

Nusco	Italy	FTSE AIM Italia	Building Products
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 3,60 (Prev. €2,35)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-3,70%	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	0,00%	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	1,62%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-1,39%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	0,84%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	0,90%	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 2,37
Target price	€ 3,60
Upside/(Downside) potential	52,0%
Bloomberg Code	NUSIM Equity
Market Cap (€m)	€ 34,80
EV (€m)	€ 36,61
Free Float (Greenshoe Included)	26,10%
Share Outstanding (Greenshoe Included)	14.682.500
52-week high	€ 2,99
52-week low	€ 1,26
Average daily volumes (3m)	258.000,00

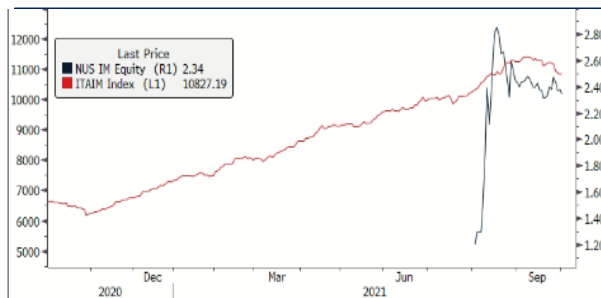
Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	15,4	20,3	24,0	28,0
VoP	17,0	21,2	24,0	28,0
EBITDA	1,3	3,2	4,0	5,1
EBIT	0,1	2,4	2,9	3,9
Net Profit	-0,4	1,3	1,7	2,3
EBITDA margin	8,5%	15,8%	16,7%	18,0%
EBIT margin	0,7%	11,6%	12,1%	13,9%
Net Profit margin	-2,4%	6,2%	6,9%	8,2%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	28,1	11,4	9,2	7,3
EV/EBIT (x)	352,8	15,6	12,6	9,4
P/E (x)	N/A	27,8	21,1	15,1

