Data produzione: 05 Agosto 2021 - h. 18,30

Data pubblicazione: 06 Agosto 2021 - h. 7,00

Nusco | *Italy* | *FTSE AIM Italia* | *Building Products*

Rating: BUY | Target Price: € 2,35 | Initiation of Coverage | Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 1,30
Target price	€ 2,35
Upside/(Downside) potential	81,0%
Bloomberg Code	NUS IM Equity
Market Cap (€m)	€ 19,09
EV (€m)	€ 20,90
Free Float (Greenshoe Included)	26,10%
Share Outstanding (Greenshoe Included)	14.682.500
52-week high	N/A
52-week low	N/A
IPO Price (04/08/2021)	€ 1,20

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
Revenues	19,3	15,4	20,3	23,5
VoP	20,0	17,0	21,2	23,5
EBITDA	3,2	1,3	3,2	3,8
EBIT	1,6	0,1	2,4	2,7
Net Profit	0,3	-0,4	1,3	1,5
EBITDA margin	16,7%	8,5%	15,8%	16,2%
EBIT margin	8,4%	0,7%	11,6%	11,5%
Net Profit margin	1,4%	-2,4%	6,2%	6,4%

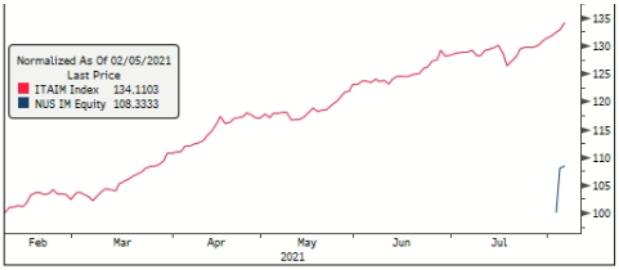
Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	6,5	16,0	6,5	5,5
EV/EBIT (x)	12,9	201,4	8,9	7,7
P/E (x)	73,0	N/A	15,3	12,7

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Nusco SpA, con sede a Nola (NA), è una Società attiva dal 2011 nella produzione di porte e nella commercializzazione di porte e finestre/infissi a marchio "NUSCO". La Società opera su due principali Business Unit: porte (che comprende porte per interni e porte blindate) e infissi (che comprende finestre/infissi, persiane e grate). La Società è parte di un Gruppo attivo dal 1968 nell'industria del legno e nel settore immobiliare. Nusco vanta un'importante rete commerciale composta da: franchising monomarca in tutto il territorio Italiano (46 al 31 dicembre 2020), uno showroom di oltre 2.000 m2 di superficie, un'ampia rete di rivenditori autorizzati (circa 1.000) e tre presidi commerciali esteri in Romania, Kuwait e Azerbaijan.

Market

Il mercato delle costruzioni italiano ha generato un valore pari a € 118 mld circa nel 2020. La domanda di serramenti e facciate, in linea con il mercato delle costruzioni, mostra un importante calo nel corso del 2020, pari al 7,6% circa, raggiungendo quota € 4.420 mln circa. Nel 2021, ci si aspetta che il mercato possa raggiungere quota € 4.589 mln. Nel periodo dal 2007 al 2020 gli incentivi fiscali per gli interventi di riqualificazione energetica degli edifici hanno contribuito a sostenere la domanda di serramenti. Il fatturato generato grazie ad incentivi fiscali, infatti, è passato da € 0,5 mld del 2007 e € 1,4 mld del 2020. Nel 2019, prima della decrescita osservata nell'ultimo anno, il valore risultava addirittura pari a € 1,8 mld.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Nusco 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 €41,4 mln. L'equity value di Nusco utilizzando i market multiples risulta essere pari €27,7 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 34,5 mln. Il target price è di € 2,35, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1. Company Overview 3
1.1 L'attività 3
1.2 Storia Societaria 4
1.3 Azionisti e Struttura del Gruppo 5
1.4 Key People 6
2. Il Business Model 7
2.1 Value Proposition 7
2.2 Business Process 8
2.3 Portafoglio Prodotti e Servizi 10
2.4 Clienti e Fornitori 13
2.5 Franchising 16
2.6 Ambiente e R&D 17
2.7 Marketing 18
2.8 Vantaggi per gli Stakeholder 18
3. Il mercato 20
3.1 Costruzioni 20
3.2 Serramenti 21
3.3 Porte e Finestre in Legno 23
3.4 Incentivi Fiscali 25
3.5 Impatto Incentivi Fiscali 26
4. Posizionamento Competitivo 27
4.1 Swot 28
5. Economics & Financials 29
5.1 FY20A Results 30
5.2 FY21E – FY24E Estimates 32
5.3 Use of Proceeds 35
6. Valuation 36
6.1 DCF Method 36
6.2 Market Multiples 38
7. Equity Value 41

1. Company Overview

1.1 L'attività

Nusco SpA («Nusco»), con sede a Nola (NA), è una Società attiva dal 2011 nella produzione di porte e nella commercializzazione di porte e finestre/infissi a marchio "NUSCO". La Società opera su due principali Business Unit: porte (che comprende porte per interni e porte blindate) e infissi (che comprende finestre/infissi, persiane e grate). La Società è parte di un Gruppo attivo dal 1968 nell'industria del legno e nel settore immobiliare.

Il Gruppo nacque grazie all'attività del fondatore, Mario Felice Nusco (padre di Luigi Nusco, attuale Amministratore Delegato e Presidente del CDA e Michele Nusco, attuale membro del CDA), che avviò un laboratorio artigianale per la produzione di porte in legno. Il *brand* di commercializzazione Nusco è dunque presente sul mercato da oltre sessant'anni, soprattutto nel sud Italia ed è riconosciuto come uno dei principali *player* del mercato. Il Gruppo è composto da 22 Società riferibili all'omonima famiglia, con attività ubicate in Italia e in Romania e operanti nella produzione e commercializzazione di porte e infissi e nello sviluppo, nella gestione e nella valorizzazione di beni immobili.

Nusco svolge la propria attività produttiva a Nola tramite quattro stabilimenti dislocati nel raggio di pochi chilometri e ben collegati con i principali luoghi per il trasporto merci. I quattro stabilimenti sono di proprietà di Società appartenenti al Gruppo, uno di questi è adibito allo sviluppo della linea porte, mentre gli altri tre sono adibiti allo sviluppo delle finestre, prodotte da Modo Srl (Società del Gruppo), con cui è stato contrattualmente definito un rapporto di esclusiva con Nusco stessa, che commercializza le suddette finestre con marchio proprio.

Oltre a questo, Nusco vanta un'importante rete commerciale composta da:

- Franchising monomarca in tutto il territorio Italiano (46 al 31 dicembre 2020), con particolare concentrazione nel centro e sud Italia;
- Uno *showroom* di oltre 2.000 m^2 di superficie (di proprietà di Nusco Immobili Industriali Srl, Società del Gruppo), sito a Nola, che permette di vendere direttamente a potenziali clienti privati;
- Un'ampia rete di rivenditori autorizzati (circa 1.000) che ha permesso in passato di vendere indirettamente anche in diversi paesi esteri;
- Tre presidi commerciali esteri in Romania, Kuwait e Azerbaijan.

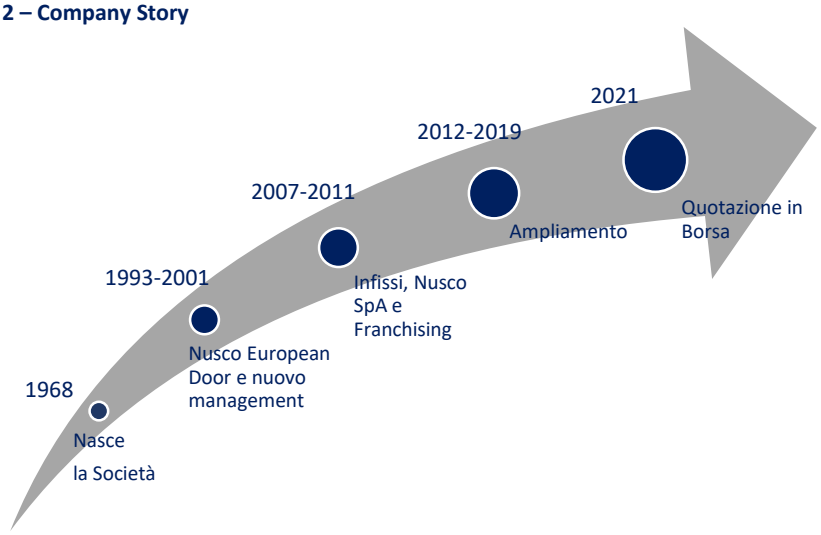
Chart 1 – Nusco Products



Source: Nusco

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Nusco

- Nel 1968, su iniziativa del Sig. Mario Nusco, nasce il laboratorio artigianale di produzione di porte in legno, dal quale, in oltre cinquant'anni di storia, si è giunti all'attuale Nusco SpA.

- Nel 1993, ha luogo la costituzione di Nusco European Doors Snc di Nusco Mario Felice con Mario Nusco come amministratore unico, Società attiva nella produzione di porte in legno. Dopo alcuni anni di attività, nel 2001, avviene la trasformazione di Nusco European Doors Snc in Nusco Porte SpA, con un nuovo *management team* e un nuovo CdA composto dal Sig. Mario Felice Nusco, Luigi Nusco e Michele Nusco.

- Nel 2007, inizia l'ampliamento della gamma produttiva con l'apertura al mercato degli infissi grazie all'apertura di un nuovo impianto produttivo (in un immobile la cui proprietà risulta riconducibile al Gruppo) a Nola per la produzione di infissi in legno e alluminio sviluppati da Modo Srl ma venduti con marchio "NUSCO". In seguito, nel corso del 2011, avviene il conferimento del ramo d'azienda industriale e commerciale dalla Nusco Porte SpA a Nusco SpA, Società di nuova costituzione. Inoltre, nel corso dello stesso anno, ha luogo il lancio del nuovo modello franchising con le prime aperture in Campania, a Salerno e Avellino.

- Nel 2012 la Società amplia la propria gamma di produzione grazie al lancio di una nuova linea di infissi in PVC sviluppati da Modo e venduti con marchio "NUSCO". In seguito, nel corso del 2015, viene avviata la produzione di persiane e grate in ferro, anche in questo caso, i prodotti sono sviluppati da Modo ma venduti con marchio "NUSCO". Infine, nel corso del 2019, viene ampliata in maniera significativa la rete di franchising con le prime aperture degli *store* a Roma e l'incremento del numero di franchising in altre regioni.

- In data 04/08/2021 Nusco ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione e all'accelerazione del proprio processo di crescita.

1.3 Azionisti e Struttura del Gruppo

Table 1 – Shareholders

Azionisti	Quota di partecipazione
Nusco Invest Srl	73,90%
Mercato	26,10%

Source: Nusco

Nusco è posseduta al 73,90% da Nusco Invest Srl e al 26,10% dal mercato. Nusco Invest Srl è a sua volta detenuta: per il 47,7% da Mario Nusco, fondatore della Società, per l'1,9% da Luigi Nusco, figlio del fondatore e attuale Amministratore Delegato e Presidente del CDA, per lo 0,1% da Nusco Immobili Industriali Srl e per il restante 50,3% circa da Nusco Trade Srl (Società rumena). Nusco Trade Srl, a sua volta, è controllata al 98,6%% dalla Società lussemburghese Golden Share SA, al 1,4% da Nusco Immobili Industriali Srl e allo 0,001% da Mario Nusco. Golden Share risulta, infine, detenuta: per il 14,2% da Matilde Durante, Marketing Manager della Società, per il 14,2% da Sorana Nusco, per il 23,9% da Michele Nusco, figlio del fondatore e attuale membro del CDA, per il 23,9% da Mario Nusco e per il restante 23,9% da Luigi Nusco. I valori sopra indicati, sono stati calcolati assumendo l'integrale esercizio della *greenshoe*.

Di seguito una breve descrizione delle principali Società, oltre a Nusco SpA, appartenenti al Gruppo:

- Golden Share SA: holding di partecipazioni;
- Nusco Trade Srl: holding di partecipazioni;
- Nusco Invest Srl: holding di partecipazioni;
- Nusco Immobiliara SA: holding immobiliare per lo sviluppo e la gestione di immobili;
- Agorà Srl: si occupa del complesso immobiliare di Nola:
- Pinum Doors & Window Srl: si occupa di produzione e commercializzazione di porte e finestre;
- Nusco Immobili Industriali Srl: proprietaria degli immobili dove sorgono lo *showroom*, l'impianto per la produzione di finestre di Modo Srl e la sede legale e produttiva di Nusco SpA;
- IMTL Srl: proprietaria dei due immobili dove sorgono gli impianti di produzione di finestre in legno e PVC di Modo Srl;
- Modo Srl: si occupa della produzione di finestre per Nusco SpA;
- Nusco Edilizia Meridionale Srl: Società immobiliare che gestisce e svolge attività di locazione di alcuni immobili;
- Nusco Mario Immobiliare Srl: Società immobiliare che gestisce e svolge attività di locazione di alcuni immobili;
- Nusco Immobiliare Srl: Società immobiliare che gestisce e svolge attività di locazione di alcuni immobili;
- Nusco Residential Park Srl. Attualmente sta avviando tre cantieri: uno a Cicciano dove sorgeva un vecchio pastificio che verrà demolito, sull'area di circa 20.000 mq sorgerà un complesso immobiliare di 94 appartamenti, locali commerciali, garage, ed una villa Comunale, uno nel comune di Camposano, per la costruzione di un parco con 26 appartamenti e locali commerciali e, infine, un altro a Cicciano per la costruzione di 7 ville ed una palazzina con 8 appartamenti;
- Saviano Residential Park Srl: la Società ha rilevato, con due imprenditori locali, un immobile industriale, adibito un tempo a calzaturificio ed oramai in disuso da anni, nel Comune di Saviano, sul quale progettare un complesso immobiliare e commerciale.

