

Nusco	Italy	Euronext Growth Milan	Building Products
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 3,00 (Prev. € 2,80)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2,98%	-11,56%	-29,08%	-41,41%
to FTSE Italia Growth	3,95%	-7,84%	-12,86%	-21,56%
to Euronext STAR Milan	3,06%	-2,40%	-6,94%	-8,21%
to FTSE All-Share	3,65%	-12,48%	-12,98%	-20,28%
to EUROSTOXX	2,23%	-11,12%	-16,95%	-22,91%
to MSCI World Index	6,24%	-5,83%	-9,35%	-18,46%

Stock Data

Price	€ 1,50
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	99,7%
Bloomberg Code	NUS IM Equity
Market Cap (€m)	€ 27,92
EV (€m)	€ 33,56
Free Float	21,08%
Share Outstanding	18.615.002
52-week high	€ 2,70
52-week low	€ 1,40
Average daily volumes (3m)	4.200

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	24,9	46,0	51,0	54,0
VoP	25,6	47,0	51,0	54,0
EBITDA	2,6	6,0	7,3	8,3
EBIT	1,5	4,6	5,8	6,7
Net Profit	0,4	2,5	3,3	3,9
EBITDA margin	10,4%	13,0%	14,2%	15,4%
EBIT margin	6,1%	10,0%	11,3%	12,4%
Net Profit margin	1,6%	5,4%	6,4%	7,2%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	12,9	5,6	4,6	4,0
EV/EBIT (x)	22,1	7,3	5,8	5,0
P/E (x)	68,3	11,2	8,6	7,2

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stocks performance vs Euronext Growth



1H22A Results

Al termine del primo semestre del 2022, la Società registra un fatturato pari a € 15,58 mln, in crescita del 46,0% rispetto ai € 10,67 mln del 1H21A. L'EBITDA nel periodo corrente, si attesta a € 1,56 mln in crescita rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 1,46 mln (+7,0%). L'EBITDA margin della Società si attesta nel periodo al 10,0% e risulta in diminuzione rispetto al 13,7% dell'1H21A. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 0,40 mln e proventi e oneri di natura straordinaria per complessivi € 0,05 mln, risulta pari a € 1,11 mln. La NFP al termine del periodo analizzato risulta pari a € 7,44 mln, in peggioramento rispetto al 31 dicembre 2021 in cui ammontava a € 5,63 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 47,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,00 mln (CAGR FY21A-24E: 28,2%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 8,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,4%), in crescita rispetto a € 5,59 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 47,1%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Nusco sulla base della metodologia DCF. 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 € 55,8 mln. Il target price è pari a € 3,00 (prev. € 2,80), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	15,41	24,91	46,00	51,00	54,00
Other Revenues	1,58	0,69	1,00	0,00	0,00
Value of Production	16,99	25,60	47,00	51,00	54,00
COGS	13,25	20,37	31,10	33,60	35,50
Services	1,18	0,82	2,70	2,75	2,80
Use of assets owned by others	0,17	0,51	1,80	1,90	1,80
Employees	0,96	1,25	4,60	4,70	4,80
Other Operating Expenses	0,12	0,07	0,80	0,80	0,80
EBITDA	1,30	2,59	6,00	7,25	8,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,4%</i>
Writedowns and Extraordinary Items	1,20	(0,05)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
D&A	0,00	1,12	1,60	1,70	1,80
EBIT	0,10	1,52	4,60	5,75	6,70
<i>EBIT Margin</i>	<i>0,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,4%</i>
Financial Management	(0,16)	(0,74)	(1,10)	(1,20)	(1,30)
EBT	(0,06)	0,78	3,50	4,55	5,40
Taxes	0,30	0,37	1,00	1,30	1,50
Net Income	(0,36)	0,41	2,50	3,25	3,90
BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	4,60	10,69	17,10	16,50	16,10
Account receivable	12,39	12,67	16,60	15,50	16,00
Inventories	4,72	5,96	10,50	10,00	9,80
Account payable	6,05	6,70	10,00	9,00	9,20
Operating Working Capital	11,07	11,93	17,10	16,50	16,60
Other	0,35	2,55	(2,20)	(1,00)	0,40
Net Working Capital	11,42	14,48	14,90	15,50	17,00
Severance Indemnities & Other Provisions	1,56	1,88	1,90	1,95	2,00
NET INVESTED CAPITAL	14,46	23,29	30,10	30,05	31,10
Share Capital	18,01	17,13	21,00	21,00	21,00
Reserves	(5,00)	0,11	0,52	3,02	6,27
Net Income	(0,36)	0,41	2,50	3,25	3,90
Equity	12,64	17,65	24,02	27,27	31,17
Cash & Cash Equivalent	2,95	0,49	3,32	3,42	4,07
Short Term Debt	1,74	2,29	2,50	1,30	1,30
M/L Term Financial Position	3,03	3,83	6,90	4,90	2,70
Net Financial Position	1,82	5,63	6,08	2,78	(0,07)
SOURCES	14,46	23,29	30,10	30,05	31,10
CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	0,10	1,52	4,60	5,75	6,70
Taxes	0,30	0,37	1,00	1,30	1,50
NOPAT	(0,20)	1,15	3,60	4,45	5,20
D&A	0,00	1,12	1,60	1,70	1,80
Change in receivable	(0,38)	(0,28)	(3,93)	1,10	(0,50)
Change in inventories	(2,06)	(1,24)	(4,54)	0,50	0,20
Change in payable	3,07	0,66	3,30	(1,00)	0,20
Change in others	(1,20)	(2,20)	4,75	(1,20)	(1,40)
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,58)</i>	<i>(3,06)</i>	<i>(0,42)</i>	<i>(0,60)</i>	<i>(1,50)</i>
Change in provisions	1,22	0,33	0,02	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	0,44	(0,47)	4,80	5,60	5,55
Capex	(2,9)	(7,2)	(8,0)	(1,1)	(1,4)
FREE CASH FLOW	(2,50)	(7,68)	(3,21)	4,50	4,15
Financial Management	(0,16)	(0,74)	(1,10)	(1,20)	(1,30)
Change in Financial Debt	7,13	1,35	3,28	(3,20)	(2,20)
Change in Equity	(1,75)	4,60	3,87	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,72	(2,46)	2,84	0,10	0,65

