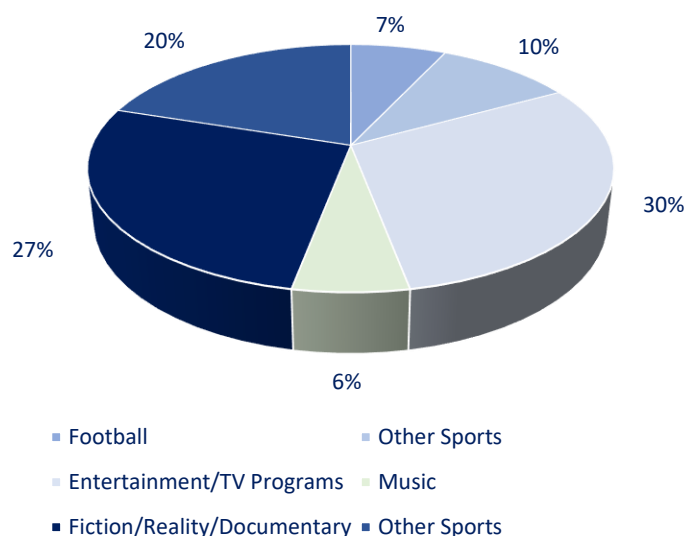
NVP opera nel macrosettore dell'audiovisivo, un mercato in continua espansione caratterizzato da un rapido cambiamento grazie all'innovazione tecnologica che influisce sia dalla fruizione del consumatore finale sia dal lato della produzione. Dal punto di vista del consumatore finale, la crescita è dovuta alla qualità sempre crescente delle connessioni (LTE, 5G, fibra) e al miglioramento tecnologico dei device utilizzati: si stima che nel 2018 siano stati venduti nel mondo oltre 100 milioni di schermi UHD. Dal lato della produzione, si registra la volontà dei grandi operatori del settore audiovisivo (Sky, Amazon, Netflix) di produrre contenuti in UHD per soddisfare la domanda dei consumatori. Per garantire la distribuzione di contenuti gli operatori hanno la necessità di affidarsi a società, come NVP, in grado di produrli.

3.1 Regie Mobili

Il mercato delle regie mobili risulta essere estremamente frammentato sia in Italia sia in Europa. In Italia, lavorano circa 100 operatori: il 20% del totale dei presenti su tutto il mercato europeo. L'alto numero di operatori non è collegato ad un valore del fatturato particolarmente elevato, in Italia infatti, il fatturato complessivo si attesta intorno ai € 315 mln, circa il 6% dei € 5.200 mln del mercato europeo.

Sul mercato europeo, nonostante l'alto grado di frammentazione, nella fascia alta di livello di servizio si registra la presenza di un limitato numero di players, la maggior parte dei quali di dimensioni contenute e con carattere principalmente locale. In questa fascia di mercato, in Italia, si registra la presenza di soli 15 players, che costituiscono ad oggi i reali competitors di NVP. I competitors sono players italiani autonomi o, in alternativa, players italiani oggetto di acquisizione da parte di gruppi europei dimensionalmente più rilevanti, che ricercano una presenza diretta nel nostro Paese.

Chart 8 – Italian Market Breakdown by Segment



Source: NVP e Broadcasting, Analisi del contesto di mercato e posizionamento di NVP, LIUC Business School, Integrae SIM

Il mercato italiano delle regie mobili genera ricavi principalmente in 5 diversi settori: calcio, altri sport, programmi TV, eventi musicali e fiction, reality e documentari. Il primo settore in termini di fatturato è quello televisivo, infatti i programmi in studio generano circa il 30% dei ricavi e il segmento comprendente fiction, reality e documentari genera un ulteriore 27% del totale. Il mondo sportivo totalizza il 17% del totale: 7% imputabile al calcio e il restante 10% agli altri sport. Infine, il mondo degli eventi musicali genera il 6% dei ricavi totali.

3.2 Clientela

Il mercato di riferimento in cui opera la Società si può suddividere in 3 fasce in relazione alla tipologia di clientela e di conseguenza della qualità delle produzioni effettuate: top, medium e base.

Chart 9 – Customers



Source: NVP e Broadcasting, Analisi del contesto di mercato e posizionamento di NVP, LIUC Business School, Integrae SIM

3.3 4K

La tecnologia 4k, secondo le previsioni, dovrebbe portare una rivoluzione del tutto simile al passaggio dal non HD all'HD. Se questo dovesse verificarsi, si stima che la quota di mercato delle produzioni 4k possa raggiungere l'80% del totale entro il 2028. Applicando un CAGR del 5% al mercato delle regie mobili, il fatturato complessivo europeo 2028 dovrebbe superare i € 500 mln, di cui una quota pari all'80% imputabile al 4k.

NVP ha investito molto sul 4k, diventando il primo operatore italiano e fra i primi in Europa a sfruttare questa tecnologia. La Società ha in dotazione due mezzi in grado di produrre contenuti 4k più uno in fase di completamento. Grazie al know-how tecnico acquisito nel settore, anche a livello europeo, NVP può competere con i leader del mercato.

Grazie agli investimenti e al know-how sviluppato, dunque, NVP potrebbe diventare nel 2028, uno dei principali operatori di un mercato con un giro d'affari attorno a € 500 mln.

