

Nusco

ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Building Products | Italy

Production 03/04/2023, h. 18:30

Published 04/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,15

prev. € 3,00

Risk



Medium

Upside potential

146,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,28
Target price	€ 3,15
Upside/(Downside) potential	146,2%
Ticker	NUS IM
Market Cap (€/mln)	€ 23,83
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 29,46
Free Float	20,64%
Share Outstanding	18.615.002
52-week high	€ 2,20
52-week low	€ 1,23
Average daily volumes (3 months)	25.500

Key Financials (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	50,9	55,0	60,5	66,3
VoP	52,3	56,0	61,6	67,5
EBITDA	5,2	6,5	7,6	9,0
EBIT	2,5	4,4	5,5	6,9
Net Profit	1,1	2,7	3,5	4,5
EBITDA margin	10,2%	11,8%	12,6%	13,6%
EBIT margin	5,0%	8,0%	9,1%	10,4%
Net Profit margin	2,2%	4,9%	5,8%	6,8%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,63%	-3,14%	-10,19%	-12,74%
to FTSE Italia Growth	-0,45%	-3,58%	-11,33%	-9,56%
to Euronext STAR Milan	-0,47%	-7,45%	-17,96%	-9,76%
to FTSE All-Share	-2,49%	-14,92%	-29,76%	-30,50%
to EUROSTOXX	-3,11%	-10,69%	-25,87%	-28,25%
to MSCI World Index	0,70%	-3,42%	-9,17%	-6,46%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,7x	4,5x	3,9x	3,3x
EV/EBIT	11,6x	6,7x	5,4x	4,3x
P/E	21,1x	8,8x	6,8x	5,3x

FY22A Results

Nel bilancio consolidato *pro-forma* al 31 dicembre 2022, il Gruppo Nusco comunica di aver generato ricavi netti pari a € 50,92 mln derivanti, oltre che dal contributo importante della neo-acquisita Pinum (che ha performato ottimamente soprattutto nel secondo semestre), anche e soprattutto da una crescita organica trainata dall'espansione della rete *franchising* e dalla migliore diversificazione e personalizzazione della *pipeline* commerciale. L'EBITDA di periodo è stato pari a € 5,20 mln, generato rispettivamente per € 3,20 mln dalla BU Infissi e per € 2,00 mln dalla BU Porte; l'EBIT, pari a € 2,54 mln, risente negativamente dell'elevato valore della voce relativa ad ammortamenti e svalutazioni, pari a € 2,69 mln, ma resta comunque positivo il Net Income, pari a € 1,13 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 56,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 11,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 67,50 mln (CAGR 22A - 25E: 8,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 5,20 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 10,2%).