Source: NUSCO and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	15,58	1,56	10,0%	1,11	0,53	7,44
1H21A	10,67	1,46	13,7%	1,13	0,60	5,63*
Change	46,0%	7,0%	-3,6%	-1,4%	-11,9%	N.A

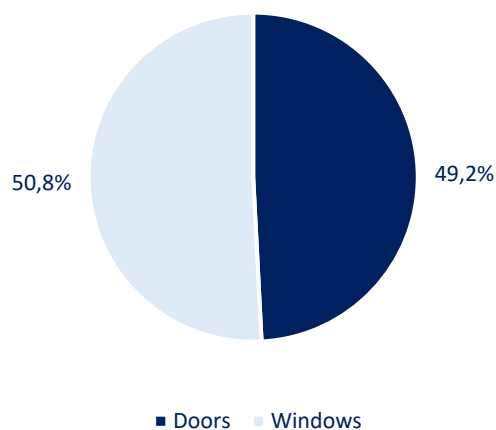
Source: Integrae SIM

*NFP as of 31/12/2021

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Siamo soddisfatti dei risultati economici e finanziari ottenuti nel primo semestre del 2022, con un quadro settoriale che si conferma ancora ampiamente positivo, anche in relazione a ordini già acquisiti finora, registrando una crescita del 46% circa rispetto ai primi sei mesi del 2021. Sull’andamento continueranno senz’altro ad influire positivamente la proroga degli incentivi inerenti alla riqualificazione, potenziati con il superbonus, e gli interventi legati al PNRR, fiduciosi in una stabilizzazione della normativa. Nusco proseguirà naturalmente con gli investimenti in ricerca e innovazione per lo sviluppo di prodotti ad elevato standard qualitativo e ad alto valore aggiunto per tutti i nostri clienti e partner. Prevediamo prospettive positive per il secondo semestre 2022, anche grazie al favorevole trend del settore di riferimento attuale, nonostante le incognite che oggi il mercato offre con un contesto macroeconomico condizionato dalle incertezze legate al conflitto russo-ucraino e dall’ulteriore accentuazione delle difficoltà relative alla crescita dei prezzi e ai ritardi negli approvvigionamenti delle principali materie prime e dei costi energetici”.*