4.1 Posizionamento Competitivo

Table 3 – Competitors FY2018A

	Sales	VoP	Ebitda	Ebit	Ebitda Margin	Ebit Margin	Net Income
Global	5,98	6,21	1,35	0,47	21,69%	7,50%	0,38
Nep	5,27	5,36	-0,33	-1,32	-6,16%	-24,63%	-1,22
Cinevideo	2,50	2,64	0,41	0,09	15,61%	3,22%	0,49
Median	5,27	5,36	0,41	0,09	15,61%	3,22%	0,38
NVP	4,62	5,06	1,82	0,62	35,99%	12,25%	0,26

Source: Cerved, elaborazione Integrae SIM

Global Production SRL è una società italiana di broadcasting che si occupa di riprese televisive dal vivo o in differita, servizi di produzione remota, post-produzione video e grafica per programmi televisivi, curando ogni aspetto della produzione. Inoltre, si occupa di noleggio di materiale radiotelevisivo grazie ad un ampio inventario di apparecchiature video e audio e di servizi streaming.

Nep Italia è stata costituita a maggio 2019, nel giugno dello stesso anno ha finalizzato l'acquisizione di Telerecord società leader nel mercato italiano per i servizi di trasmissione esterna. La società dispone di mezzi di ripresa esterni e di un ampio inventario di telecamere speciali e attrezzature necessarie alla produzione di eventi televisivi.

CINEVIDEO è stata fondata nel 1983 a San Giovanni Teatino, Chieti ed è sempre stata attiva nel mercato delle trasmissioni radiotelevisive con sei OB Van. La società offre servizi di riprese dal vivo, riprese televisive registrate e servizi di post-produzione. L'ultimo OB-Van prodotto è in grado di ospitare due diverse produzioni simultaneamente.

I competitor diretti sul mercato di riferimento sono principalmente 3. NVP, come descritto nella tabella, è in grado di generare marginalità di molto superiore i competitor, questo è possibile grazie agli importanti investimenti in ricerca e sviluppo che portano ad un miglioramento sul piano tecnologico in grado di rendere NVP l'unica società a poter fornire servizi in grado di soddisfare gli standard più elevati di qualità di produzione. Questo permette alla Società di poter scegliere solo le commesse migliori, basandosi sulla size e sui livelli di marginalità. Oltre a questo, NVP ha sviluppato una struttura molto efficiente in termini di costi ed è in grado di attingere a diverse agevolazioni sia a livello regionale sia a livello nazionale: credito di imposta, *patent box*, contributi per ricerca e sviluppo e altri contributi regionali emessi dalla regione Sicilia.

A livello domestico, NVP è leader indiscusso a livello tecnologico per competenze e *know-how* tecnico posseduto internamente, nonché per numero di mezzi Ob-Van 4k posseduti: due attualmente in dotazione più uno di prossima realizzazione grazie ad un finanziamento agevolato acquisito tramite partecipazione ad un bando. Il totale di mezzi 4k presenti ad oggi in Italia è pari a sei unità, quattro di proprietà di players domestici e due a disposizione di players domestici in quanto facenti parte di un gruppo europeo.

4.2 Swot Analysis

Strengths:

- First *mover* sul mercato;
- Alto livello di specializzazione del personale;
- Importanti investimenti nel segmento R&D;
- Soluzioni tecnologiche di avanguardia;
- OB-Van customizzati;
- Struttura operativa adatta a gestire ogni fase del servizio offerto;
- Fidelizzazione dei clienti;
- Importanti investimenti in tecnologia e mezzi produttivi;
- Barriere all'ingresso del mercato;
- Diversificazione geografica dei clienti.

Weaknesses:

- Concentrazione delle produzioni in periodi della settimana limitati;
- Impossibilità di soddisfare tutte le esigenze dei clienti;
- Fabbisogni finanziari elevati;
- Alta concentrazione del fatturato su pochi clienti;
- Rischio di saturazione dei fattori produttivi.

Opportunities:

- Scarso equilibrio tra domanda e offerta nel segmento 4k;
- Mercato di riferimento in forte crescita;
- Possibilità di sviluppo in altri mercati;
- Incremento della distribuzione di apparecchi in grado di supportare la tecnologia 4k tra i consumatori finali;
- Sviluppo tecnologico.

Threats:

- Numero crescente di competitors;
- Mercato frammentato;
- Aggiornamento tecnologico molto rapido: rischio di obsolescenza;
- Verticalizzazione della clientela con attività diretta di produzione;
- Investimenti per sviluppo tecnologico molto elevati.