1.4 Key People

Luigi Nusco – CEO e Presidente CDA

Laureato in Economia e specializzato in Business Administration. Nel 2001 entra attivamente nella gestione di Nusco. Con il suo arrivo è stato in grado di dare un nuovo impulso allo sviluppo aziendale attraverso il rinnovamento delle strategie di sviluppo e proseguendo il processo di internazionalizzazione. Nel 2011, è stato protagonista del lancio del progetto franchising, il primo nel settore porte e finestre.

Guerino Vassalluzzo – CFO

Laureato in Economia e Commercio con specializzazione in Programmazione Finanziaria e Finanza Strategica. Inizia la sua carriera nel 1988 ricoprendo diversi incarichi, tra i quali quello di Responsabile della pianificazione finanziaria e del controllo di gestione presso diverse realtà del Gruppo Italgrani e Di Gennaro SpA. Entra in Nusco nel 2003 con il ruolo di CFO.

Nello Lucio – Direttore Commerciale

Inizia, in giovane età, la sua carriera professionale in ambito *sales* per approdare nel 1989 presso Nusco come consulente per le vendite. Si rivela uno dei protagonisti della crescita aziendale e nel 2000 viene nominato Direttore commerciale con il compito di coordinare anche le attività di *export*. Dal 2007, con l'introduzione della gamma infissi, coordina le azioni di *up-selling* e *cross-selling* che consentono all'azienda di espandersi con successo nel mondo *retailer*.

Matilde Durante – Marketing Manager

Laureata in Ingegneria Aerospaziale, ha anche conseguito un Master in Marketing & Comunicazione. Dal 2008 supporta Nusco in qualità di Brand Manager. La Società beneficia della sua spinta innovativa in ambito marketing, particolarmente evidente in relazione ai processi di digitalizzazione avviati. Oltre a questo, il suo ambito di operatività si estende anche alle attività di ricerca e sviluppo.

2. Il Business Model

2.1 Value Proposition

Nusco è in grado di generare valore per i propri clienti tramite un portafoglio prodotti ampio, di alta qualità e in continuo aggiornamento a fronte dei costanti investimenti in innovazione di prodotto. Infatti, Nusco è in grado di offrire ai propri clienti: prodotti che garantiscono elevata sicurezza, tempi rapidi di consegna e montaggio, comfort abitativo e pulizia durante la fase di installazione.

Inoltre, l'attenzione per il cliente viene dimostrata dalla Società in ognuna delle fasi del rapporto con i clienti stessi:

- Nella fase iniziale del rapporto, fornendo consulenza a domicilio e possibilità di richiedere un preventivo. La Società è in grado di garantire questo servizio grazie alla propria presenza territoriale, anche attraverso i franchising e i rivenditori autorizzati;
- Nella fase di consegna dei prodotti, svolgendo il servizio con rapidità;
- Nella fase di montaggio del prodotto, garantendo che il servizio venga svolto da rivenditori o *franchisee* debitamente formati da Nusco o impegnandosi direttamente nel montaggio nel caso di vendite a privati effettuate nello *showroom* di Nola;
- Nella fase di post vendita, garantendo assistenza completa per eventuali ulteriori esigenze del cliente.

Al fine di garantire sempre un servizio di qualità che generi valore per il cliente, Nusco:

- Ha sviluppato applicazioni *user friendly* e un presidio online (tramite il proprio sito) utile per consultare e acquistare i prodotti in modo più rapido;
- Consente la personalizzazione dei prodotti, al fine di renderli conformi alle loro esigenze;
- Ha previsto una rete di commercializzazione estesa, comprendendo negozi in franchising e uno showroom dedicato, al fine di rendere facilmente accessibili i propri punti vendita ai propri clienti (sia italiani sia esteri).

2.2 Business Process

Come detto, la Società opera su due principali Business Unit: porte (che comprende porte per interni e porte blindate) e infissi (che comprende finestre/infissi, persiane e grate). Nelle due diverse linee, Nusco segue processi diversi al fine di garantire il miglior servizio possibile per i clienti ed un buon livello di marginalità.

2.2.1 Business Unit Porte

Il business storico, legato alla produzione e alla commercializzazione di porte, è basato su un processo composto da sei *step*: ricezione ordine, approvvigionamento e logistica interna, lavorazione dei prodotti, montaggio dei prodotti finiti, controllo e spedizione e assistenza post vendita.

Chart 3 – Business Process Doors



Source: Nusco, elaborazione Integrae SIM

Ricezione Ordine

La ricezione degli ordini di vendita può derivare dai diversi canali utilizzati dalla Società e può avvenire anche in funzione dei servizi di pre-vendita prestati (quali analisi sul luogo e test dei prodotti).

Approvvigionamento e Logistica Interna

Una volta ricevuti, gli ordini di vendita vengono elaborati e, tramite l'emissione della distinta di produzione, viene avviato il processo di lavorazione. Il punto di partenza di questo processo è rappresentato dal prelievo dei materiali dal magazzino della Società e dal loro posizionamento sulla linea di produzione.

Lavorazione dei Prodotti

A seguito del posizionamento dei materiali sulla linea di produzione, vengono ottenuti dei profili utili alla realizzazione del prodotto finito. I materiali, infatti, vengono dapprima tagliati e successivamente vengono finalizzate tutte le lavorazioni necessarie (foratura, levigatura e verniciatura).

Montaggio Prodotti Finiti

Una volta terminata la fase di lavorazione dei profili, si passa alla fase in cui i profili stessi vengono assemblati al fine di ottenere il prodotto finito.

Controllo e Spedizione

I prodotti finiti assemblati vengono ispezionati, imballati e spediti. La spedizione termina nel luogo designato dal cliente consentendo, grazie anche a sopralluoghi antecedenti, di ridurre il rischio di comparsa di eventuali problematiche dovute al montaggio. Il montaggio viene generalmente esternalizzato ai rispettivi rivenditori (appositamente formati da Nusco), a meno che l'acquisto non sia eseguito presso lo *showroom* aziendale.

Post-Vendita

Una volta terminata la fase di montaggio, la Società offre ai propri clienti un servizio di assistenza post-vendita al fine di soddisfare le ulteriori necessità quali riparazioni, controlli e/o altre problematiche.

2.2.2 Business Unit Infissi

Per quanto riguarda la produzione e la commercializzazione di infissi, la Società si avvale dei servizi di Modo Srl. Modo Srl è una Società specializzata nella produzione di finestre, interna al Gruppo Nusco, che svolge i propri servizi in esclusiva per Nusco SpA. Per quanto riguarda questa *business unit*, la Società segue un processo basato su quattro *step*: ricezione ordine, approvvigionamento e logistica interna, controllo e spedizione e assistenza post vendita.

Chart 4 – Business Process Windows



Source: Nusco, elaborazione Integrae SIM

Ricezione Ordine

La ricezione degli ordini di vendita può derivare dai diversi canali utilizzati dalla Società e può avvenire anche in funzione dei servizi di pre-vendita prestati (quali analisi sul luogo e test dei prodotti).

Approvvigionamento e Logistica Interna

Una volta ricevuti, gli ordini di vendita vengono spediti a Modo Srl, alla quale vengono spedite anche le relative specifiche ed eventuali elementi di personalizzazione. Infine, insieme all'ordine di vendita, vengono spediti anche i materiali necessari alla finalizzazione della commessa.

Controllo e Spedizione

I prodotti finiti sviluppati da Modo vengono quindi spediti a Nusco per la fase di controllo qualitativo e per il successivo imballaggio. Al termine di queste fasi, il prodotto viene inviato al cliente finale per essere poi montato nel luogo desiderato. La fase di montaggio viene in molti casi esternalizzata ma, nel caso di acquisti presso lo *showroom* di proprietà di Nusco ad opera di persone fisiche, questa attività può essere svolta anche dall'azienda.

Post-Vendita

Una volta terminata la fase di montaggio, la Società offre ai propri clienti un servizio di assistenza post-vendita al fine di soddisfare le ulteriori necessità quali riparazioni, controlli e/o altre problematiche.

2.3 Portafoglio Prodotti e Servizi

Nusco offre un catalogo variegato e integrato di porte per interni, portoni blindati, infissi e persiane di fascia medio/alta e numerose linee in pronta consegna. Le porte sono realizzate con cura nella scelta del design, utilizzando materiali di qualità e impiegando tecnologie produttive evolute e la linea di porte blindate è stata certificata per garantire alti standard antieffrazione. Per quanto riguarda gli infissi, la Società progetta e realizza una gamma di serramenti avanzati tecnologicamente, in grado di garantire capacità di isolamento termico ed acustico. Infine, la Società commercializza persiane e grate sia in ferro sia in alluminio, adattabili a numerosi contesti abitativi.

Porte per Interni

Chart 5 – Interior Doors



Source: Nusco

Le porte per interni offerte dalla Società sono raggruppabili nelle seguenti categorie:

- Porte Legno Massello: linea Platinum in Massello, collezione top di gamma della Società, caratterizzata da ricchezza dei particolari e vasta scelta di modelli e colori, con la possibilità di scegliere tra rovere e nocino nelle loro diverse finiture. La linea può inserirsi in diversi tipi di ambiente, con numerose combinazioni di stile, coprifili e telai, consentendo ad ogni cliente di creare il proprio modello personalizzato;

- Porte Laccate, Pantografate e Incise: i prodotti appartenenti a questa categoria (linea Artwork), si ottengono con frese meccaniche per creare i giochi di linee che rendono speciale il prodotto offerto. Successivamente, le porte vengono sottoposte a laccatura dal team di verniciatori. Le porte Artwork presentano uno stile moderno e sono disponibili in numerosi colori;

- Filomuro e Sistemi Scorrevoli: la porta filo muro risponde all'esigenza di una porta minimale complanare all'arredo (anta in tinta con la parete ed adatta a risolvere problematiche inerenti a posizionamenti particolari quali sottoscala e ripostigli). Tra le soluzioni più innovative, la Società offre la variante complanare e il sistema Magic che rappresenta un'alternativa moderna ai più classici sistemi scorrevoli.

Porte Blindate

Chart 6 – Security Doors



Source: Nusco

L'offerta della Società comprende anche una linea di portoncini e porte blindate certificati classe 3 antieffrazione (le classi antieffrazione indicano il grado di sicurezza che il serramento è in grado di generare in una scala da 1 a 6). Grazie ad avanzati sistemi di produzione impiegati dall'azienda, al cliente viene offerta la possibilità di personalizzare la porta blindata secondo il proprio gusto estetico. Le porte blindate hanno tipicamente dimensione pari a 1.250 x 2.500 millimetri. Nusco, tuttavia, grazie al proprio *expertise* è in grado di realizzare ed offrire alla propria clientela anche porte a due ante.

Infissi

Chart 7 – Windows



Source: Nusco

L'offerta di infissi della Società comprende prodotti progettati e realizzati da Modo Srl e commercializzati con il marchio di Nusco. La Società offre prodotti in grado di coniugare estetica e prestazioni. Infatti, per Nusco, l'obiettivo è quello di offrire un prodotto che soddisfi le esigenze del cliente in termini di caratteristiche tecniche, fungendo anche da complemento d'arredo. Questo risultato è possibile grazie all'ampiezza dell'offerta di serramenti, che includono serramenti in PVC, in legno e in legno-alluminio.

Persiane

Chart 8 – Shutters



Source: Nusco

Le persiane offerte dalla Società sono raggruppabili nelle seguenti categorie:

- Persiane in ferro: le persiane in ferro (certificate classe 3 antieffrazione, in una scala da 1 a 6) e le grate offerte dalla Società sono caratterizzate da ricercatezza estetica e capacità di adattamento ai contesti urbani. Le persiane Nusco garantiscono: solidità, capacità di resistenza, oscuramento e difesa dalle intemperie esterne;
- Persiane in alluminio. Le persiane in alluminio offerte dalla Società sono caratterizzate da: resistenza, affidabilità e sicurezza e versatilità nelle forme e nello stile. Queste caratteristiche rendono le persiane in alluminio Nusco adattabili a numerosi contesti abitativi.