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21A Results

Il fatturato all'1H21A è pari a € 10,68 mln, evidenziando un incremento del 91,0% rispetto a € 5,59 mln dell'1H20A grazie alla ripresa delle attività dopo la pandemia e alla spinta dei decreti "Superbonus" ed "Ecobonus". La BU Porte vede le vendite passare da € 2,93 mln a € 5,68 mln (+93,0%), mentre la BU Infissi registra ricavi per € 4,99 mln rispetto al valore dell'1H20A di € 2,41 mln (+107,0%). L'EBITDA della Società aumenta fino a € 1,46 mln. La NFP all'1H21A è pari a € 7,64 mln, a causa di un incremento del net working capital. Il Net Income è invece in crescita e pari a € 0,60 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY21E pari a € 20,30 mln ed un EBITDA pari a € 3,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 32,50 mln (CAGR 20A – 24E: 17,60%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 6,10 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,8%), in crescita rispetto a € 1,30 mln nel FY20A (Corrispondente ad un EBITDA margin del 8,5%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Nusco sulla base della metodologia DCF (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%). La valutazione restituisce un equity value pari a € 52,9 mln, ne risulta un target price è di € 3,60, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	19,28	15,41	20,30	24,00	28,00	32,50
Other Revenues	0,76	1,58	0,90	0,00	0,00	0,00
Value of Production	20,04	16,99	21,20	24,00	28,00	32,50
COGS	13,99	13,25	14,55	16,50	19,00	22,00
Services	1,21	1,18	1,65	1,90	2,20	2,40
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	1,35	1,50	1,75
Other Operating Expenses	0,06	0,12	0,15	0,15	0,15	0,15
EBITDA	3,23	1,30	3,20	4,00	5,05	6,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,8%</i>
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	2,90	3,90	4,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,4%</i>	<i>0,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,1%</i>
Financial Management	(0,23)	(0,16)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,15)
EBT	1,39	(0,06)	1,85	2,40	3,40	4,75
Taxes	1,13	0,30	0,60	0,75	1,10	1,50
Net Income	0,26	(0,36)	1,25	1,65	2,30	3,25
BALANCE SHEET (€/mIn)	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	13,00	13,70	15,00	17,00
Inventories	2,66	4,72	7,50	6,50	5,50	4,50
Account payable	2,98	6,05	3,20	3,70	4,45	5,40
Operating Working Capital	11,69	11,07	17,30	16,50	16,05	16,10
Other	(0,85)	0,35	0,60	(0,35)	(0,65)	(1,25)
Net Working Capital	10,84	11,42	17,90	16,15	15,40	14,85
Severance Indemnities & Other Provisions	0,33	1,56	1,55	1,55	1,55	1,55
NET INVESTED CAPITAL	12,16	14,46	21,95	19,80	18,55	17,45
Share Capital	18,01	18,01	17,13	17,13	17,13	17,13
Reserves	(3,51)	(5,00)	0,11	1,36	3,01	5,31
Net Income	0,26	(0,36)	1,25	1,65	2,30	3,25
Equity	14,76	12,64	18,49	20,14	22,44	25,69
Cash & Cash Equivalent	0,23	2,95	2,89	5,69	7,54	10,94
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	3,46	(0,34)	(3,89)	(8,24)
SOURCES	12,16	14,46	21,95	19,80	18,55	17,45
CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	
EBIT	0,10	2,35	2,90	3,90	4,90	
Taxes	0,30	0,60	0,75	1,10	1,50	
NOPAT	(0,20)	1,75	2,15	2,80	3,40	
D&A	0,00	0,70	0,95	0,95	1,00	
Change in receivable	(0,38)	(0,61)	(0,70)	(1,30)	(2,00)	
Change in inventories	(2,06)	(2,78)	1,00	1,00	1,00	
Change in payable	3,07	(2,85)	0,50	0,75	0,95	
Change in others	(1,20)	(0,25)	0,95	0,30	0,60	
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,58)</i>	<i>(6,48)</i>	<i>1,75</i>	<i>0,75</i>	<i>0,55</i>	
Change in provisions	1,22	(0,01)	0,00	0,00	0,00	
OPERATING CASH FLOW	0,44	(4,04)	4,85	4,50	4,95	
Capex	(2,94)	(1,70)	(0,55)	(0,45)	(0,45)	
FREE CASH FLOW	(2,50)	(5,74)	4,30	4,05	4,50	
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	(0,06)	2,80	1,85	3,40	

Source: NUSCO and Integræ SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	10,68	1,46	13,6%	1,12	0,60	7,64
1H20A	5,59	-1,10	-19,7%	-1,65	-1,72	1,82*
<i>Change</i>	<i>91,0%</i>	<i>N.A.</i>	<i>33,4%</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>