5. Economics & Financials

Table 4 – Economics & Financials

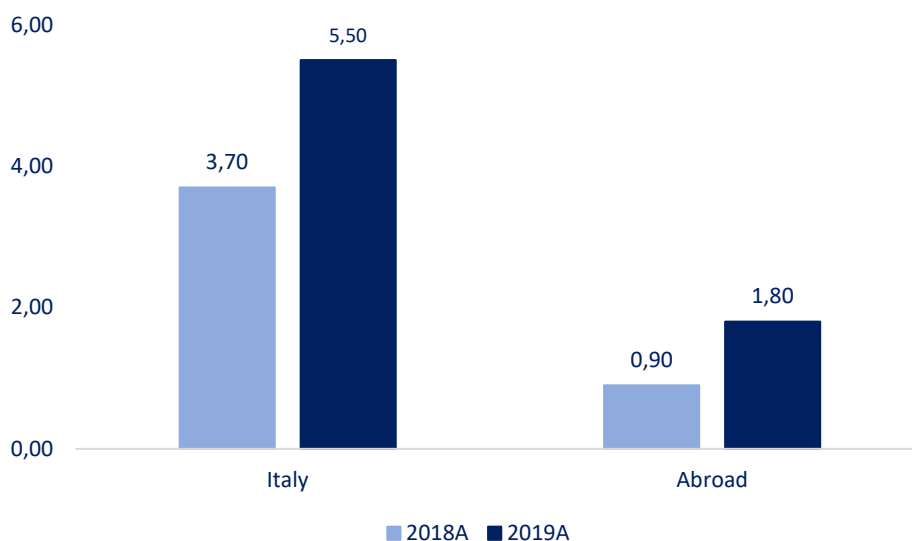
CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	4,62	7,31	10,00	13,50	15,00
Other Revenues	0,44	0,44	0,90	1,00	1,00
Value of Production	5,06	7,76	10,90	14,50	16,00
COGS	0,14	0,15	0,25	0,30	0,35
Services	1,29	2,37	3,20	4,20	4,65
Use of Assets Owned by Others	0,45	0,68	0,90	1,10	1,20
Employees	1,32	1,85	2,50	3,05	3,30
Other Operating expenses	0,05	0,02	0,05	0,05	0,10
EBITDA	1,82	2,68	4,00	5,80	6,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>36,0%</i>	<i>34,6%</i>	<i>36,7%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>
D&A	1,20	1,90	2,70	2,50	2,30
EBIT	0,62	0,78	1,30	3,30	4,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>22,8%</i>	<i>25,6%</i>
Financial Management	(0,36)	(0,46)	(0,37)	(0,20)	(0,15)
EBT	0,26	0,32	0,93	3,10	3,95
Taxes	0,0	0,1	0,3	0,9	1,0
Net Income	0,26	0,24	0,68	2,25	2,95
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	6,61	9,82	14,50	14,00	12,70
Account receivable	2,06	3,63	4,60	4,80	5,30
Account payable	2,06	4,09	5,00	5,30	5,50
Operating Working Capital	(0,00)	(0,46)	(0,40)	(0,50)	(0,20)
Other Receivable	2,78	3,05	2,40	2,90	3,00
Other Payable	2,90	2,86	3,20	2,90	3,00
Net Working Capital	(0,13)	(0,27)	(1,20)	(0,50)	(0,20)
Severance Indemnities & Provision	0,14	0,18	0,40	0,45	0,50
NET INVESTED CAPITAL	6,35	9,37	12,90	13,05	12,00
Share Capital	0,50	0,77	0,77	0,77	0,77
Reserves and Retained Profits	-0,13	10,06	10,29	10,97	13,22
Net Profit	0,26	0,24	0,68	2,25	2,95
Equity	0,63	11,06	11,74	13,99	16,94
Cash and Cash Equivalent	0,08	7,38	4,34	5,44	8,44
Financial Debt	5,81	5,68	5,50	4,50	3,50
Net Financial Position	5,72	(1,70)	1,16	(0,94)	(4,94)
TOTAL SOURCES	6,35	9,37	12,90	13,05	12,00
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	0,62	0,78	1,30	3,30	4,10
Taxes	0,00	0,08	0,25	0,85	1,00
NOPAT	0,62	0,70	1,05	2,45	3,10
D&A	1,20	1,90	2,70	2,50	2,30
Change in receivable	(0,57)	(1,57)	(0,97)	(0,20)	(0,50)
Change in payable	0,77	2,03	0,91	0,30	0,20
Other Changes	0,82	(0,31)	0,99	(0,80)	0,00
Change in NWC	1,03	0,15	0,93	(0,70)	(0,30)
Change in Provision	0,05	0,04	0,22	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	2,90	2,79	4,90	4,30	5,15
Investments	(4,98)	(5,11)	(7,38)	(2,00)	(1,00)
FREE CASH FLOW	(2,08)	(2,32)	(2,48)	2,30	4,15
Financial Management	(0,36)	(0,46)	(0,37)	(0,20)	(0,15)
Change in Payable to Banks	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Equity	(0,03)	10,20	(0,00)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(2,47)	7,42	(2,85)	2,10	4,00

Source: NVP and Integrae SIM estimates

5.1 FY19A Results

I risultati FY2019 sono stati positivi e sono stati caratterizzati da un'importante crescita dei valori delle *revenues* che sono passate da €4,62 mln a € 7,31 mln con un aumento pari al 58,2%. L'incremento dei ricavi continua ad essere trainato dalle vendite di produzioni sportive (campionato italiano di Serie A, Coppa Italia, Champions League, Europa League) anche grazie all'assegnazione di un nuovo campo per le partite del campionato italiano di Serie A.