Porte Tagliafuoco

Chart 9 – Fire Doors



Source: Nusco

A partire dal secondo semestre del 2021, Nusco inizierà la commercializzazione di porte tagliafuoco (conosciute come REI), il cui sviluppo è avvenuto nel corso del 2020. Questo tipo di porte viene tipicamente impiegato nel settore alberghiero, dove è necessario che siano rispettati requisiti di resistenza, ermeticità ed isolamento, stabiliti per legge. Le porte tagliafuoco devono rispettare determinate caratteristiche quali: la resistenza all'urto ed all'impatto, l'auto-chiusura ed i livelli di radiazione. Tali caratteristiche devono seguire le stringenti norme sulla sicurezza UNI 9723:1990 A1. In genere queste porte tendono ad essere esteticamente poco accattivanti e rumorose. Per entrare in questo nuovo segmento di

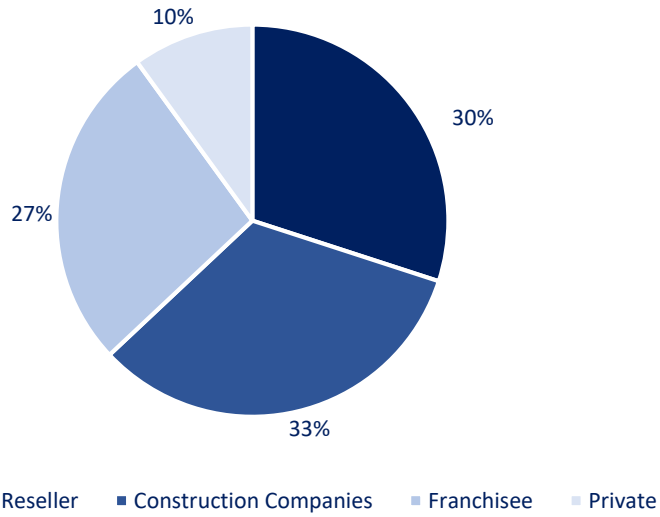
mercato, Nusco ha sviluppato una nuova linea di porte tagliafuoco, ponendo particolare attenzione all'aspetto estetico e all'abbattimento del rumore.
Le porte tagliafuoco progettate da Nusco hanno le seguenti caratteristiche:

- REI 30 o superiore: in base alla normativa vigente le porte tagliafuoco per hotel devono essere certificate almeno come REI 30, e devono essere verificate ogni otto anni;
- Attenuazione del rumore: per garantire un maggior confort agli ospiti, le porte di hotel devono garantire un elevato livello di attenuazione del rumore pari ad almeno 30db;
- Durabilità: le porte devono essere pensate per resistere ad un uso intensivo e prolungato nel tempo.

2.4 Clienti e Fornitori

2.4.1 Clienti

Chart 10 – Clients Weight by Category

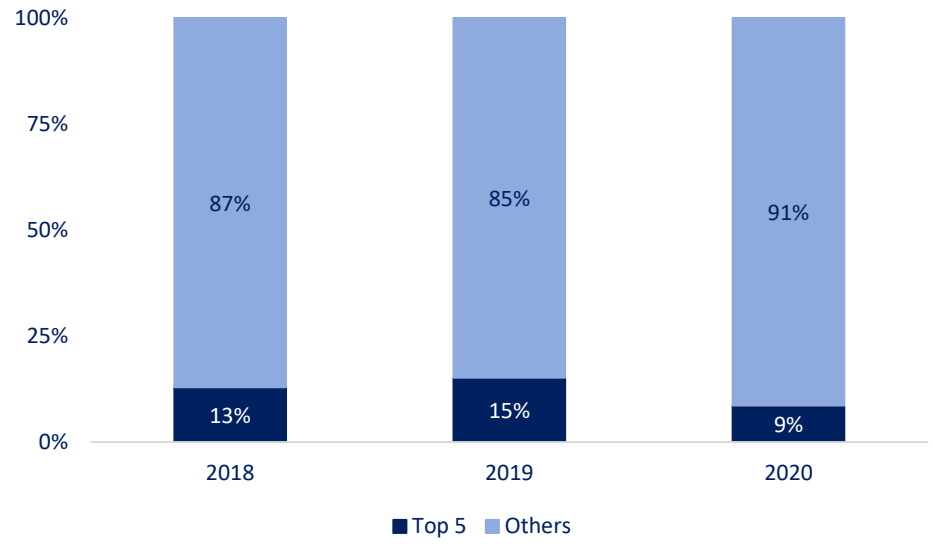


Source: Nusco

I clienti di Nusco possono essere suddivisi in quattro categorie principali:

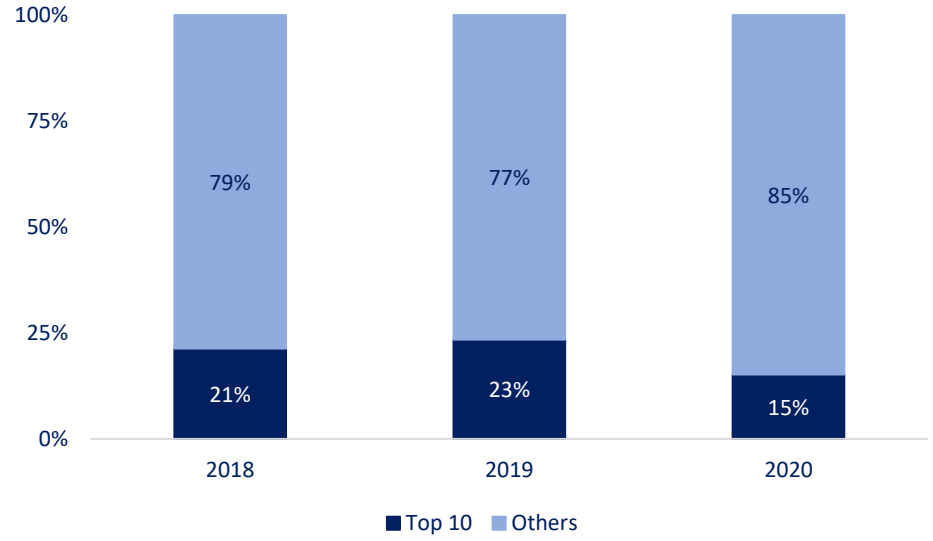
- Rivenditori Plurimarca (30% fatturato 2020 e 24% fatturato 2019): punti vendita plurimarca diffusi capillarmente su tutto il territorio italiano e autorizzati a vendere prodotti Nusco;
- Imprese di Costruzioni (33% fatturato 2020 e 29% fatturato 2019): imprese edili e costruzioni con cui la Società intrattiene anche rapporti diretti per ordini rilevanti di merce utilizzati negli sviluppi immobiliari;
- Franchisee (27% fatturato 2020 e 30% fatturato 2019): punti vendita a marchio Nusco gestiti da affiliati che vengono costantemente formati e allineati rispetto alle *policy* commerciali individuate dalla Società;
- Privati (10% fatturato 2020 e 17% fatturato 2019): consumatori finali che attraverso lo *showroom* di Nusco sito a Nola (NA) possono selezionare ed acquistare i prodotti della Società.

Chart 11 – Top 5 Clients Weight



Source: Nusco

Chart 12 – Top 10 Clients Weight

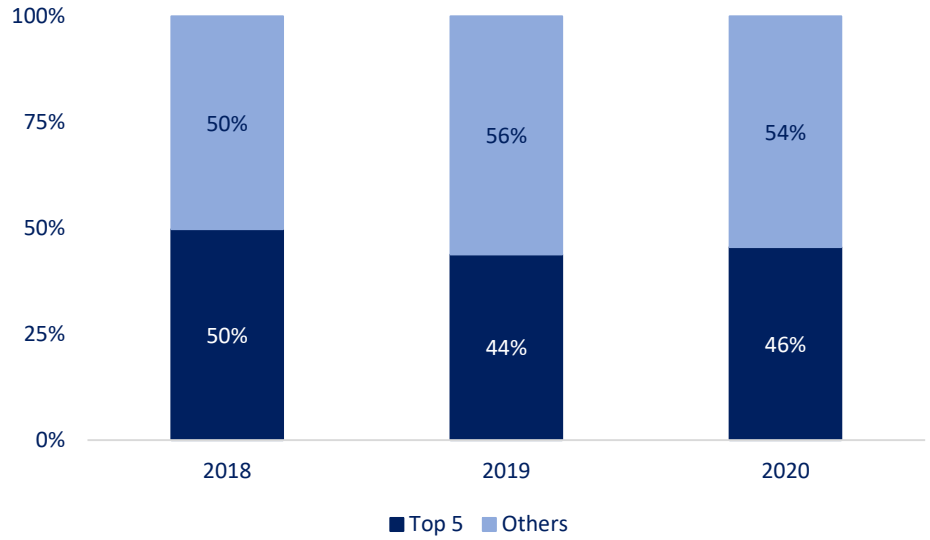


Source: Nusco

Oltre ad un buon livello di diversificazione per categoria di clienti, Nusco presenta un livello molto basso di concentrazione dei ricavi nei confronti dei maggiori clienti sia analizzando i maggiori cinque clienti anno per anno sia analizzando i maggiori dieci. Questo rappresenta un punto di forza della Società, in quanto, questa tipologia di portafoglio clienti permette di ridurre in maniera consistente la rischiosità dei ricavi generati.

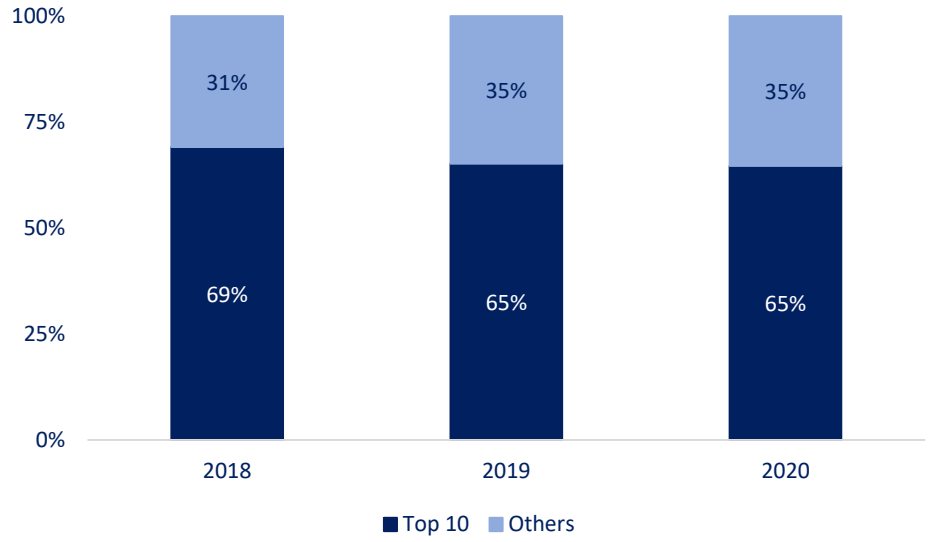
2.4.2 Fornitori

Chart 13 – Top 5 Providers Weight



Source: Nusco

Chart 14 – Top 10 Providers Weight



Source: Nusco

Osservando il portafoglio fornitori di Nusco, non si osserva un particolare rischio di concentrazione verso le principali controparti e non si osservano particolari dipendenze da singoli fornitori. Inoltre, tra i più importanti fornitori della Società troviamo anche Modo Srl e Pinum Doors & Windows Srl, entrambe Società appartenenti al Gruppo Nusco.
I fornitori di Nusco possono essere raggruppati in due categorie:

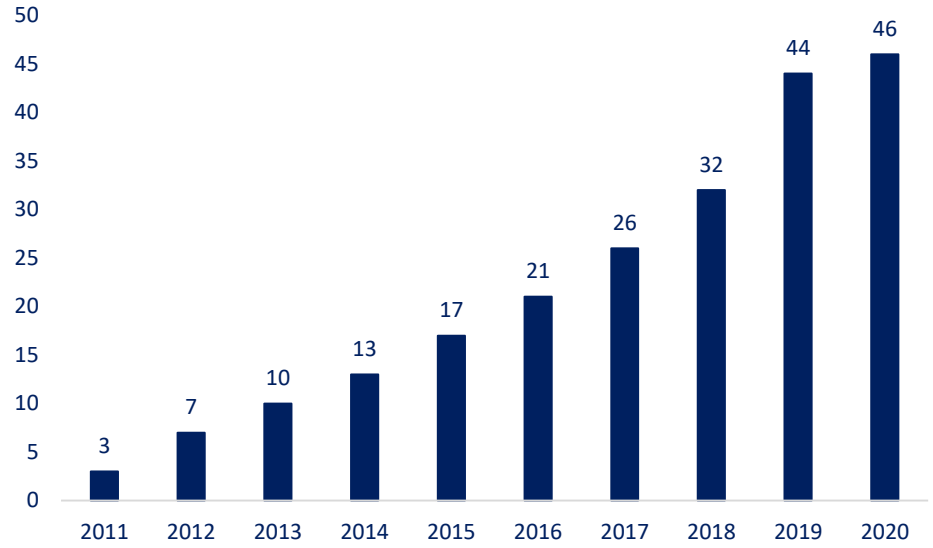
- Fornitori di materiali: la Società si avvale di una ampia rete di fornitori di materiali quali legno, ferro, vetro e alluminio dai quali potersi approvvigionare per la produzione di porte;
- Fornitori di prodotti finiti: la Società, vista l'elevata complessità di alcuni prodotti, quali infissi in PVC, acquista direttamente prodotti semilavorati e/o finiti. Di questa categoria di fornitori fanno parte anche alcune controllate del Gruppo con cui sono in

essere accordi commerciali, quali Modo Srl (che fornisce prodotti finiti per la linea finestre) e Pinum Doors & Windows Srl (che fornisce soprattutto semilavorati).