Al termine del primo semestre del 2022, la Società registra un fatturato pari a € 15,58 mln, in crescita del 46,0% rispetto ai € 10,67 mln del 1H21A. Responsabile di tale crescita è il buon andamento di entrambe le *Business Unit (BU)*, Doors e Windows, che, grazie alla strategia di ampliamento e miglioramento dei prodotti offerti, intrapresa dalla Società, sono riuscite a sfruttare l’andamento positivo del settore. Infatti, grazie ai vari incentivi pubblici, Superbonus 110% e Ecobonus su tutti, il mercato ha proseguito nella crescita già iniziata nel 2021. Similmente, si registra un significativo aumento del portafoglio di ordini da evadere (+47,0%) che passa da un valore di € 6,30 mln all’1H21A ad un ammontare di € 9,30 mln al termine del periodo analizzato.

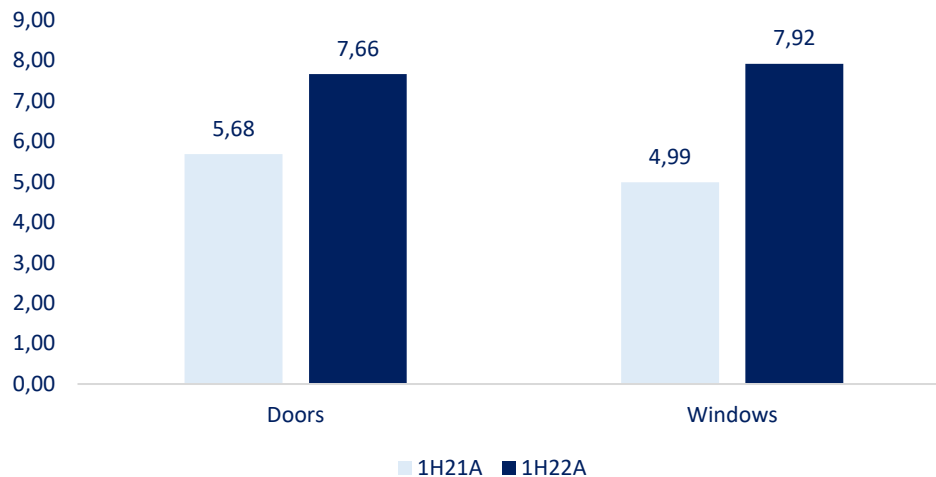
Chart 1 – Revenues Breakdown by BU 1H22A



Source: Integrae SIM

Il fatturato di Nusco all'1H22A è riconducibile all'attività delle due linee di *business*: la *BU* Doors ha contribuito per il 49,2% del fatturato, in diminuzione rispetto al 53,2% dell'1H21A, mentre cresce l'impatto della *BU* Windows che passa dal 46,8% dell'1H21A al 50,8% del periodo oggetto di analisi.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H22A vs 1H21A



Source: Integrae SIM

Come si evince dal grafico precedente, la *Business Unit* che ha contribuito maggiormente all'incremento di fatturato è la linea Windows, che è passata dai € 4,99 mln del 1H21A ad un valore di € 7,92 mln al 20 giugno 2022 con una crescita del 58,6%. Segue la linea Doors, che con un incremento del 34,4% si attesta nel 1H22A a € 7,66 mln di fatturato contro un valore pari a € 5,68 mln nel periodo precedente. La Società ha inoltre comunicato che il portafoglio ordini da evadere, al 30 settembre 2022, risulta essere pari a € 9,90 mln, più che in raddoppio rispetto ai € 4,80 mln del 30 settembre 2021.

L'EBITDA nel periodo corrente, si attesta a € 1,56 mln in crescita rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 1,46 mln (+7,0%). In particolare, la *BU* Doors, EBITDA margin del 5,7% ha contribuito al risultato della società per € 0,44 mln, mentre la linea Windows ha registrato un EBITDA pari a € 1,13 mln con un EBITDA margin del 14,2%. L'EBITDA margin della Società si attesta nel periodo al 10,0% e risulta in diminuzione rispetto al 13,7% dell'1H21A. Responsabili di tale variazione sono l'aumento dei costi per materiali diretti, e dei costi della produzione. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 0,40 mln e proventi e oneri di natura straordinaria per complessivi € 0,05 mln, risulta pari a € 1,11 mln in diminuzione del 1,4% rispetto all'1H21A (€ 1,13 mln). Peggiora conseguentemente anche l'EBIT margin che raggiunge il 7,1%. Il Net Income, al 30 giugno 2022 si attesta a € 0,53 mln, in diminuzione rispetto ai € 0,60 mln del periodo precedente.