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 € 58,7 mln. **Il target price è quindi di € 3,15 (prev. € 3,00), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	24,91	50,92	55,00	60,50	66,30
Other Revenues	0,69	1,42	1,00	1,10	1,20
Value of Production	25,60	52,34	56,00	61,60	67,50
COGS	20,37	31,37	32,00	35,00	38,00
Services	0,82	10,05	11,00	12,00	13,00
Use of assets owned by others	0,51	0,49	0,80	0,90	0,95
Employees	1,25	5,09	5,30	5,70	6,10
Other Operating Expenses	0,07	0,13	0,40	0,40	0,45
EBITDA	2,59	5,20	6,50	7,60	9,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>0,10</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,6%</i>
<i>Writedowns and Extraordinary Items</i>	<i>0,05</i>	<i>0,03</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,20)</i>
D&A	1,12	2,69	1,90	1,90	1,90
EBIT	1,52	2,54	4,40	5,50	6,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>0,06</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,4%</i>
Financial Management	(0,74)	(0,64)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
EBT	0,78	1,91	3,70	4,80	6,20
Taxes	0,37	0,77	1,00	1,30	1,70
Net Income	0,41	1,13	2,70	3,50	4,50
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)					
Fixed Assets	10,69	18,00	18,00	18,20	18,60
Account receivable	12,67	16,02	14,00	16,00	18,50
Inventories	5,96	11,63	13,00	14,00	15,50
Account payable	6,70	12,15	8,00	9,00	11,00
Operating Working Capital	11,93	15,50	19,00	21,00	23,00
Other	2,55	(0,15)	(5,50)	(6,50)	(7,50)
Net Working Capital	14,48	15,35	13,50	14,50	15,50
Severance Indemnities & Other Provisions	1,88	2,36	1,95	2,00	2,10
NET INVESTED CAPITAL	23,29	30,98	29,55	30,70	32,00
Share Capital	17,13	21,00	21,00	21,00	22,00
Reserves	0,11	1,73	2,57	5,27	8,77
Net Income	0,41	0,84	2,70	3,50	4,50
Equity	17,65	23,57	26,27	29,77	35,27
Cash & Cash Equivalent	0,49	1,48	3,12	4,37	7,27
Short Term Debt	2,29	2,64	2,40	2,30	2,00
M/L Term Financial Position	3,83	6,25	4,00	3,00	2,00
Net Financial Position	5,63	7,42	3,28	0,93	(3,27)
SOURCES	23,29	30,98	29,55	30,70	32,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,54	4,40	5,50	6,90
Taxes	0,77	1,00	1,30	1,70
NOPAT	1,77	3,40	4,20	5,20
D&A	2,69	1,90	1,90	1,90
Change in receivable	(3,35)	2,02	(2,00)	(2,50)
Change in inventories	(5,67)	(1,37)	(1,00)	(1,50)
Change in payable	5,45	(4,15)	1,00	2,00
Change in others	2,70	5,35	1,00	1,00
Change in NWC	(0,87)	1,85	(1,00)	(1,00)
Change in provisions	0,48	(0,41)	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	4,07	6,74	5,15	6,20
Capex	(10,0)	(1,9)	(2,1)	(2,3)
FREE CASH FLOW	(5,93)	4,83	3,05	3,90
Financial Management	(0,64)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
Change in Financial Debt	2,77	(2,49)	(1,10)	(1,30)
Change in Equity	4,78	0,00	0,00	1,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,99	1,64	1,25	2,90

Source: Nusco and Integrae SIM estimates *pro-forma data

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 in legno, PVC, alluminio e ferro a marchio "NUSCO". La Società opera su due principali Business Unit: la BU porte, che comprende porte per interni e porte blindate, e la BU infissi, che comprende finestre/infissi e persiane. 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), 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 molteplici società controllate 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.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	52,34	5,20	10,2%	2,54	1,13	7,42
FY22E	47,00	6,00	13,0%	4,60	2,50	6,08
<i>Change</i>	11,4%	-13,3%	-2,8%	-44,7%	-54,7%	N.A

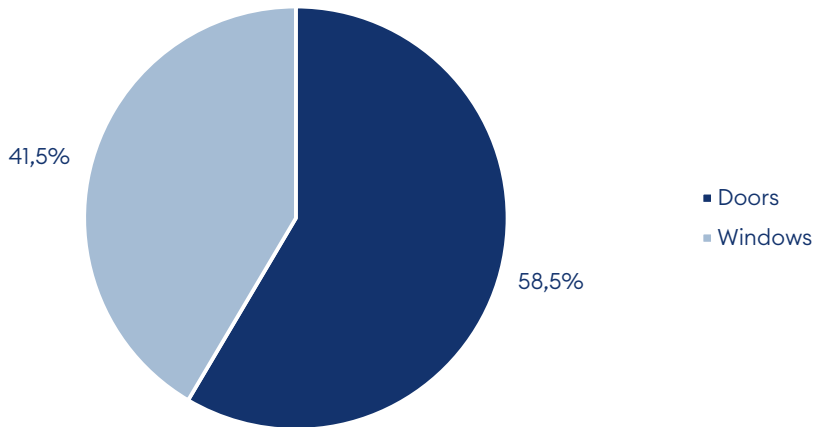
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa del 28 marzo 2023, Luigi Nusco, Presidente e Amministratore Delegato della Società, commenta i risultati annuali: *“In un anno particolarmente complesso dal punto di vista macroeconomico e geopolitico come è stato il 2022, che ha determinato trend inflattivi e scarsità di materie prime in tutti i principali settori economici, il Gruppo è riuscito a conseguire risultati molto positivi. È stato infatti un anno di svolta per Nusco, che ha registrato un fatturato consolidato di oltre € 50,00 mln grazie allo sviluppo di soluzioni produttive all'avanguardia e all'introduzione di nuove proposte commerciali a cui si aggiunge l'acquisizione di Pinum, che ci consente di consolidare ulteriormente il nostro posizionamento strategico nel mercato internazionale. Tutto questo è accompagnato da una forte crescita dei volumi di vendita. Inoltre, l'ottimo risultato in termini di marginalità è stato determinato da una maggiore efficienza industriale, con l'introduzione di impianti e macchinari sempre più automatizzati ed ecosostenibili che garantiscono una significativa riduzione degli sprechi, una maggiore efficienza e una conseguente riduzione dei costi produttivi”*.