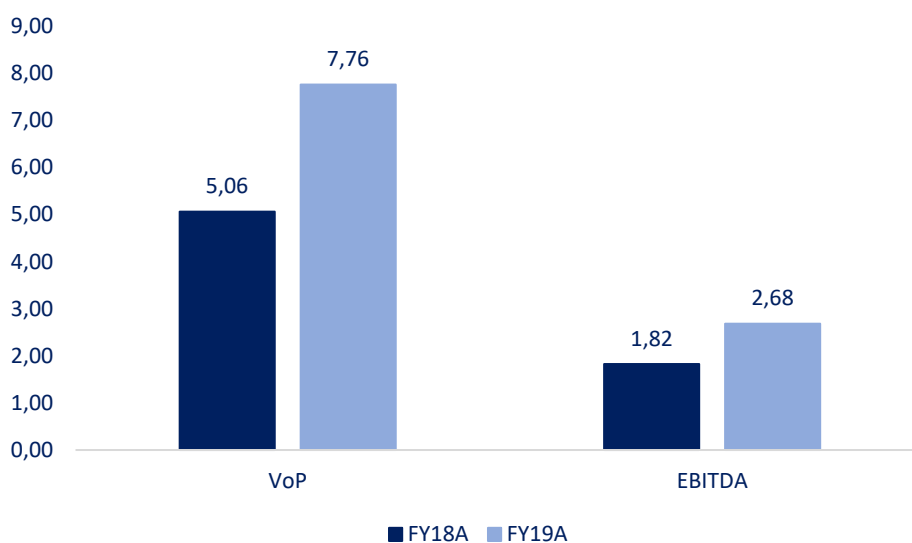
Chart 10 – Geographical Breakdown



Source: elaborazione Integrae SIM

I ricavi realizzati all'estero, pari a € 1,8 mln di euro, registrano una crescita del +100% rispetto a € 0,9 mln di euro nel 2018 e rappresentano il 25% del totale (20% nel 2018). Particolarmente positiva anche la performance in Italia, dove si registrano ricavi pari a € 5,5 mln di euro, +49% rispetto a € 3,7 mln di euro nel 2018.

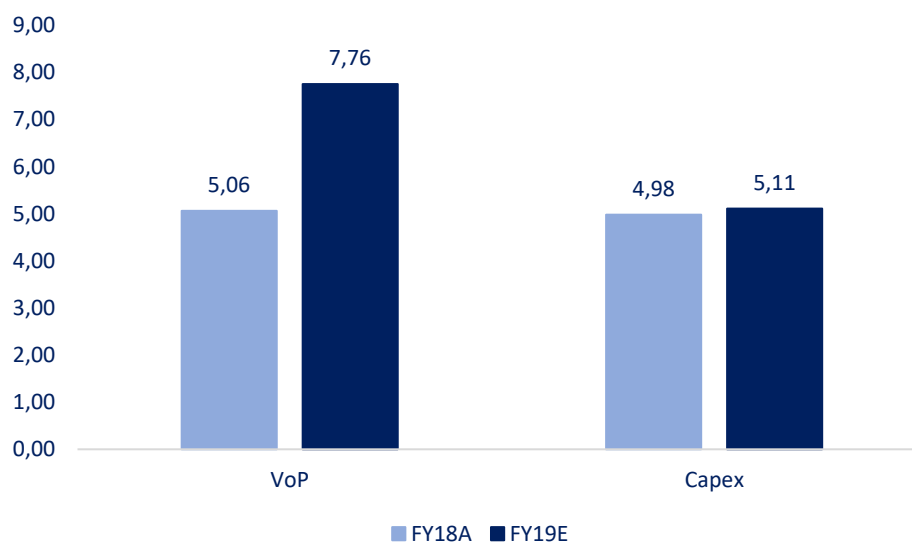
Chart 11 – VoP, EBITDA 18A-19A



Source: elaborazione Integrae SIM

In ragione dell'aumento delle vendite e del contestuale aumento del valore della produzione, anche l'EBITDA ha fatto registrare una crescita importante passando da € 1,82 mln a € 2,68 mln, con una crescita pari al 47%. Al contrario, la marginalità, in termini di EBITDA ha fatto registrare una leggera decrescita, passando dal 35.9% al 34,6% a causa di un importante aumento dei costi per servizi passati da € 1,29 mln a € 2,37 mln, con una crescita più che proporzionale rispetto al fatturato (circa 83,5%). Gli altri costi, in termini di incidenza sul valore della produzione, hanno fatto registrare valori inferiori rispetto al 2018 a testimonianza del processo di efficientamento della struttura messo in atto dalla Società.