2.5 Franchising

Nusco ha iniziato ad operare tramite franchising nel 2011, anche grazie ad alcuni rivenditori plurimarca che collaboravano con la Società, e, visti i buoni risultati ottenuti con i prodotti Nusco, hanno richiesto di poter rivendere tali prodotti in esclusiva territoriale, sfruttando la riconoscibilità del marchio.

Chart 15 – N° of Franchising



Source: Nusco

Negli anni, Nusco ha perfezionato al meglio tale formula commerciale, come testimonia la crescita nel numero di franchising aperti che ha raggiunto quota 46 nel corso del 2020.

Questa formula comporta importanti vantaggi sia per Nusco sia per gli affiliati:

- Vantaggi per Nusco:
  - Presenza diretta capillare sul territorio nazionale;
  - Miglioramento della riconoscibilità del marchio e della *brand awareness*;
  - Scalabilità del business;
  - Risposta rapida alle esigenze espresse dal mercato e dai clienti;
  - Investimenti contenuti per progettazione, formazione ed integrazione tecnologica;
  - Capacità di segmentare il mercato per individuare la migliore strategia promozionale.

- Vantaggi per gli affiliati:
  - Visibilità e riconoscibilità grazie al brand Nusco;
  - Unico interlocutore per tutto il portafoglio prodotti;
  - Esclusività territoriale;
  - Progettazione gratuita dello *showroom*;
  - Formazione iniziale e continuativa;

- Assistenza continuativa;
- Fornitura esclusiva di materiale informativo e promozionale;
- Lavoro su commessa senza necessità di attrezzare un magazzino.

Il rapporto di franchising, negli anni, è stato perfezionato in modo da garantire il miglior risultato possibile sia alla Società sia agli affiliati. I rapporti tra le parti vengono gestiti da agenti/responsabili commerciali della Società che seguono il lancio dei nuovi franchisee. Agli affiliati viene consegnato tutto il materiale necessario ad avviare l'attività per quanto riguarda: progettazione dello *store*, inventario, materiale pubblicitario cartaceo e assistenza pre e post vendita. Oltre a questo, agli affiliati viene fornito un corso di formazione tecnico-commerciale per acquisire tutte le conoscenze necessarie per sviluppare la propria attività. D'altra parte, tramite contratto, vengono stabiliti oneri, obblighi e impegni che l'affiliato dovrà rispettare per non intaccare l'immagine e la formula commerciale individuata dalla Società.

Infine, il franchisee deve garantire alcune specifiche tecniche:

- Ubicazione dello *store* in zone commerciali, centrali o semicentrali con possibilità di parcheggio;
- Superficie dello *store* pari a circa 120-150 m^2;
- Personale composto da almeno un'altra risorsa oltre al titolare del negozio;
- Durata del contratto compresa tra 6-12 anni;
- Bacino di utenza pari ad almeno 30.000 abitanti;
- Investimento iniziale dell'affiliato compreso tra circa € 60.000 e € 100.000.

2.6 Ambiente e R&D

La Società si impegna ad investire in attività di ricerca e sviluppo, anche grazie ai rapporti instaurati con primarie aziende di consulenza ed enti di ricerca (come l'Università degli Studi di Salerno), al fine di garantire prodotti sempre più performanti ai propri clienti e di svolgere la propria attività nel massimo rispetto per l'ambiente. Dal punto di vista ambientale, infatti, la totalità degli scarti di lavorazione viene separata, riciclata e smaltita in modo ecologico, inoltre, le finestre prodotte hanno un bassissimo contenuto di composti organici volatili (COV).

In ambito ricerca e sviluppo, possiamo individuare una serie di fonti di innovazione della Società e una serie di soluzioni sviluppate:

- Fonti di innovazione:
  - Innovazione *pull market*: consiste nella pianificazione delle strategie di innovazione, basandosi sul continuo confronto con clienti e funzioni aziendali più vicine ai *lead-user*;
  - Innovazione *technology push*: consiste nello sviluppo di nuovi prodotti tecnologicamente all'avanguardia;
  - *Design-driver*: consiste nello sviluppo di prodotti caratterizzati da un nuovo design grazie anche all'attribuzione di significati particolari e distintivi.

- Soluzioni sviluppate:
  - Power9000: nuovo profilo in Pvc da 82,5mm classe 3 antieffrazione, con la possibilità di abbinare il sistema LUMAX, che garantisce il 25% di luce in più rispetto ai serramenti standard;
  - Sintesy W70: sistema in legno alluminio rivestito integralmente con superfici decorative sintetiche ad alta resistenza;

- Soluzioni moderne in alluminio: utilizzate per la realizzazione di grandi superfici vetrate, finestre, verande, pareti continue, lucernari, pareti divisorie e grandi finestre scorrevoli;
- Porte tagliafuoco: progetto innovativo patrocinato dal Dipartimento della tecnologia dei materiali dell'Università degli Studi di Salerno.

2.7 Marketing

La Società opera con grande impegno in attività di marketing grazie anche ad un reparto specifico che si occupa di:

- monitoraggio e svolgimento di iniziative promozionali;
- progettazione e aggiornamento del materiale di presentazione e degli strumenti operativi utilizzati dalla rete vendita (come per esempio listini e cataloghi);
- coordinamento e gestione dei rapporti con agenzie media, pubbliche relazioni e ufficio stampa;
- *newsletter* e informativa interna e/o rivolta alla rete vendita;
- gestione *web* e *social media* (Facebook, Instagram, Youtube e Linkedin);
- ulteriori esigenze legata al *brand* e al supporto alle attività di vendita.

Nel corso del 2020 e nella prima parte del 2021, Nusco, a testimonianza del costante impegno in ambito marketing, ha messo in atto attività pubblicitarie volte ad ampliare la notorietà del brand sul territorio, in vista anche dell'apertura di nuovi punti vendita monomarca in franchising sul territorio nazionale. Tra queste attività, figurano: sponsorizzazioni durante le partite di Serie A, articoli pubblicitari su importanti quotidiani e riviste, spot radio, campagna pubblicitaria su Sky Italia, campagne di *digital marketing*, sponsorizzazioni di squadre di calcio (Benevento Calcio, Salernitana, Avellino e Nola Calcio) e attività di SEO e SEM.

2.8 Vantaggi per gli Stakeholder

La Società nello svolgimento delle proprie attività, pone particolare attenzione nel creare valore per tutti i soggetti con i quali entra in contatto:

- **Ambiente**: la Società presta attenzione all'ambiente grazie all'utilizzo di tecniche finalizzate al contenimento dell'impatto ambientale e adotta politiche di riciclo degli scarti generati nella produzione;
- **Clienti**: la Società mira a soddisfare le esigenze dei clienti. Inoltre, i feedback vengono analizzati tramite indagini di *customer satisfaction* che possono generare iniziative volte al miglioramento del servizio;
- **Fornitori**: i rapporti con i fornitori vengono controllati tramite tavoli di confronto con associazioni territoriali e tramite l'adozione di politiche trasparenti nell'assegnazione dei propri ordini di fornitura;
- **Personale**: Nusco utilizza sistemi integrati di gestione, pianificando i piani di crescita, la gestione dei talenti e i percorsi di formazione adeguati alle esigenze organizzative;
- **Impresa**: negli anni la Società ha manifestato una crescita sostenibile del business, contribuendo ad incrementare il livello competitivo del mercato. Questo è stato possibile anche grazie ad una gestione trasparente, con obiettivi ben definiti e condivisi da tutti gli organi aziendali;
- **Azionisti e finanziatori**: tramite la sostenibilità economica del business sviluppato, la Società ha l'obiettivo di generare ritorno sia per gli azionisti sia per i finanziatori;

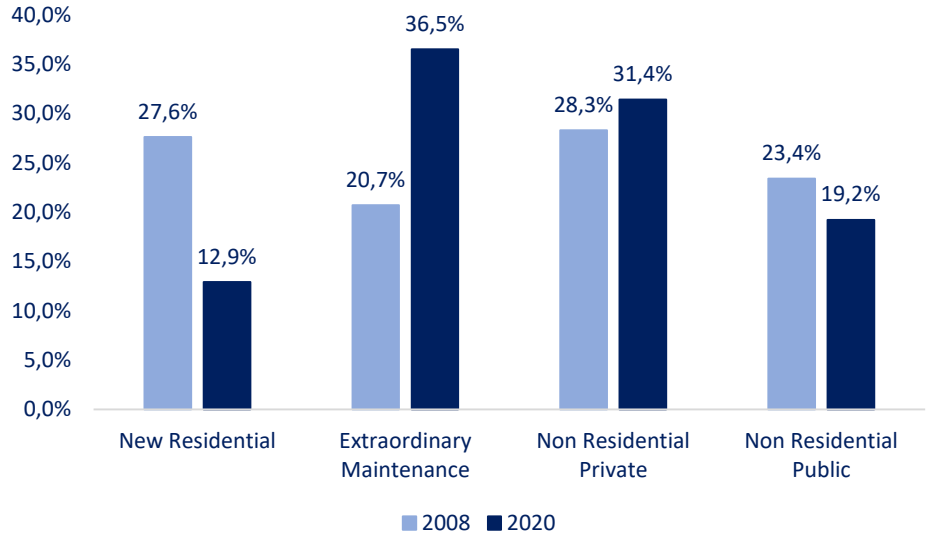
- **Istituzioni**: le interazioni con istituzioni nazionali e locali possono portare a collaborazioni in materia di sviluppo e sicurezza del territorio e gestione delle emergenze;
- **Collettività**: la Società sostiene e partecipa ad iniziative culturali, ambientali, sportive e sociali promosse anche da ONLUS e organizzazioni impegnate nel sociale.

3. Il mercato

Nusco, nello svolgimento del proprio business, si interfaccia con il mercato dell'edilizia, con particolare riferimento a porte e infissi. Il mercato in questione è caratterizzato da importanti incentivi fiscali.

3.1 Costruzioni

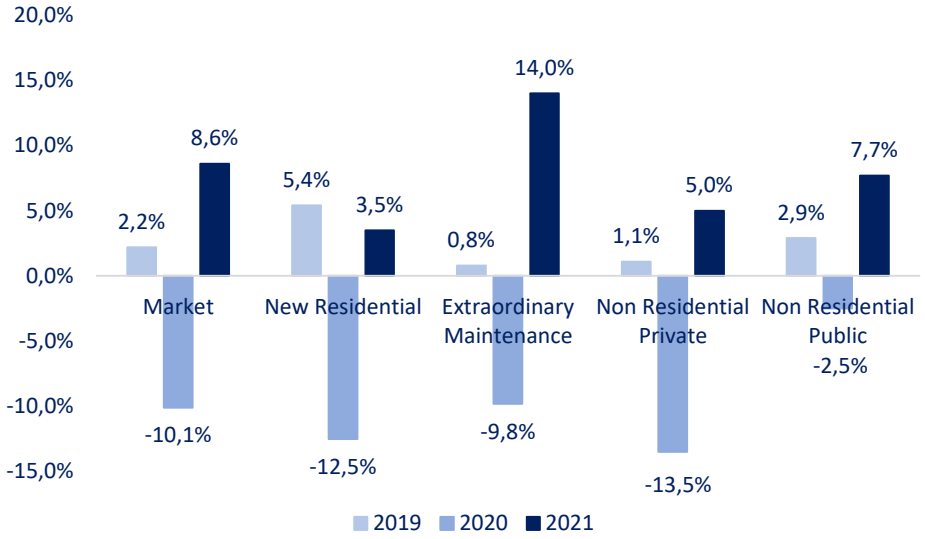
Chart 16 – Buildings Market by Category 2008-2020



Source: Osservatorio Congiunturale sull'industria delle Costruzioni, Direzione Affari Economici, Finanza e Centro Studi, Febbraio 2021

Basandoci sulle stime di ANCE, analizzando il mercato delle costruzioni italiano che ha generato un valore pari a € 118 mld circa, si osserva come le spese effettuate, nel corso del 2020A, siano così suddivise: 12,9% legato a nuove abitazioni, 36,5% legato a manutenzione straordinaria, 31,4% legato a costruzioni non residenziali private e il restante 19,2% legato a costruzioni non residenziali pubbliche. Osservando la stessa suddivisione per l'anno 2008, si possono notare alcune significative differenze. In particolare, le stesse spese, nel corso del 2008, risultavano così suddivise: 27,6% legato a nuove abitazioni, 20,7% legato a manutenzione straordinaria, 28,3% legato a costruzioni non residenziali private e il restante 23,4% legato a costruzioni non residenziali pubbliche. La differenza più evidente risiede nelle spese di manutenzione straordinaria che, dal 2008 al 2020, hanno aumentato di 16 punti percentuali circa la propria quota di mercato. Tale differenza, oltre ad un cambio delle logiche del mercato, può sicuramente essere in parte attribuita anche alla presenza di importanti incentivi fiscali.