La NFP al termine del periodo analizzato risulta pari a € 7,44 mln, in peggioramento rispetto al 31 dicembre 2021 in cui ammontava a € 5,63 mln. Tale variazione è dovuta da un lato al decremento dei debiti tributari a seguito del rimborso di alcune rate scadute e dall'altro all'incremento dei debiti verso banche di € 1,10 mln per il rimborso delle rate scadute secondo i rispettivi piani di ammortamento e dalla stipula di due finanziamenti per complessivi € 1,80 mln. Nei primi mesi successivi alla chiusura del semestre, invece, la Società ha comunicato (14/07/22) l'approvazione dell'acquisizione di Pinum Doors & Windows, operante in Romania nello stesso settore di Nusco, con l'offerta di un'ampia gamma di prodotti; Pinum, nel 2021, ha generato valore della produzione pari a € 17,40 mln ed EBITDA

pari a € 1,77 mln. Al 30 settembre 2022, invece, la neo-acquisita ha registrato ricavi per € 16,30 mln, in crescita del 41,0% rispetto a € 11,60 mln del 30 settembre 2021, con un portafoglio ordini di € 7,30 mln.

L'operazione, riguardante una quota pari al 99,97% del capitale sociale, rappresenta un ulteriore consolidamento del posizionamento strategico e un traguardo importante per gli obiettivi di crescita e internazionalizzazione della Società, anche grazie alle sinergie derivanti in termini di ottimizzazione della struttura interna e l'ulteriore rafforzamento della rete commerciale. Nusco ha finalizzato l'acquisto tramite la proposta di delibera di un aumento di capitale sociale a pagamento in favore di Parfin Sarl, socio di maggioranza di Pilum: l'aumento di capitale è stato approvato in data 3 agosto 2022, per un ammontare complessivo di € 6,50 mln e un totale di 3.992.752 nuove azioni ordinarie, offerte in sottoscrizione a Parfin Sarl.

La struttura del Gruppo, di conseguenza, in seguito all'acquisizione, vede la Capogruppo Nusco SpA detenuta da Nusco Invest Srl per il 58,3%, da Parfin Sarl per il 21,1% e dal mercato per la restante parte, pari al 20,6%. Gli effetti dell'operazione sui prospetti di bilancio saranno visibili già a fine anno, in quanto la Capogruppo procederà al consolidamento integrale di tutte le sue partecipate.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues			
New	46,0	51,0	54,0
Old	28,0	32,5	36,0
Change	64,3%	56,9%	50,0%
EBITDA			
New	6,0	7,3	8,3
Old	3,5	5,0	6,2
Change	71,4%	45,0%	33,9%
EBITDA %			
New	13,0%	14,2%	15,4%
Old	12,5%	15,4%	17,2%
Change	0,5%	-1,2%	-1,9%
EBIT			
New	4,6	5,8	6,7
Old	2,3	3,9	5,1
Change	100,0%	49,4%	31,4%
Net Income			
New	2,5	3,3	3,9
Old	1,2	2,4	3,4
Change	108,3%	38,3%	14,7%
NFP			
New	6,1	2,8	(0,1)
Old	4,3	2,2	(0,3)
Change	N.A	N.A	N.A