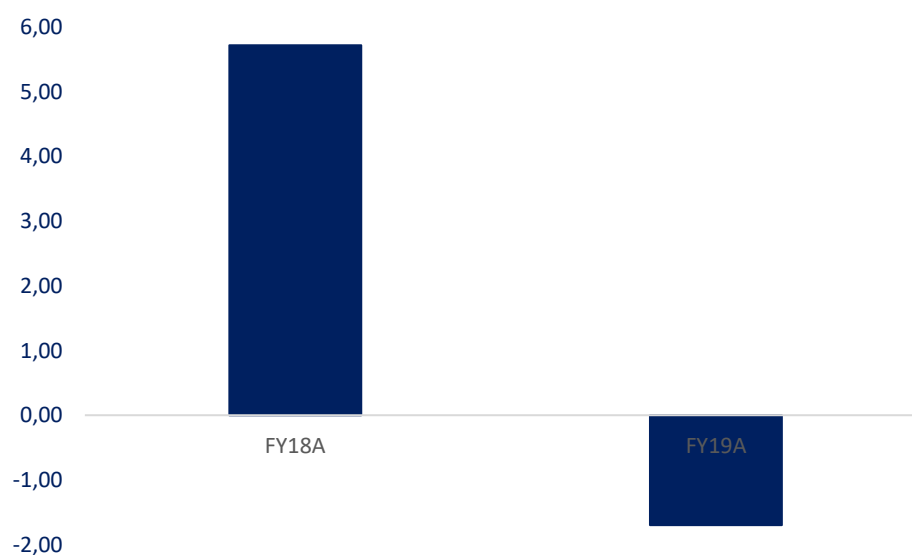
Chart 12 – VoP, Capex18A-19A



Source: elaborazione Integrae SIM

In termini di Capex, l'incremento registrato non è proporzionale all'aumento del valore della produzione, infatti, la crescita degli investimenti è pari al 2,6%, con un passaggio da € 4,98 mln a € 5,11 mln.

Chart 13 – PFN 18A-19A



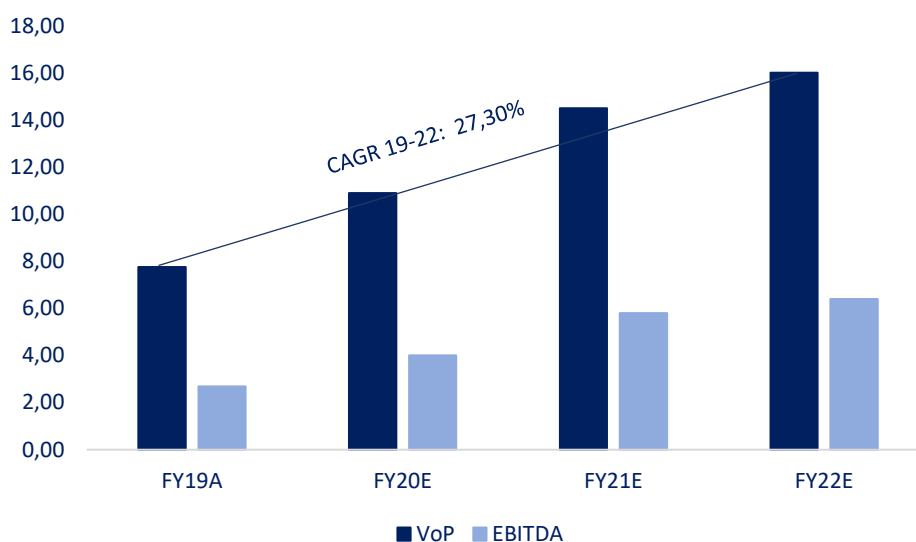
Source: elaborazione Integrae SIM

La PFN è passata da € 5,72 mln a € -1,70 mln grazie all'incasso relativo alla quotazione. La cassa è passata da € 0,08 mln a € 7,38 mln, mentre il valore del debito è leggermente diminuito da € 5,81 mln a € 5,68 mln.

5.2 FY20E- FY22E Estimates

Le nostre stime tengono conto che le commesse in essere per NVP, ad eccezione delle Olimpiadi di Tokio (ufficialmente rinviate al 2021), possano essere terminate entro il 2020. Nel caso in cui, a seguito dell'epidemia Covid-19, dovessero esserci eventuali aggiornamenti in tal senso, provvederemo prontamente a redigere un update.

Chart 14 – VoP and EBITDA 19A-22E Trends



Source: elaborazione Integrae SIM

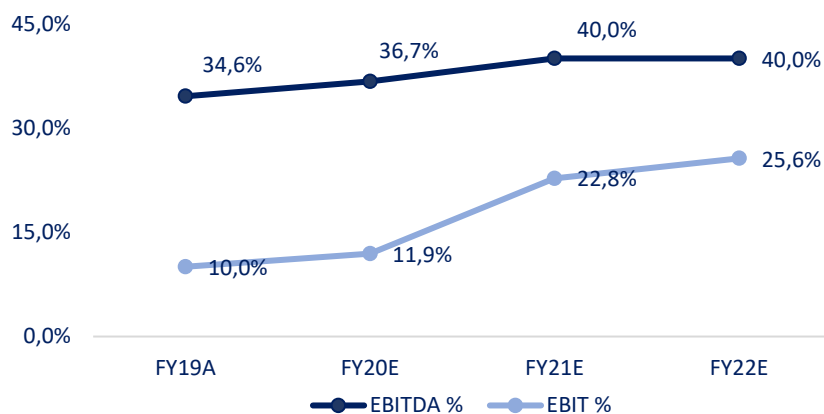
Per il periodo di stima 2020E-2022E, ci aspettiamo che il fatturato cresca in maniera significativa. Secondo le nostre stime, il VoP crescerà dal valore di €10,90 mln del 2020E al valore di € 16,00 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 27,30%). La crescita del valore della produzione è dovuta: all'assunzione di nuovi importanti clienti, all'incremento delle capacità produttive grazie agli investimenti previsti e alla selezione di commesse sempre più grandi favorita dallo sviluppo tecnologico.