Chart 17 – Buildings Market Trend by Category

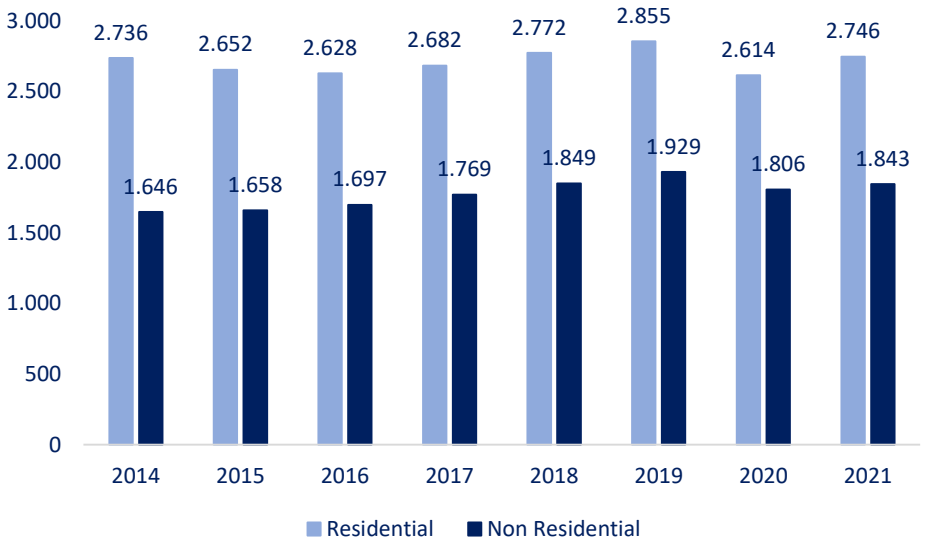


Source: Osservatorio Congiunturale sull'industria delle Costruzioni, Direzione Affari Economici, Finanza e Centro Studi, Febbraio 2021

Secondo le stime ANCE, il mercato delle costruzioni, nel 2020, raggiungendo quota € 118 mld circa, ha subito un calo del 10,1% circa rispetto al 2019. In calo tutte le categorie analizzate, il maggior calo è stato stimato per il mercato delle costruzioni non residenziali private (-13,5%), più contenuto, invece, il calo delle costruzioni non residenziali pubbliche (-2,5%). Per l'anno in corso, secondo le stime ANCE, il mercato sarà in grado di migliorare il proprio fatturato in ognuna delle categorie riconosciute, portando il valore complessivo a crescere dell'8,6% circa. In questo caso, la maggior crescita dovrebbe essere riconducibile al settore della manutenzione straordinaria, previsto in crescita del 14% circa.

3.2 Serramenti

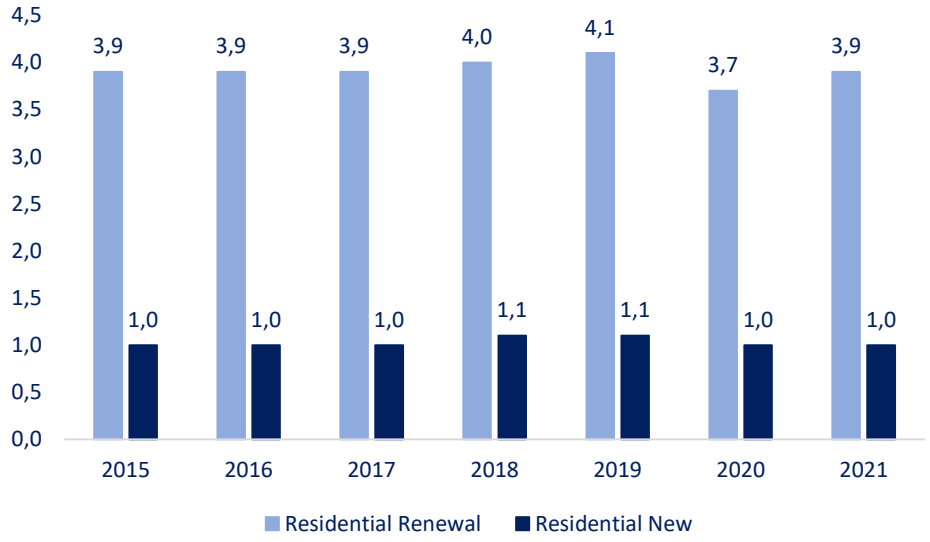
Chart 18 – Doors and Windows Demand 2014-2021 (data in *€ mln*)



Source: Dossier Forum Serramenti, 2021

La domanda di serramenti e facciate, in linea con il mercato delle costruzioni, mostra un importante calo nel corso del 2020 rispetto al 2019, pari al 7,6% circa, raggiungendo quota € 4.420 mln circa. Negli anni precedenti, tuttavia, la domanda era stata caratterizzata da una crescita costante con CAGR 2016-2019 pari a 3,4% circa. Per il prossimo anno, in linea con il mercato delle costruzioni, ci si aspetta una crescita del settore pari, in questa caso, al 3,8% circa. Tale crescita è attesa sia per il segmento residenziale (+5% circa) sia per il segmento non residenziale (+2% circa). Nel 2021, ci si aspetta dunque che il mercato possa raggiungere quota € 4.589 mln di cui € 2.745 mln residenziali e € 1.843 mln non residenziali.

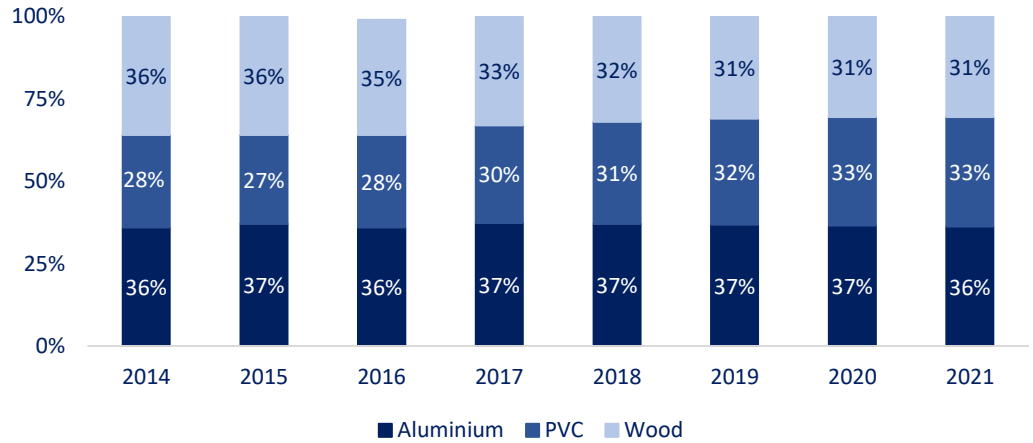
Chart 19 – Windows Sold 2015-2021 (data in *mln*)



Source: Dossier Forum Serramenti, 2021

Analizzando il mercato delle finestre del comparto residenziale, è possibile osservare come una quota pari all'80% circa delle finestre vendute sia legata ad operazioni di rinnovo e il restante 20% circa al segmento "nuovo". Come detto in precedenza, tal mercato ha subito un calo nel corso del 2020. Il numero totale di finestre vendute è infatti passato da 5,2 mln del 2019 a 4,7 mln del 2020. Anche in questo caso, ci si aspetta una ripresa nel 2021. Secondo le stime, infatti, il numero di finestre vendute sarà pari a 4,9 mln circa, di cui 3,9 mln legate al segmento rinnovo e 1 mln legate al segmento nuovo.

Chart 20 – Doors and Windows by Material 2014-2021

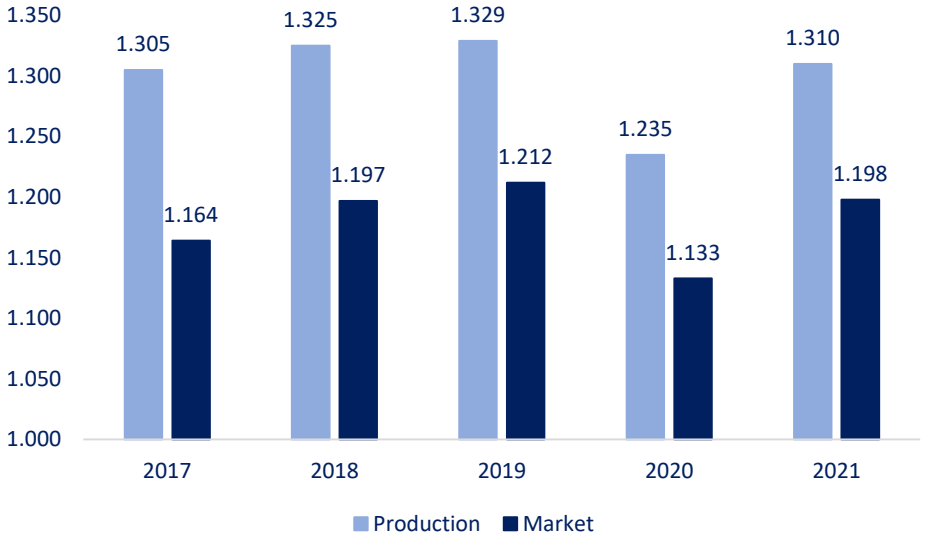


Source: Dossier Forum Serramenti, 2021

Il mercato dei serramenti può essere analizzato dal punto di vista dei materiali utilizzati. I materiali in questione sono sostanzialmente tre: alluminio, PVC e legno. Si osserva, negli anni, una riduzione complessiva dell'utilizzo del legno, la cui quota di mercato è passata dal 36% circa del 2014 a 31% circa del 2020. Anche per il prossimo anno, in base alle stime, ci si aspetta una quota pari al 31% del totale. Risulta, invece, sostanzialmente costante l'utilizzo di alluminio la cui quota è passata da 36% circa del 2014 a 37% circa del 2020. In continuo aumento la quota di mercato relativa al PVC che è passata da 28% del 2014 a 33% del 2020. 33% è la quota stimata anche per il 2021.

3.3 Porte e Finestre in Legno

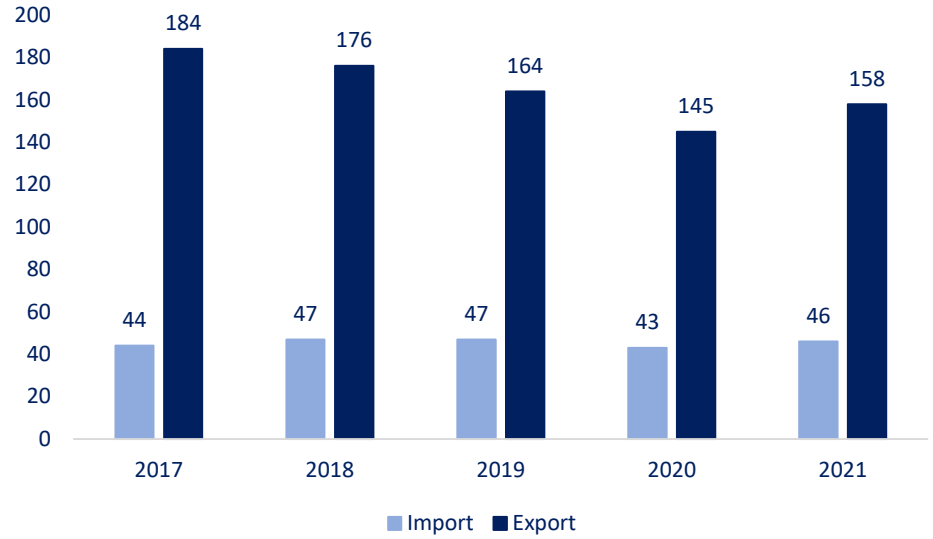
Chart 21 – Production and Market *(Data in €mln)*



Source: Elaborazione Cerved su Dati Istat cod. Ateco 16.23.1 - Porte e finestre in legno (escluse porte blindate), 2020

Osservando il mercato delle porte e delle finestre in legno, secondo le analisi di Cerved, si evidenzia un sostanziale equilibrio tra domanda e offerta nei vari anni. Come prevedibile, nel corso del 2020, si osserva infatti una riduzione sia in termini di produzione sia in termini di mercato. Secondo le analisi, il mercato è prevalentemente sostenuto dalla crescita del segmento porte, mentre il segmento finestre in legno presenta un leggero calo dovuto alla maggior diffusione di finestre in altri materiali (principalmente PVC).

Chart 22 – Import and Export *(Data in €mln)*



Source: Elaborazione Cerved su Dati Istat cod. Ateco 16.23.1 - Porte e finestre in legno (escluse porte blindate), 2020

Nel 2019, il mercato interno è cresciuto dell'1,3%, mentre l'export, che comunque rappresenta una minor quota del mercato complessivo, ha mostrato una flessione del 6,5% circa. Secondo il report di Cerved, che ipotizza uno "scenario base" per il 2020, si stima un calo nel corso dell'anno dell'11,6% dell'export rispetto al 2019. Secondo le stime, a tale calo seguirà un incremento previsto pari al 9% nel 2021. Per quanto riguarda l'import si stima invece nel 2020 un calo pari all'8,5% rispetto al 2019 con una ripresa prevista nel 2021 pari al 6,3%.