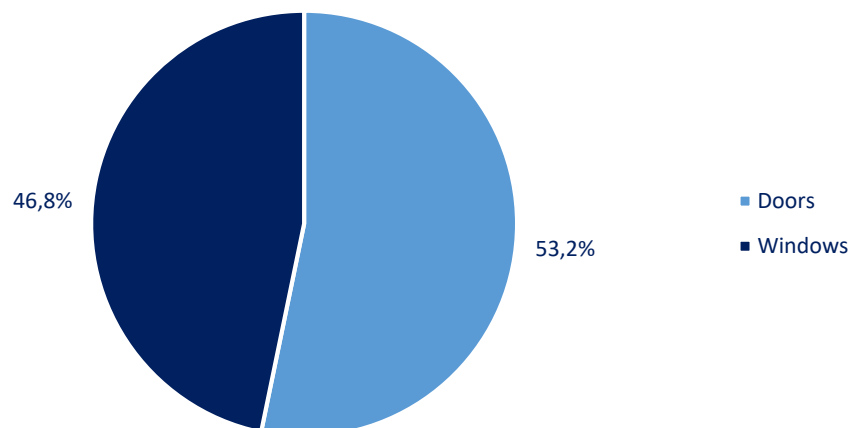
Source: Integrae SIM

* NFP al 31/12/2020

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Siamo estremamente soddisfatti dei risultati economici e finanziari ottenuti nel primo semestre del 2021 che rispecchiano la robusta inversione di tendenza rispetto al primo semestre del 2020. La prima parte dell’anno ha visto non solo la forte ripresa delle attività della Società, parallelamente al rilancio del settore, ma anche un contestuale consolidamento del nostro posizionamento strategico. Il 2021 è stato reso ancora più significativo dalla quotazione di Nusco su AIM Italia, avvenuta in agosto. La Società, anche grazie alle risorse finanziarie aggiuntive rivenienti dall’IPO, sta proseguendo nell’ambizioso percorso di crescita aziendale. A seguito di questo importante traguardo, stiamo registrando un’accelerazione dei nostri piani di sviluppo, prevedendo l’ingresso in nuove aree strategiche e l’ampliamento della gamma dei prodotti offerti anche grazie ad un’ottimizzazione della struttura interna e all’ulteriore rafforzamento della rete commerciale. Proseguiremo inoltre con gli investimenti in ricerca e innovazione volti a sviluppare prodotti ad alto valore aggiunto per i nostri clienti e partner. Tutto questo ci permette di chiudere il primo semestre con entusiasmo e fiducia nelle nuove opportunità che si prospetteranno.”*

Il fatturato all’1H21A è pari a € 10,68 mln, evidenziando un importante incremento del 91,0% rispetto a € 5,59 mln dell’1H20A grazie alla ripresa delle attività dopo la pandemia e alla spinta dei decreti incentivanti l’installazione di infissi, schermature solari e portoni di ingresso (cd. “Superbonus” ed “Ecobonus”), che hanno dato un importante slancio alla produzione del settore di riferimento.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU 1H21A

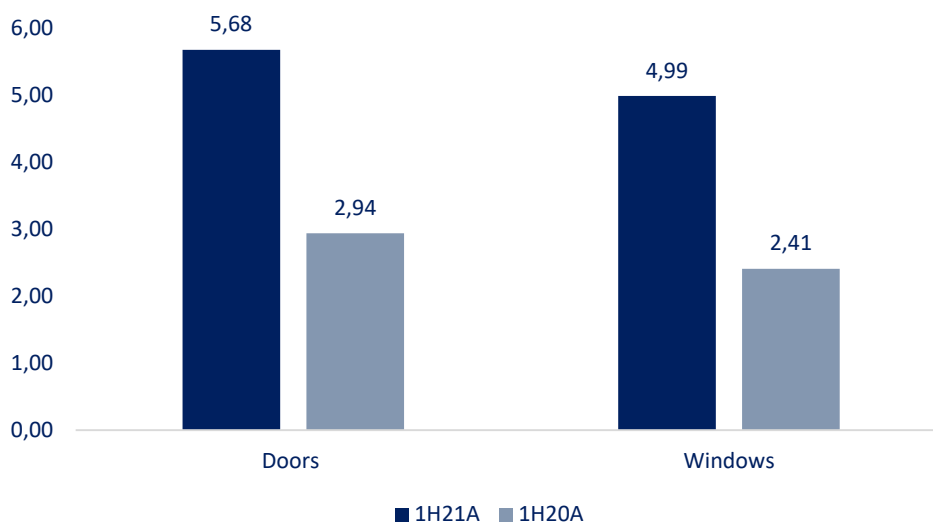


Source: Integrae SIM

Il fatturato di Nusco all'1H21A è riconducibile all'attività delle due *business unit*: la BU Porte contribuisce al 53,2% del fatturato, in decrescita rispetto al 55,0% dell'1H20A, mentre aumenta l'impatto della BU Infissi che passa dal 45,0% al 46,8% dell'1H21A, principalmente a causa della crescita dei settori degli infissi in PVC, infissi in alluminio, persiane e grate in ferro.