Per le stime per l'anno in corso, abbiamo considerato la situazione delle commesse in piano per il 2020, in relazione all'epidemia Covid 19:

- Per la Serie A italiana, per la quale la Società detiene 3 contratti con 3 squadre differenti per la produzione audiovisiva internazionale dei match disputati in casa, si prevede la ripresa del campionato tra maggio e inizio luglio 2020;
- Per la produzione e post-produzione del campionato Europeo Monomarca e della finale mondiale, che NVP si è aggiudicato con una primaria casa automobilistica italiana (con un contratto triennale), ad oggi si prevede che il campionato inizierà a giugno 2020 e che le gare non disputate nel mese di aprile e maggio verranno recuperate ad agosto 2020 e realizzate in 4K con un alto livello di innovazione;
- Per la Volleyball Nations League 2020 organizzata dalla Fédération Internationale de Volleyball (FIVB) e da IMG in Italia e in Francia, si prevede che le partite possano essere giocate tra ottobre e novembre 2020. Queste partite saranno prodotte attraverso l'utilizzo di tecnologia 4K, di telecamere robotizzate e dell'infrastruttura per rilevazioni virtuali;
- Per le Olimpiadi di Tokio, è ufficiale il rinvio al 2021.

Per l'anno 2021E, ci aspettiamo una crescita molto importante delle *revenues* legata alla produzione delle immagini di alcune location delle Olimpiadi di Tokio.

Chart 15 - EBITDA% and EBIT% 19A-22E Trends



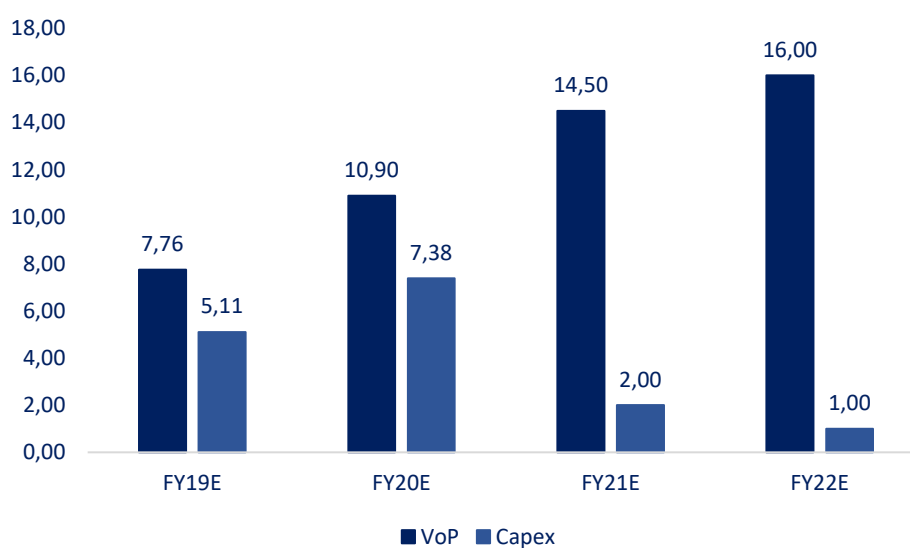
Source: elaborazione Integrae SIM

La crescita del fatturato, secondo le nostre stime, sarà accompagnata dal 2020E al 2022E da un lieve aumento della marginalità. L'EBITDA Margin, calcolato su stime piuttosto conservative, crescerà fino al 40,0% del 2022E. Questo sarà possibile grazie a:

- Mezzi propri all'avanguardia in grado di soddisfare tutte le esigenze del mercato e in grado di produrre contenuti 4k. La marginalità sulle produzioni 4k è maggiore della marginalità sulle produzioni HD. Grazie al nuovo OB-Van in fase di costruzione e all'evoluzione del mercato, la quota di commesse 4k tenderà a crescere negli anni: nel 2019 risultava pari al 10% dei ricavi, nel 2020 stimiamo che possa diventare il 20%;
- Selezione di commesse di maggior dimensione e a maggior marginalità, tralasciando quelle più piccole;
- Attenzione alla gestione dei costi;
- Accesso a: crediti di imposta, *patent box*, contributi per ricerca e sviluppo e contributi governativi e regionali erogati in Sicilia (Bonus Sud e Bando Regione Sicilia). Queste agevolazioni confluiscono nella voce "altri ricavi" che contribuisce in maniera significativa alla creazione della marginalità.

Per quanto riguarda l'anno 2021E, ci aspettiamo un importante miglioramento della marginalità, grazie alla produzione delle Olimpiadi di Tokio, rinviate dal 2020 al 2021 a causa dell'epidemia Covid 19.