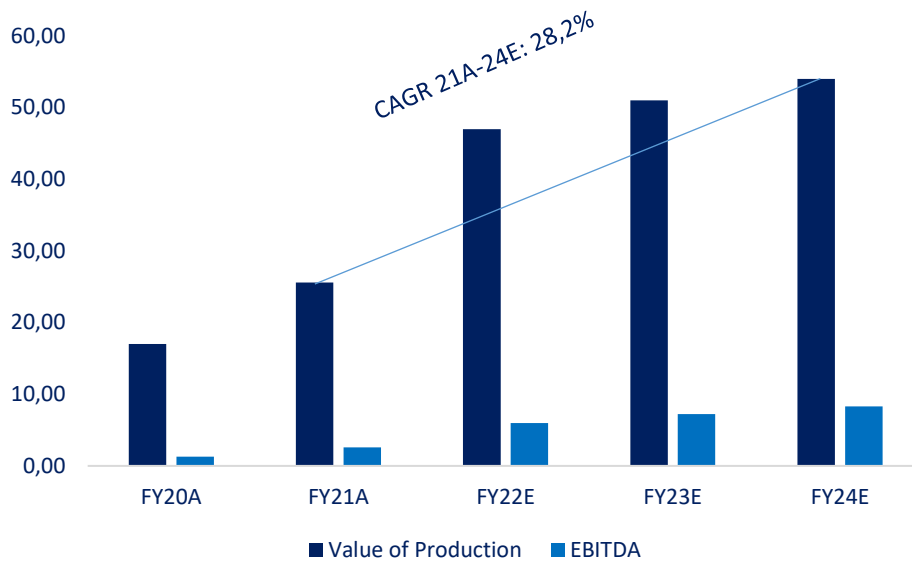
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, e tenendo in considerazione l'operazione straordinaria comunicata nei primi mesi del secondo semestre, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 47,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,00 mln (CAGR FY21A-24E: 28,2%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 8,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,4%), in crescita rispetto a € 5,59 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 47,1%). L'incremento del valore della produzione registrato dalla Società deriva dall'integrazione completa dei risultati della target Pilum nel Gruppo Nusco, in attesa di valutare le sinergie ed economie di scala che potranno avere un forte impatto nei prossimi esercizi.

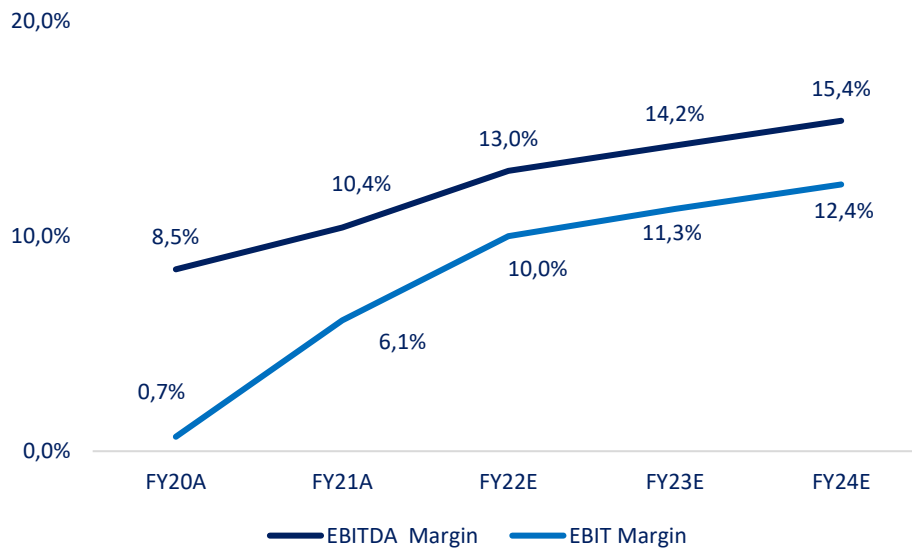
A livello patrimoniale, oltre all'aumento di capitale approvato nel mese di agosto, ci aspettiamo che la NFP possa raggiungere un valore *cash positive* nel FY24E pari a € 0,07 mln.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY20A - FY24E



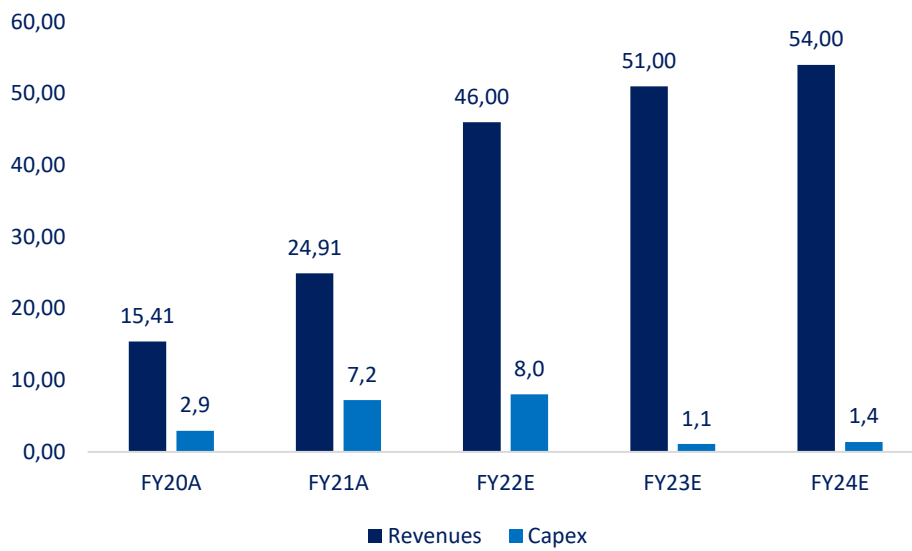
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A - FY24E