3.4 Incentivi Fiscali

Nel mercato di riferimento della Società, sono presenti alcuni importanti benefici fiscali: Ecobonus 50% e Superbonus 110%. Di seguito una tabella riassuntiva delle principali caratteristiche di tali norme:

Table 2 – Ecobonus and Superbonus

	Ecobonus 50%	Superbonus 110%
Detrazione	Bonus Fiscale fino al 50% delle spese totali sostenute per eseguire i lavori di riqualificazione energetica	Superbonus al 110% se la sostituzione degli infissi avviene contemporaneamente ad altri lavori che riguardano in maniera più estesa l'intero edificio
Requisiti	- Immobile già accatastato o in fase di accatastamento - Beneficiario in regola con il pagamento dei contributi - Immobile dotato di un impianto di riscaldamento	- Immobile già accatastato o in fase di accatastamento - Beneficiario in regola con il pagamento dei contributi - Immobile dotato di un impianto di riscaldamento
Requisiti Installazione	- Deve trattarsi di una sostituzione di infissi - L'intervento deve riguardare un serramento installato in un locale riscaldato rivolto verso l'esterno - I nuovi infissi devono garantire una trasmittanza termica (Uw) inferiore o uguale al valore di trasmittanza limite riportato in tabella 2 del D.M. - Spese sostenute fino al 2023 rispetto anche alla tipologia di intervento	- Spese sostenute fino al 2023 rispetto anche alla tipologia di intervento - Necessità di una perizia asseverata redatta da un tecnico abilitato (ingegnere, architetto, geometra o perito) iscritto al proprio Albo professionale - Coibentazione di almeno il 25% delle pareti dell'edificio - Installazione di impianti di riscaldamento utilizzando caldaie a condensazione o pompe di calore. È richiesto il miglioramento di almeno 2 classi energetiche o, se non possibile, il raggiungimento del miglioramento massimo tecnicamente raggiungibile, da attestare tramite certificazione APE
Utilizzo Bonus	- Detrazione in dichiarazione dei redditi suddiviso in 10 quote annuali - Cessione del credito anche a banche ed istituti finanziari - Sconto in fattura, recuperato poi come credito di imposta	- Detrazione in dichiarazione dei redditi suddiviso in 5 quote annuali - Cessione del credito anche a banche ed istituti finanziari - Sconto in fattura, recuperato poi come credito di imposta

Source: www.pmi.it; www.fiscoetasse.com

3.5 Impatto Incentivi Fiscali

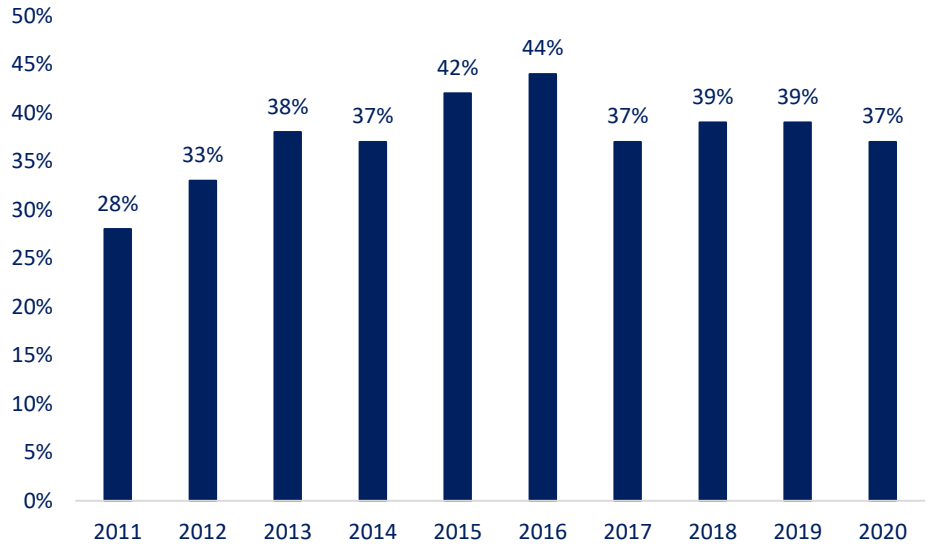
Chart 23 – Doors and Windows Sold with Fiscal Incentive 2007-2020 *(Data in €mld)*



Source: Rapporto sul mercato italiano dell'involucro edilizio, numero_2021, UNICMI, 2021

Nel periodo dal 2007 al 2020 gli incentivi fiscali per gli interventi di riqualificazione energetica degli edifici hanno contribuito a sostenere la domanda di serramenti. Il fatturato generato grazie ad incentivi fiscali, secondo le stime UNICMI, infatti, è passato da € 0,5 mld del 2007 e € 1,4 mld del 2020. Nel 2019, prima della decrescita osservata nell'ultimo anno, il valore risultava addirittura pari a € 1,8 mld.

Chart 24 – Share of Doors and Windows Sold with Fiscal Incentive 2011-2020



Source: Rapporto sul mercato italiano dell'involucro edilizio, numero_2021, UNICMI, 2021

L'importanza degli incentivi fiscali, è dimostrata anche dalla quota di fatturato dei costruttori di serramenti metallici generata grazie ad incentivi di questo tipo, pari al 37% nel 2020. In questo caso, il dato risulta sostanzialmente in linea con gli ultimi anni.

4. Posizionamento Competitivo

Table 3 – Main Competitor *(2019 data)*

	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
Scrigno	51,68	11,29	21,8%	2,22	4,3%	-2,05	-4,0%	49,27	4,4x
Bertolotto Porte	31,32	3,37	10,7%	1,76	5,6%	1,25	4,0%	18,63	5,5x
Cocif	32,09	3,17	9,9%	0,17	0,5%	0,08	0,2%	7,20	2,3x
Garofoli	36,63	1,38	3,8%	0,18	0,5%	0,11	0,3%	3,05	2,2x
Gidea	21,93	0,66	3,0%	0,32	1,4%	0,57	2,6%	-1,46	N/A
MEDIAN	**32,09**	**3,17**	**9,9%**	**0,32**	**1,4%**	**0,11**	**0,3%**	**7,20**	**3,3x**
Nusco	**19,28**	**3,23**	**16,7%**	**1,62**	**8,4%**	**0,26**	**1,4%**	**-2,60**	**N/A**

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano.

Nusco vanta alcuni importanti elementi distintivi:

- **Leadership**. La Società vanta un posizionamento di *leadership* nel mercato campano di porte e infissi, e discreta presenza nel resto del territorio nazionale, prevalentemente nel Centro-Sud Italia;
- ***Brand Awarness*.** Il marchio "Nusco" è un brand storico italiano molto riconosciuto soprattutto nel Sud Italia (dove la Società ha generato l'80% circa del fatturato 2020) e presente sul mercato dei serramenti già dagli anni settanta;
- ***Expertise* dei soci e del *management***. La famiglia Nusco è sempre stata coinvolta nella gestione aziendale e negli oltre 60 anni di attività ha sviluppato, assieme al *management team*, un importante *know-how* nel business di riferimento;
- **Franchising e presenza territoriale**. Il franchising permette di trasferire agli affiliati il proprio *know-how* commerciale. Grazie a questo canale (46 franchisee monomarca al 31 dicembre 2020 e 49 ad oggi), al proprio showroom *proprietario* e ai rivenditori plurimarca autorizzati (circa 1.000), la Società è in grado di presidiare efficacemente il territorio nazionale;
- **Portafoglio clienti**. La Società lavora su commessa e vanta un ampio portafoglio clienti formato da: imprese di costruzioni, franchisee, rivenditori plurimarca e privati. Le commesse hanno inizio con la ricezione dell'ordine di vendita e vengono elaborate in tempi rapidi grazie ad un'organizzazione aziendale efficiente ed un modello di business flessibile;
- **Innovazione**. La Società vanta un'ottima propensione all'innovazione di prodotto, al fine di ampliare la propria offerta. In questo ambito, la Società sfrutta rapporti di collaborazioni con centri di ricerca dell'Università di Salerno.

4.1 Swot

Strengths:

- Produzione internalizzata: la Società mostra un'elevata integrazione produttiva grazie anche al supporto delle altre società del Gruppo che permettono flessibilità e personalizzazione dei prodotti;
- *Brand awarness*: notorietà e riconoscibilità del marchio "NUSCO". Questo permette alla Società di evitare guerre di prezzo con i *competitor*;
- Produzione "sartoriale": la Società è in grado di mettere in atto processi di lavorazione su misura con prodotti a marchio "NUSCO" al fine di soddisfare al meglio le esigenze dei clienti;
- Comparto R&D specializzato: gli sforzi in questo ambito permetto di creare nuovi prodotti da lanciare che possono garantire alla Società la posizione di *first mover* sul mercato dei serramenti.

Weaknesses:

- Difficoltà nella reperibilità di materiali in legno certificati: per garantire il minor impatto ambientale possibile, occorrerebbe utilizzare legni locali o provenienti da foreste certificate (Forestry Stewardship Council). Tuttavia, in alcuni casi, questi materiali, risultano di difficile reperibilità;
- Scarsa diversificazione geografica: ad oggi, la Società è tra i principali *player* in Campania, ma nelle regioni del Nord Italia resta ancora in svantaggio rispetto ad altri *competitor*. Anche il mercato estero risulta poco presidiato.

Opportunities:

- Ecobonus: gli incentivi fiscali sono la manifestazione di una politica governativa attenta alle tematiche ambientali e di efficientamento energetico;
- Mercato piuttosto frammentato senza un vero e proprio leader, questo potrebbe dare la possibilità di conquistare nuove quote di mercato con maggior facilità.

Threats:

- Riduzione o cancellazione degli incentivi statali: questo comporterebbe un rallentamento dell'attività;
- Crisi post Covid 19: questo potrebbe generare una contrazione della domanda nel medio termine;
- Rischi macroeconomici: anche in questo caso, si potrebbe generare una contrazione della domanda nel medio termine.

5. Economics & Financials

Table 4 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	19,28	15,41	20,30	23,50	26,30	28,10
Other Revenues	0,76	1,58	0,90	0,00	0,00	0,00
Value of Production	**20,04**	**16,99**	**21,20**	**23,50**	**26,30**	**28,10**
COGS	13,99	13,25	14,55	16,30	18,10	19,30
Services	1,21	1,18	1,65	1,85	2,00	2,10
Use of assets owned by others	0,41	0,17	0,40	0,10	0,10	0,10
Employees	1,14	0,96	1,25	1,30	1,45	1,50
Other Operating Expenses	0,06	0,12	0,15	0,15	0,15	0,15
EBITDA	**3,23**	**1,30**	**3,20**	**3,80**	**4,50**	**4,95**
EBITDA Margin	*16,7%*	*8,5%*	*15,8%*	*16,2%*	*17,1%*	*17,6%*
Writedowns and Extraordinary Items	0,72	1,20	0,15	0,15	0,20	0,20
D&A	0,89	0,00	0,70	0,95	0,95	1,00
EBIT	**1,62**	**0,10**	**2,35**	**2,70**	**3,35**	**3,75**
EBIT Margin	*8,4%*	*0,7%*	*11,6%*	*11,5%*	*12,7%*	*13,3%*
Financial Management	(0,23)	(0,16)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,15)
EBT	**1,39**	**(0,06)**	**1,85**	**2,20**	**2,85**	**3,60**
Taxes	1,13	0,30	0,60	0,70	0,95	1,20
Net Income	**0,26**	**(0,36)**	**1,25**	**1,50**	**1,90**	**2,40**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	**1,65**	**4,60**	**5,60**	**5,20**	**4,70**	**4,15**
Account receivable	12,01	12,39	12,30	13,40	14,40	14,60
Inventories	2,66	4,72	3,15	3,20	3,30	3,40
Account payable	2,98	6,05	3,20	3,60	4,10	4,50
Operating Working Capital	**11,69**	**11,07**	**12,25**	**13,00**	**13,60**	**13,50**
Other	(0,85)	0,35	(0,05)	(0,35)	(0,60)	(1,15)
Net Working Capital	**10,84**	**11,42**	**12,20**	**12,65**	**13,00**	**12,35**
Severance Indemnities & Other Provisions	0,33	1,56	1,55	1,55	1,55	1,55
NET INVESTED CAPITAL	**12,16**	**14,46**	**16,25**	**16,30**	**16,15**	**14,95**
Share Capital	18,01	18,01	17,13	17,13	17,13	17,13
Reserves	(3,51)	(5,00)	0,11	1,36	2,86	4,76
Net Income	0,26	(0,36)	1,25	1,50	1,90	2,40
Equity	**14,76**	**12,64**	**18,49**	**19,99**	**21,89**	**24,29**
Cash & Cash Equivalent	0,23	2,95	8,59	9,04	9,39	12,04
Short Term Debt	1,70	1,74	1,60	1,85	2,00	2,00
M/L Term Financial Position	(4,06)	3,03	4,75	3,50	1,65	0,70
Net Financial Position	**(2,60)**	**1,82**	**(2,24)**	**(3,69)**	**(5,74)**	**(9,34)**
SOURCES	**12,16**	**14,46**	**16,25**	**16,30**	**16,15**	**14,95**

CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	0,10	2,35	2,70	3,35	3,75
Taxes	0,30	0,60	0,70	0,95	1,20
NOPAT	**(0,20)**	**1,75**	**2,00**	**2,40**	**2,55**
D&A	0,00	0,70	0,95	0,95	1,00
Change in receivable	(0,38)	0,09	(1,10)	(1,00)	(0,20)
Change in inventories	(2,06)	1,57	(0,05)	(0,10)	(0,10)
Change in payable	3,07	(2,85)	0,40	0,50	0,40
Change in others	(1,20)	0,40	0,30	0,25	0,55
Change in NWC	*(0,58)*	*(0,78)*	*(0,45)*	*(0,35)*	*0,65*
Change in provisions	1,22	(0,01)	0,00	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	**0,44**	**1,66**	**2,50**	**3,00**	**4,20**
Capex	(2,94)	(1,70)	(0,55)	(0,45)	(0,45)
FREE CASH FLOW	**(2,50)**	**(0,04)**	**1,95**	**2,55**	**3,75**
Financial Management	(0,16)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,15)
Change in Financial Debt	7,13	1,58	(1,00)	(1,70)	(0,95)
Change in Equity	(1,75)	4,60	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**2,72**	**5,64**	**0,45**	**0,35**	**2,65**

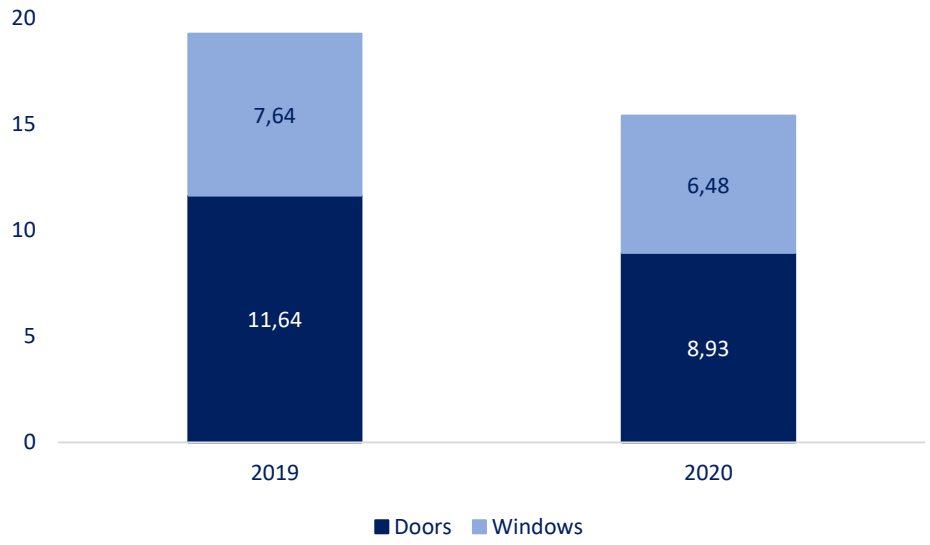
Source: stime Integrae SIM

5.1 FY20A Results

Nel corso del 2020, il business di Nusco è stato penalizzato dalla pandemia Covid 19. Infatti, la Società ha subito un blocco totale delle attività dal 12 marzo al 4 maggio e, nella seconda metà dell'anno, nonostante il complessivo miglioramento della situazione si sono verificati ritardi in termini di lavorazione degli ordini dovuti all'entrata in zona rossa della Campania per i mesi di novembre e dicembre e al disagio generalizzato dovuto alla difficoltà di spostamento tra comuni all'interno della regione. Questo ha avuto importanti effetti sul canale dei privati e dei rivenditori. Al fine di limitare l'impatto della situazione pandemica, la Società ha usufruito: della cassa integrazione, della sospensione del pagamento dei debiti tributari, di dilazioni dei pagamenti verso fornitori non strategici, delle moratorie bancarie e di un finanziamento ottenuto da Banca Progetto con le garanzie di Mediocredito.

Sulla base di quanto sopra descritto, la pandemia ha portato da una riduzione del fatturato da € 19,28 mln ad € 15,41 mln.

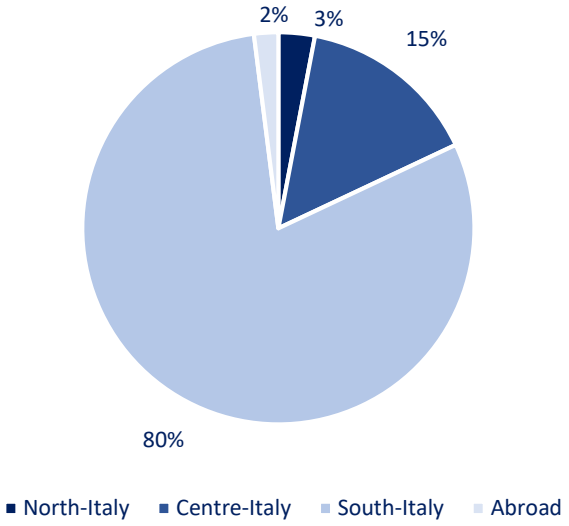
Chart 25 –Revenues by BU



Source: Nusco

In particolare, il fatturato relativo alla BU porte è passato da € 11,64 mln ad € 8,93 mln (calo del 23%), mentre il fatturato relativo alla BU infissi è passato da € 7,64 mln ad € 6,48 mln (calo del 15%). Questo ha portato ad un calo complessivo del 20% circa dei ricavi. Alla luce di questi dati, il fatturato relativo alla BU porte passa dal 60% del totale nel 2019 al 58% del totale nel 2020. Di conseguenza, la quota di ricavi relativa alla BU infissi è passata dal 40% al 42%. La minor contrazione della BU infissi è dovuta anche agli incentivi fiscali introdotti e alla volontà della Società di concentrarsi maggiormente sulla produzione di infissi.

Chart 26 –Revenues by Geographical Area



Source: Nusco

La Società genera fatturato in tutta Italia e, in minima arte, anche all'estero. In particolare, la maggior parte dei ricavi deriva dal Sud Italia (80% del fatturato nel 2020 e 80% del fatturato 2019). La parte residuale risulta così suddivisa: 3% Nord Italia (4% nel 2019), 15% Centro Italia (12% nel 2019) e 2% estero (3% nel 2019).

Il calo dei ricavi del 2020 ha causato una diminuzione dell'EBITDA che passa da € 3,23 mln (€1,78 mln BU infissi e 1,45 mln BU porte) a € 1,30 mln (€0,68 mln BU infissi e 0,62 mln BU porte). Oltre alla riduzione del fatturato, sul calo dell'EBITDA, hanno inciso: una maggiore incidenza percentuale del costo dei materiali diretti della BU porte e un incremento generale dei costi di produzione per lavorazioni eseguite da terzi (soprattutto per prestazioni commissionate a Modo Srl che, al 31/12/20, non avevano ancora generato i relativi ricavi). Al contrario, un effetto positivo è stato determinato dalla diminuzione del costo del personale, sia diretto sia indiretto, grazie all'utilizzo della cassa integrazione.

Si osserva poi una diminuzione dell'EBIT da € 1,62 mln ad € 0,10 mln con conseguente calo dell'EBIT margin da 8,4% a 0,7%. In calo anche il net income da € 0,26 mln ad - € 0,36 mln. Nel corso dell'anno, la Società ha provveduto ad un importante accantonamento al fondo rischi per potenziali contenziosi tributari che potrebbero presentarsi in futuro, rispetto ai quali il socio unico di Nusco si è formalmente impegnato a dotare la Società delle risorse finanziarie necessarie all'eventuale richiesta di adempimento delle passività sino al limite dell'importo accantonato al fondo.

A livello di circolante si osserva una significativa crescita delle rimanenze dovuta all'aumento della merce in giacenza causata dal blocco della produzione tra marzo e aprile 2020 e dal rallentamento della distribuzione a seguito della seconda ondata pandemica. Si osserva poi, a fronte di un leggero aumento dei crediti commerciali, un'importante crescita dei debiti commerciali dovuta: all'acquisto di macchinari nel corso del 2020 per il nuovo impianto PVC, a maggiori acquisti di materiali effettuati strategicamente per beneficiare di sconti quantità e alla dilazione di pagamento verso fornitori ritenuti non strategici dalla Società.

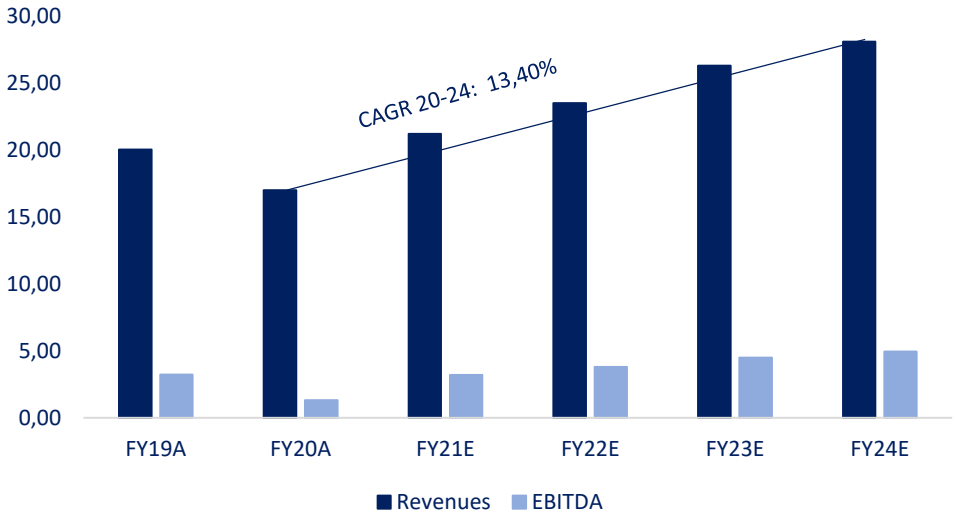
Per quanto riguarda le immobilizzazioni, la crescita è principalmente dovuta alla rivalutazione del marchio aziendale avvenuta ai sensi della Legge n. 126/2020 per € 1,7 mln. Oltre a questo,

la Società ha sostenuto investimenti legati principalmente all'acquisto di attrezzature impiegate nel nuovo impianto per infissi in PVC inaugurato a settembre 2020.
A livello di Patrimonio Netto, si osserva una variazione connessa al maggior valore attribuito al marchio ed un'ulteriore variazione dovuta alla rinuncia della Società all'incasso dei crediti verso soci per futuro aumento di capitale.

Alla luce delle variazioni sopra descritte, la NFP mostra un peggioramento da - € 2,60 mln (cassa) a € 1,82 mln.

5.2 FY21E – FY24E Estimates

Chart 27 – VoP, EBITDA19A-24E



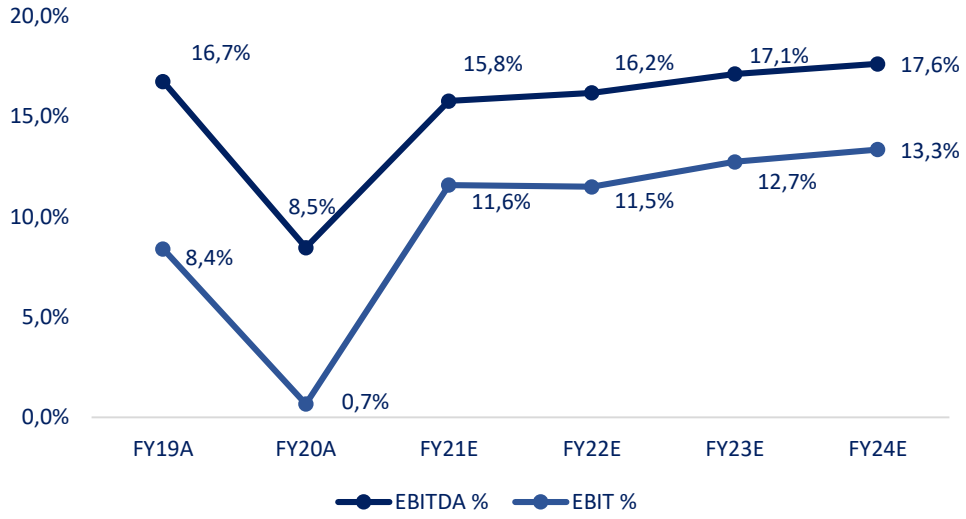
Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 16,99 mln del 2020A a € 28,10 mln del 2024E (CAGR20A-24E: 13,40%), grazie ai seguenti principali *driver*:

- **Ampliamento della rete commerciale**. Crediamo che la Società potrà ampliare la propria rete commerciale tramite:
  - Incremento del numero di franchising soprattutto nelle regioni del Centro-Nord Italia (alcune aperture sono già programmate);
  - Accordi con rivenditori plurimarca e aggiunta di nuovi presidi commerciali sia esteri sia nazionali soprattutto nel Centro-Nord Italia;
- **Incremento della produzione**: crediamo che la Società sarà in grado di incrementare la propria capacità produttiva grazie all'acquisizione di nuovi impianti e macchinari tecnologicamente avanzati e automatizzati;
- **Marketing e digitalizzazione**. Crediamo che la Società sarà in grado di sfruttare le opportunità derivanti dalle attività di marketing e dalla digitalizzazione grazie a:
  - Investimenti nel comparto digitale al fine di facilitare la *user experience* del cliente e di permettere la vendita anche attraverso il canale online;
  - Incremento della notorietà del *brand* attraverso campagne pubblicitarie mirate che possano anche permettere di vendere prodotti a maggior marginalità;

- **Ricerca e sviluppo**. Crediamo che gli importanti investimenti finalizzati dalla Società in questo ambito porteranno a:
    - Ampliamento della gamma produttiva con l'offerta di nuovi prodotti, come le porte tagliafuoco;
    - Sviluppo di prodotti sempre più sostenibili dal punto di vista ambientale e conseguentemente più richiesti dai clienti;
- **Opportunità derivanti dal mercato**: crediamo che l'andamento del mercato delle costruzioni e dei serramenti potrà dare un importante sostegno alla crescita della Società;
- **Incentivi fiscali**: crediamo che la presenza di importanti incentivi fiscali (Ecobonus e Superbonus) potrà portare ad una significativa crescita della domanda di prodotti della Società. Pensiamo inoltre che, tali bonus, oltre all'aumento della domanda, potranno portare i clienti a ricercare prodotti qualitativamente migliori, con conseguente beneficio per Nusco in termini di volumi di vendita di prodotti ad alto prezzo;
- **M&A**: crediamo che la Società possa finalizzare acquisizioni di Società integrabili con Nusco (*driver* non ricompreso tra le stime).