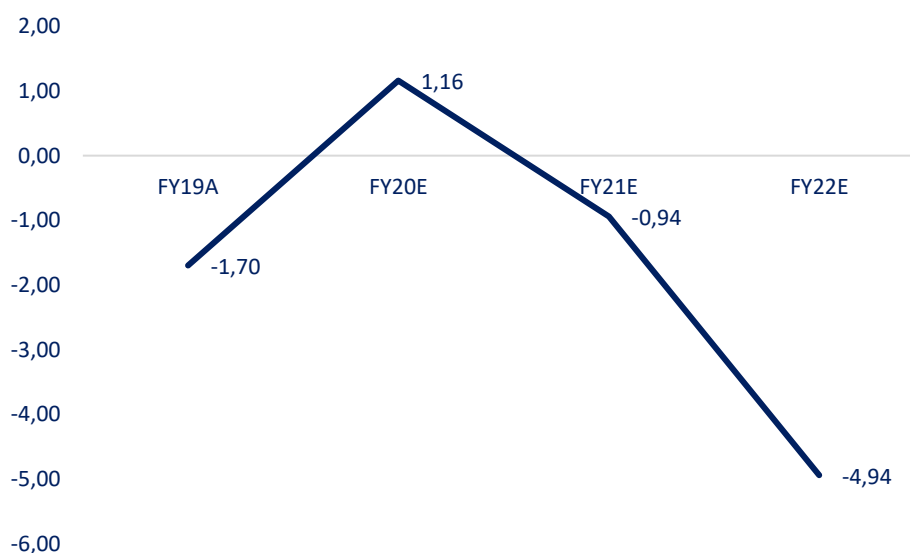
Chart 16 - VoP and Capex 19A-22E Trends



Source: elaborazione Integrae SIM

In termini di Capex, stimiamo un piano di investimenti per il biennio 2020E-2021E prossimo a € 10 mln grazie alla raccolta dell'IPO di dicembre. Il piano di investimenti, secondo quanto dichiarato dalla Società, comprenderà lo sviluppo di linee interne e di linee esterne. Prevediamo, dunque, investimenti per lo sviluppo tecnologico e per l'aumento delle capacità produttive (grazie all'inserimento di un nuovo Ob-Van) ed investimenti in acquisizioni.

Chart 17 - NFP 19A-22E Trends



Source: elaborazione Integrae SIM.

La variazione di PFN registrata nell'ultimo biennio è dovuta alla raccolta di circa € 10 mln dell'IPO. Per i prossimi anni, ci aspettiamo che, dopo una leggera diminuzione legata al piano di investimenti per l'anno 2020E, l'ammontare di cassa vada ad aumentare in ragione della crescente abilità della Società di generare *cash flow*.

5.3 Altri Ricavi

NVP è in grado di aumentare la propria marginalità grazie alla voce “Altri Ricavi” principalmente legata a meccanismi di incentivo fiscale come:

- **Patent Box:** è un regime opzionale di tassazione per i redditi d'impresa derivanti dall'utilizzo di software protetto da copyright, di brevetti industriali, di disegni e modelli, nonché di processi, formule e informazioni relativi ad esperienze acquisite nel campo industriale, commerciale o scientifico giuridicamente tutelabili (Legge 23 dicembre 2014, n. 190, articolo 1, commi da 37 a 45).
- **R&D:** la misura si pone l'obiettivo di stimolare la spesa privata in Ricerca, Sviluppo e Innovazione tecnologica per sostenere la competitività delle imprese e per favorirne i processi di transizione digitale e nell'ambito dell'economia circolare e della sostenibilità ambientale. L'incentivo consiste in un credito di imposta riconosciuto su spese derivanti: da attività di ricerca fondamentale, ricerca industriale e sviluppo sperimentale in campo scientifico e tecnologico, da attività di innovazione tecnologica finalizzate alla realizzazione di prodotti o processi di produzione nuovi o sostanzialmente migliorati e da attività di design e ideazione estetica per la concezione e realizzazione dei nuovi prodotti e campionari nei settori tessile e della moda, calzaturiero, dell'occhialeria, orafa, del mobile e dell'arredo e della ceramica:
- **Bonus Sud:** questo bonus si divide in due diverse fattispecie: il bonus assunzioni e il bonus investimenti. Il bonus assunzioni è un incentivo riservato alle imprese del sud che assumono nuovi lavoratori. Il Bonus investimenti consiste in un'agevolazione a favore dei soggetti con reddito di impresa che acquistano beni strumentali nuovi da destinare a strutture produttive ubicate nelle Zone Economiche Speciali (ZES).
- **Bando Regione Sicilia:** tale incentivo consiste nella possibilità di recuperare il 45% degli investimenti portati a termine. Il recupero avviene in tre fasi: la prima parte una volta presentate le garanzie del progetto, la seconda una volta completata la metà dell'investimento e la terza ed ultima una volta terminato il progetto.

5.4 Linee di Crescita

La strategia di crescita di NVP è basata su due pilastri:

- **M&A strategico:** la Società sta valutando le opportunità di M&A presenti sul mercato, al fine di accelerare il processo di crescita. Il target ideale è rappresentato da società di medie dimensioni, con fatturato tra € 3 mln e € 7 mln, con una buona rete di vendita sia sul mercato italiano sia su altri mercati principalmente europei.
- **Aumento della capacità produttiva:** oltre al completamento di un nuovo OB-Van, la Società sta valutando nuove opportunità di investimento in mezzi produttivi come la costruzione di un nuovo Fly Case che potrebbe essere utilizzato per produrre eventi internazionali.

6. Valuation

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

6.1 DCF

Table 5 – WACC

WACC		9,04%
Risk Free Rate	0,83% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	10,04% Beta Adjusted	0,89
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,17
Ke	12,30% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di marzo 2020 con scadenza compresa tra i 3 e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitors;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 9,04%.