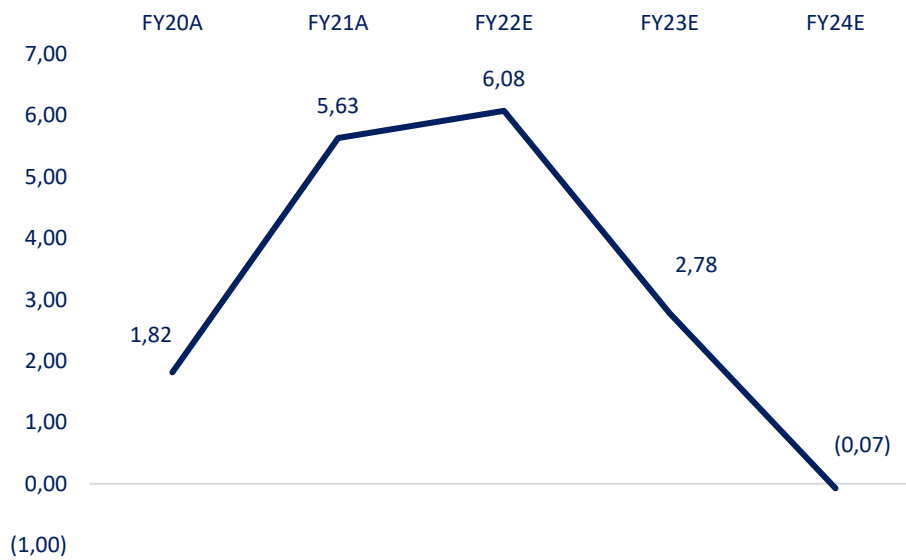
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A - FY24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY20A - FY24E



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		10,28%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,3
Ke	13,76% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,28%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		55,8
FCFO actualized	12,4	20%
TV actualized DCF	49,0	80%
Enterprise Value	61,4	100%
NFP (FY21A)	5,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 55,8 mln. Il **target price** è quindi di € 3,00 (prev. € 2,80). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln Growt	WACC	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
	2,5%	84,0	76,8	70,6	65,2	60,5	56,3	52,6
2,0%	78,3	72,0	66,5	61,7	57,4	53,6	50,2	
1,5%	73,4	67,8	62,9	58,6	54,7	51,2	48,1	
1,0%	69,2	64,2	59,7	55,8	52,2	49,0	46,1	
0,5%	65,4	60,9	56,9	53,3	50,0	47,0	44,3	
0,0%	62,1	58,0	54,3	51,0	48,0	45,2	42,7	
-0,5%	59,2	55,4	52,0	48,9	46,1	43,6	41,2	

Source: Integrae SIM

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	10,2x	8,5x	7,4x
EV/EBIT	13,3x	10,7x	9,2x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	5,6x	4,6x	4,0x
EV/EBIT	7,3x	5,8x	5,0x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
04/10/2021	2,37	Buy	3,60	Medium	Update
14/02/2022	2,14	Buy	3,60	Medium	Flash Note
04/03/2022	1,67	Buy	3,60	Medium	Flash Note
23/03/2022	2,17	Buy	2,80	Medium	Update
09/05/2022	1,88	Buy	2,80	Medium	Flash Note
18/07/2022	1,61	Buy	2,80	Medium	Flash Note
08/08/2022	1,79	Buy	2,80	Medium	Flash Note

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 formalized 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 indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Nusco S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nusco S.p.A.
- In the IPO phase, played the role of Global Coordinator.