Chart 28 – EBITDA % and EBIT% 19A-24E

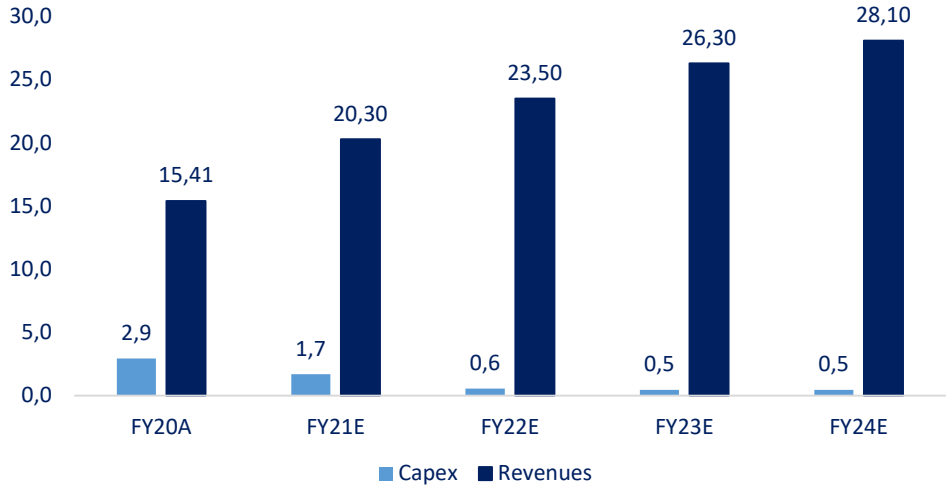


Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 1,30 mln del 2020A a € 4,95 mln del 2024E. Crediamo che Nusco potrà migliorare la propria marginalità negli anni di piano principalmente grazie ai seguenti driver:

- Maggior forza contrattuale nei confronti dei fornitori derivante dal maggior fatturato;
- Effetto leva sui costi operativi ed, in generale, su buona parte dei costi fissi;
- Possibilità di trasferire i maggiori costi delle materie prime, sui prezzi finali di vendita, anche grazie agli incentivi fiscali;
- Efficientamento dell'attività produttiva grazie ad una maggior automatizzazione dei processi e ad investimenti in attrezzature.

Chart 29 – Revenues, Capex 20A-24E



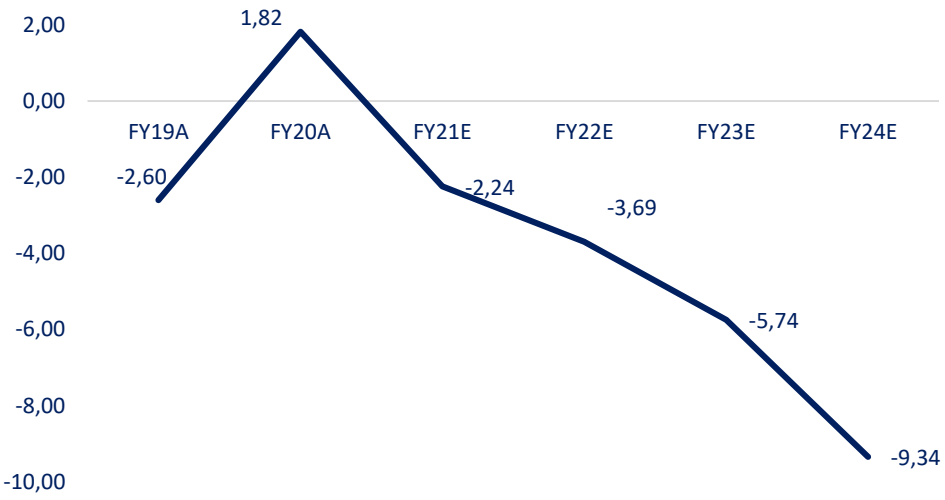
Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, crediamo che Nusco continuerà ad investire nei prossimi anni. In particolare, crediamo che gli investimenti saranno finalizzati:

- Al software integrato con i sistemi ICT dei franchisee;
- Ad attrezzature e macchinari per incrementare, efficientare e automatizzare il processo produttivo;
- Ad attività di ricerca e sviluppo finalizzata all'ampliamento del portafoglio prodotti.

Per l'anno 2021E, la voce Capex comprende i costi di IPO.

Chart 30 - NFP 19A-24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che la Società possa tornare a migliorare la propria NFP già a partire dal 2021E e con maggiore forza negli anni successivi, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel corso dell'anno, grazie anche alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.
Per quanto riguarda le stime dei giorni di incasso dei crediti commerciali e di pagamento dei debiti commerciali, data la straordinarietà dell'anno 2020A, abbiamo preso come base per le nostre stime l'anno 2019A e abbiamo previsto un costante efficientamento delle voci derivante dalla maggior forza contrattuale che la Società avrà al crescere dei propri volumi.

5.3 Use of Proceeds

Nusco ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate a dare maggiore impulso al processo di crescita. In particolare, crediamo che la Società potrà investire i proventi della quotazione per continuare la propria crescita sia per linee esterne sia per linee interne.

- Per quanto riguarda le linee interne, pensiamo che la strategia sia quella di consolidare il proprio posizionamento competitivo sui mercati di riferimento e di accelerare la crescita organica. Crediamo, quindi, che gli investimenti riguarderanno:
    - Ampliamento della rete commerciale e della rete di franchising, soprattutto nelle regioni del centro-nord Italia, al fine di incrementare la diversificazione territoriale;
    - Incremento ed efficientamento produttivo, investendo in macchinari per la riduzione dei tempi di produzione, per una maggiore automazione e per lo sviluppo di una nuova piattaforma di logistica per gli infissi in PVC;
    - Marketing e digitalizzazione grazie ad investimenti finalizzati ad incrementare la notorietà del *brand* (come campagne pubblicitarie) e a permettere una maggiore digitalizzazione sia della rete distributiva e commerciale sia dell'offerta di prodotti anche tramite un canale e-commerce;
    - Ricerca e sviluppo per lo sviluppo di nuove linee di prodotto e per la riduzione dell'impatto ambientale dei beni offerti ai clienti;

- Per quanto riguarda le linee esterne, pensiamo che Nusco potrà completare acquisizioni di piccole e medie aziende che possano ben integrarsi sia verticalmente nel processo produttivo sia orizzontalmente andando ad ampliare l'offerta di prodotti.

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity range* di Nusco sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di Società comparabili.

6.1 DCF Method

Table 5 – WACC

WACC			7,74%
Risk Free Rate	-0,12%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	25,00%	Beta Relevered	1,1
Ke	8,82%	Kd	4,75%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di luglio 2021 con scadenza compresa tra i 3 anni 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*;
- Il tasso di crescita g, per prudenza, è stato fissato all'1%;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 7,74%.

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		41,4
FCFO actualized	6,8	17%
TV actualized DCF	32,3	83%
Enterprise Value	**39,1**	100%
NFP (FY21E)	(2,2)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un ***equity value* di € 41,4 mln.**

Table 7 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Growth Rate (g)	2,5%	70,3	62,2	55,8	50,6	46,3	42,7	39,7
	2,0%	63,1	56,6	51,3	47,0	43,3	40,2	37,5
	1,5%	57,4	52,1	47,7	43,9	40,8	38,1	35,7
	1,0%	52,8	48,3	44,6	41,4	38,6	36,2	34,0
	0,5%	49,0	45,2	41,9	39,1	36,7	34,5	32,6
	0,0%	45,9	42,5	39,7	37,2	35,0	33,0	31,3
	-0,5%	43,1	40,2	37,7	35,5	33,5	31,7	30,2

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

6.2.1 Composizione del Panel

Inwido AB (Sweden) si occupa di fornitura di finestre e porte. Le sue attività comprendono la produzione e l'export di finestre e porte in legno. Opera tramite i seguenti segmenti geografici: Svezia-Norvegia, Finlandia, Danimarca ed Europa emergente. L'azienda è stata fondata il 4 settembre 2002 e ha sede a Malmo, in Svezia.

Tyman Plc (UK) opera come fornitore di componenti edilizi per l'industria di porte e finestre. In particolare, tramite AmesburyTruth produce finestre e componenti hardware per porte, finestre e sistemi di chiusura. Tyman è stata fondata il 1° aprile 1993 e ha sede a Londra, Regno Unito.

PGT Innovations Inc (USA). Il business dell'azienda consiste nella produzione e vendita di finestre e porte. Offre i suoi prodotti sotto i marchi PGT Custom Windows and Doors, CGI e WinDoor. L'azienda è stata fondata da Rodney Hershberger nel 1980 ed ha sede a North Venice, USA.

Eurocell Plc (UK) è una holding che si occupa della produzione di finestre in PVC e di prodotti per l'edilizia utili per l'installazione di finestre nuove e la sostituzione di finestre. Oltre a questo, si impegna nella vendita di materiali da costruzione in tutto il Regno Unito. L'azienda è stata fondata in 1974 ed ha sede ad Alfreton, Regno Unito.

Table 8 – Comparables Financial Highlights *(data in € mln)

FY2020A	Inwido AB	Tyman Plc	PGT Innovations Inc.	Eurocell Plc	Peer Median	Nusco
Country	Sweden	UK	USA	UK		
Mkt Cap	693,4	768,1	981,0	268,7	730,8	
EV	803,9	939,1	1.269,8	333,8	871,5	
Profitability						
Revenues	637,5	644,5	773,9	290,2	641,0	15,4
EBITDA	89,1	115,6	131,6	34,0	102,4	1,3
EBIT	66,4	69,8	86,0	10,6	68,1	0,1
Net Profit	48,1	43,8	48,4	6,7	46,0	-0,4
EBITDA Margin	14,0%	17,9%	17,0%	11,7%	15,5%	8,5%
EBIT Margin	10,4%	10,8%	11,1%	3,7%	10,6%	0,7%
Net Profit Margin	7,5%	6,8%	6,3%	2,3%	6,5%	-2,4%
Capital Structure						
NFP	110,5	171,0	288,8	65,1	140,8	1,8
NFP/EBITDA	1,2x	1,5x	2,2x	1,9x	1,7x	1,4x

*Dati PGT Innovations: 02/01/21

Source: Bloomberg

6.2.2 Multiples Method

Table 9 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Inwido AB	10,6	9,8	9,5	13,2	12,8	12,4
Tyman Plc	8,9	8,6	8,0	11,0	10,6	10,1
PGT Innovations Inc.	9,5	8,5	7,8	13,5	11,5	10,6
Eurocell Plc	7,4	7,0	6,6	13,3	12,9	11,6
Peer median	**9,2**	**8,5**	**7,9**	**13,3**	**12,1**	**11,1**

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	29,4	32,4	35,6
EV/EBIT	31,2	32,7	37,2
Equity Value			
EV/EBITDA	31,6	36,1	41,3
EV/EBIT	33,4	36,4	42,9
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	23,7	27,1	31,0
EV/EBIT	25,1	27,3	32,2
Average	**24,4**	**27,2**	**31,6**

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Nusco utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA ed EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 37,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Nusco rispetto ai comparables: ne risulta un **equity value di € 27,7 mln**.

7. Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	34,5
Equity Value DCF (€/mln)	41,4
Equity Value multiples (€/mln)	27,7
Target Price (€)	**2,35**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 34,5 mln. **Il target price è quindi di € 2,35, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 12 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
31,0	10,3x	8,6x	7,3x	14,0x	12,2x	9,8x
32,0	10,6x	8,9x	7,5x	14,4x	12,5x	10,1x
33,0	10,9x	9,2x	7,7x	14,8x	12,9x	10,4x
34,0	11,2x	9,4x	8,0x	15,2x	13,3x	10,7x
35,0	11,5x	9,7x	8,2x	15,7x	13,6x	11,0x
36,0	11,8x	10,0x	8,4x	16,1x	14,0x	11,3x
37,0	12,1x	10,2x	8,6x	16,5x	14,4x	11,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed
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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt. Mattia Petracca and Emanuele Negri are 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 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. 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. 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) 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 directly, 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 Nusco SpA;
- 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 Nusco SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nusco SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM plays the role of global coordinator.

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 SIM.