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		32,8
FCFO actualized	2,7	9%
TV actualized DCF	28,4	91%
Enterprise Value	31,1	100%
NFP (FY19A)	-1,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di €32,8 mln.**

Table 7 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Growth rate (g)	2,5%	52,2	47,1	42,9	39,3	36,3	33,6	31,3
	2,0%	47,9	43,6	40,0	36,8	34,2	31,8	29,7
	1,5%	44,3	40,6	37,4	34,7	32,3	30,2	28,3
	1,0%	41,2	38,0	35,2	32,8	30,7	28,8	27,1
	0,5%	38,6	35,8	33,3	31,1	29,2	27,5	25,9
	0,0%	36,4	33,9	31,6	29,7	27,9	26,3	24,9
	-0,5%	34,4	32,1	30,1	28,3	26,7	25,3	24,0

Source: Integrae SIM

Table 8 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
29,5	7,0x	4,8x	4,3x	21,4x	8,4x	6,8x
30,5	7,2x	5,0x	4,5x	22,2x	8,7x	7,0x
31,5	7,5x	5,1x	4,7x	22,9x	9,0x	7,3x
32,5	7,7x	5,3x	4,8x	23,7x	9,3x	7,5x
33,5	8,0x	5,5x	5,0x	24,5x	9,6x	7,8x
34,5	8,2x	5,7x	5,1x	25,2x	9,9x	8,0x
35,5	8,5x	5,8x	5,3x	26,0x	10,2x	8,2x

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di NVP, ma molte hanno capitalizzazione maggiore.

EVS Broadcast Equipment SA comunemente conosciuta come EVS, è una azienda belga specializzata nella produzione di video server per produzioni televisive. I suoi prodotti sono diventati uno standard di riferimento: XT3 video server rende possibile la creazione, il montaggio, il trasferimento e la messa in onda di contenuti audio-video; XT3 è forse il sistema video server più utilizzato per la riproposizione di replay durante eventi sportivi. Ogni giorno circa 5,000 operatori utilizzano prodotti EVS nelle loro produzioni televisive.

Avid Technology Inc. è una software house statunitense nata nel 1987. Nel 1989 produce Media Composer, il primo di una lunga serie di software dedicati al cosiddetto montaggio non-lineare. Negli ultimi tempi, Avid ha reso compatibile il proprio software Media Composer, oltre che con la propria linea di Hardware Artist DNxIQ, DNxIV, DNxIP e DNxID, anche con dispositivi hardware di terze parti.

Evertz Microsystems Limited è una società canadese leader globale nella produzione di apparecchiature e soluzioni di trasmissione che forniscono contenuti a televisori, servizi on demand, WebTV, IPTV e dispositivi mobili (come telefoni e tablet). Evertz ha esperienza nella fornitura di soluzioni complete di end-to-end broadcasting per tutti gli aspetti della produzione di trasmissioni, compresa la creazione e la distribuzione di contenuti.

Table 9 – Panel

FY2019A	EVS Broadcast Equipment SA		Avid Technology		Evertz Microsystems Limited		Peer Median	NVP
	Country	Belgium	USA	Canada	Italy			
Mkt Cap (€/mln)	199,1	286,3	756,2		17,9	286,3		
EV (€/mln)	161,8	487,7	743,7		16,2	487,7		
Revenues	103,4	367,9	305,3		7,8	305,3		
EBITDA	29,0	51,6	74,3		2,7	51,6		
Net Profit	19,6	10,4	47,5		0,2	19,6		
EBITDA %	28,1%	14,0%	24,3%		34,6%	24,3%		
Net Income %	19,0%	2,8%	15,6%		3,1%	15,6%		
NFP	-37,3	201,4	-12,5		-1,7	-12,5		
NFP / EBITDA	N/A	3,9x	N/A		N/A	3,9x		

Source: Bloomberg. Data in € mln

Table 10 – Market Multiples

Company Name	EV / EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
EVS Broadcast Equipment SA	12,43	4,53	N/A
Avid Technology Inc.	8,90	6,28	5,29
Evertz Technologies Limited	8,26	7,60	N/A
Median	8,90	6,28	5,29

Source: Inf Financials

Table 11 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	35,60	36,42	33,86
Equity Value			
EV/EBITDA	34,4	37,4	38,8
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	25,8	28,0	29,1
Average	25,8	28,0	29,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di NVP utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA dal 2020 al 2022E, risulta essere pari a €36,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di NVP rispetto alle società incluse nel *panel*, oltre ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €27,7 mln.**

6.3 Equity Value

Table 12 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	30,2
Equity Value DCF (€/mln)	32,8
Equity Value multiples (€/mln)	27,7
Target Price (€)	4,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €30,2 mln. Il *target price* è quindi di €4,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 13 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	7,1x	4,9x	4,5x
EV/EBIT	21,9x	8,6x	7,0x

Source: Integrae SIM

Table 14 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	4,1x	2,8x	2,5x
EV/EBIT	12,5x	4,9x	4,0x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)
Regulation No. 11971/1999****Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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 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. Integrae 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 Integrae SIM's web site (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, 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. 16190 of 29.10.2007, 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 INTEGRÆ 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:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the NVP S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of NVP S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by NVP S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.