Al 30/06/2021, la rete di vendita di Nusco è composta da circa 1.000 rivenditori indipendenti e 50 negozi monomarca in *franchising* in tutta Italia, oltre uno *showroom* di proprietà del Gruppo, situato a Nola (NA). Il 97% dei ricavi è realizzato in Italia (71% nella sola Campania), mentre ha impatto residuale la vendita all'estero che impatta solamente per il 3% del fatturato (€ 0,30 mln in totale, di cui € 0,25 mln in paesi UE e € 0,07 mln in paesi EXTRA UE).

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H21A vs 1H20A



Source: Integrae SIM

Entrambe le BU hanno registrato un incremento di circa il 100% dei ricavi dal primo semestre dello scorso anno all'1H21A; la BU Porte vede le vendite passare da € 2,94 mln a € 5,68 mln (+93,0%), mentre la BU Infissi registra ricavi per € 4,99 mln rispetto al valore dell'1H20A di € 2,41 mln (+107,0%).

L'EBITDA della Società aumenta fino a € 1,46 mln, impattato maggiormente dalla BU Infissi (EBITDA pari a € 1,30 mln) e in via residuale dalla BU Porte (€ 0,16 mln), per una marginalità del 13,6% contro il valore negativo dell'1H20A di -19,7%. L'EBITDA del primo semestre dello scorso anno era infatti negativo pari a -€ 1,10 mln (-€ 0,46 mln per la BU Porte e -€ 0,74 mln per la BU Infissi) a riconferma dell'importante performance di Nusco nell'ultimo anno, trascinata da una complessiva ripresa del mercato delle ristrutturazioni edilizie e dall'entrata in vigore dei decreti incentivanti "Ecobonus" e "Superbonus" nominati in precedenza.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,35 mln, è pari a € 1,12 mln, in forte miglioramento rispetto al valore negativo dell'1H20A (-€ 1,65 mln). Migliora di conseguenza anche l'EBIT *margin* che raggiunge il 10,5%.

Il Net Income è invece in crescita e pari a € 0,60 mln rispetto ai -€ 1,72 mln dell'1H20A.

La NFP all'1H21A è pari a € 7,64 mln, in netto aumento sia rispetto allo scorso anno (€ 1,82 mln). La variazione è dovuta sia a un incremento complessivo del *net working capital*. In particolare si osserva rispetto alla chiusura dello scorso esercizio, un incremento significativo della voce "*inventories*" in ragione di acconti pagati dalla società per garantirsi una stabilità nel costo delle materie prime.

1.2 FY21E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-24E

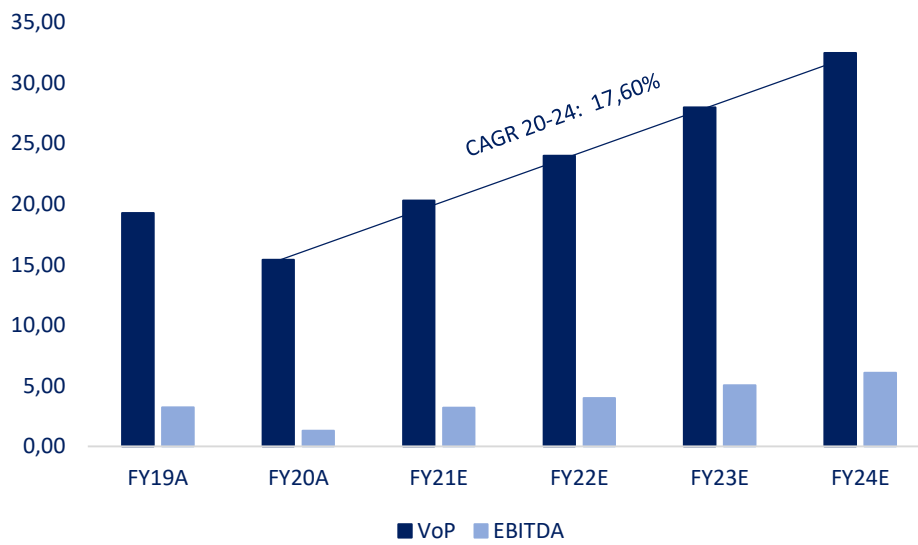
€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues				
New	20,3	24,0	28,0	32,5
Old	20,3	23,5	26,3	28,1
Change	0,0%	2,1%	6,5%	15,7%
EBITDA				
New	3,2	4,0	5,1	6,1
Old	3,2	3,8	4,5	5,0
Change	0,0%	5,3%	12,2%	23,2%
EBITDA %				
New	15,8%	16,7%	18,0%	18,8%
Old	15,8%	16,2%	17,1%	17,6%
Change	0,0%	0,5%	0,9%	1,2%
EBIT				
New	2,4	2,9	3,9	4,9
Old	2,4	2,7	3,4	3,8
Change	0,0%	7,4%	16,4%	30,7%
Net Income				
New	1,3	1,7	2,3	3,3
Old	1,3	1,5	1,9	2,4
Change	0,0%	10,0%	21,1%	35,4%
NFP				
New	3,5	(0,3)	(3,9)	(8,2)
Old	(2,2)	(3,7)	(5,7)	(9,3)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

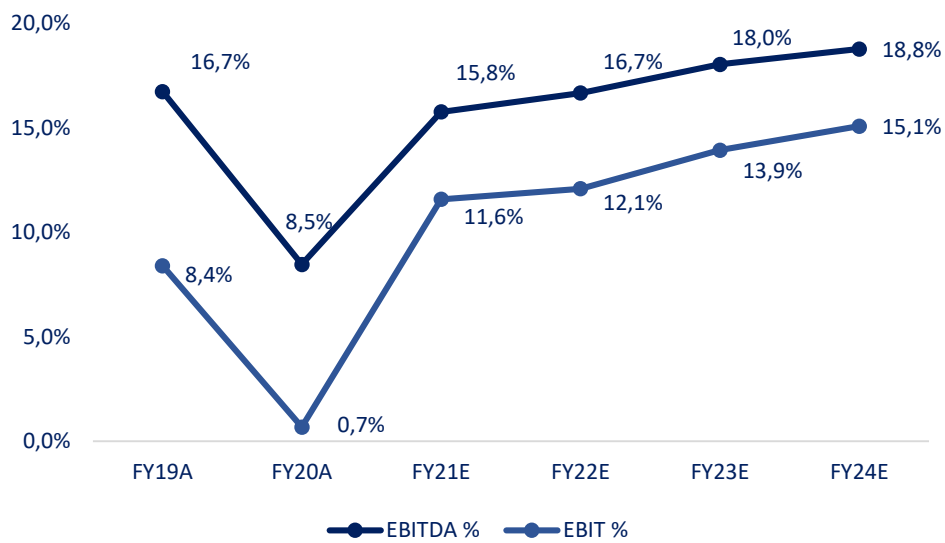
In particolare, stimiamo un valore di ricavi FY21E pari a € 20,30 mln ed un EBITDA pari a € 3,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 32,50 mln (CAGR 20A – 24E: 17,60%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 6,10 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,8%), in crescita rispetto a € 1,30 mln nel FY20A (Corrispondente ad un EBITDA margin del 8,5%).

Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-24E



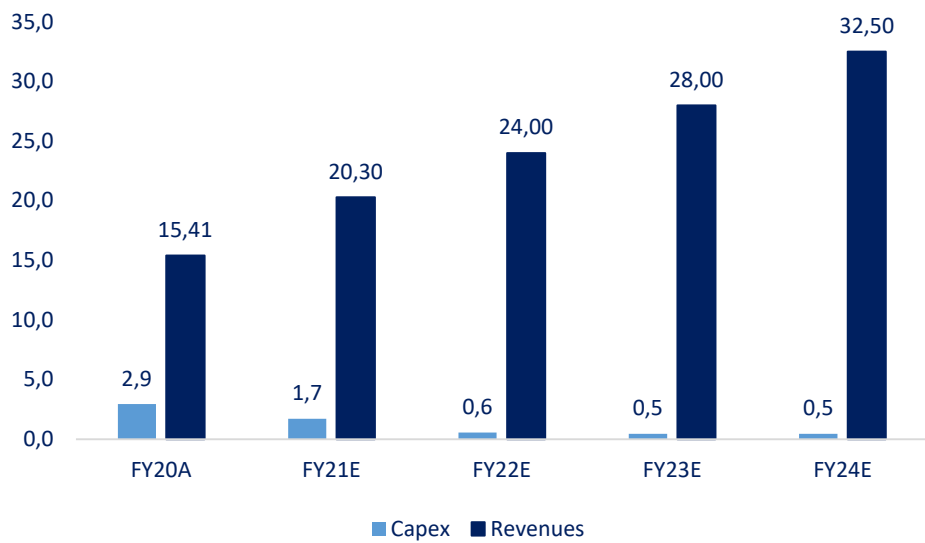
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-24E



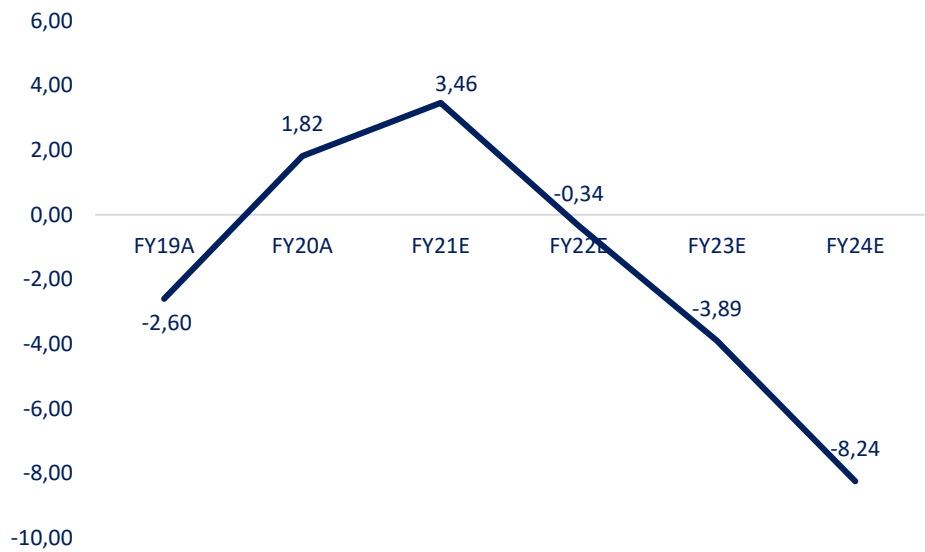
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-24E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Nusco sulla base della metodologia DCF.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC	7,68%		
Risk Free Rate	-0,19%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	25,00%	Beta Relevered	1,1
Ke	8,74%	Kd	4,75%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,68%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value	52,9	
FCFO actualized	5,3	9%
TV actualized DCF	51,1	91%
Enterprise Value	56,4	100%
NFP (FY21E)	3,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 52,9 mln. Il target price è quindi di € 3,60 (prev. € 2,35). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC	Growth						
		6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
2,5%		99,1	86,1	75,9	67,7	60,9	55,2	50,4
2,0%		87,5	77,1	68,8	61,9	56,1	51,2	47,0
1,5%		78,4	69,9	62,9	57,0	52,1	47,8	44,0
1,0%		71,0	63,9	58,0	52,9	48,5	44,8	41,4
0,5%		64,9	58,9	53,8	49,3	45,5	42,1	39,1
0,0%		59,9	54,6	50,2	46,2	42,8	39,8	37,1
-0,5%		55,5	51,0	47,0	43,5	40,5	37,7	35,3

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 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 guild.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
06/08/2021	1,30	Buy	2,35	Medium	Initiation of Coverage

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 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 Nusco SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nusco SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played 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.