In seguito all'acquisizione di Pinum Doors & Windows Srl (“Pinum”), società rumena operante nella produzione e commercializzazione di porte e infissi, perfezionata nel mese di agosto 2022, Nusco ha redatto il primo bilancio consolidato, andando ad inserire nel proprio perimetro anche la neo-acquisita a partire dalla chiusura del bilancio semestrale del 30 giugno 2022. Al fine di meglio rappresentare gli effetti gestionali dell'acquisizione sul business del Gruppo, oltre all'impatto dimensionale complessivo di costi e ricavi anche in ottica di comparabilità con i risultati dei prossimi esercizi, verranno indicati i dati consolidati di conto economico pro-forma *full year*: questi considerano i valori economici della controllata Pinum per l'intero esercizio e non *pro rata temporis*.

Nel bilancio consolidato pro-forma al 31 dicembre 2022, il Gruppo Nusco comunica di aver generato ricavi netti pari a € 50,92 mln derivanti, oltre che dal contributo importante della neo-acquisita (che ha performato ottimamente soprattutto nel secondo semestre), anche e soprattutto da una crescita organica trainata dall'espansione della rete *franchising* e dalla migliore diversificazione e personalizzazione della *pipeline* commerciale. Considerando esclusivamente i risultati della Capogruppo, al fine di confrontarli con l'esercizio FY21A, si evidenzia come i valori siano molto positivi anche al netto dell'acquisizione: Nusco vede i ricavi crescere del 22,9%, passando da € 24,91 mln del FY21A a € 30,61 mln del FY22A.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Nusco

Del totale ricavi, il 58,5% è riconducibile all'attività della BU Porte, per un totale di € 29,80 mln, mentre la BU Infissi ha contribuito per il restante 41,5%, pari a € 21,12 mln di ricavi. Il valore della produzione quindi, tenendo conto di altri ricavi per € 1,42 mln, si è attestato ad un valore complessivo pari a € 52,34 mln, proiettando il Gruppo verso un nuovo livello dimensionale al pari dei grandi operatori europei del settore.

L'EBITDA di periodo è stato pari a € 5,20 mln, generato rispettivamente per € 3,20 mln dalla BU Infissi e per € 2,00 mln dalla BU Porte. Il contributo più rilevante alla marginalità è quindi maggiormente attribuibile alla prima, che, pur registrando un fatturato inferiore, riesce ad ottenere margini più elevati (15,1% al FY22A) rispetto alla seconda, che mantiene un EBITDA *margin* del 6,8% circa. L'EBITDA *margin* di Gruppo è quindi del 10,2%.

L'EBIT, pari a € 2,54 mln, risente negativamente dell'elevato valore della voce relativa ad ammortamenti e svalutazioni, pari a € 2,69 mln, che comprendono ovviamente il valore dell'avviamento della neo-acquisita Pinum. Si mantiene comunque positivo l'EBIT *margin*, uguale al 5,0%, e segue di conseguenza anche il Net Income, positivo per € 1,13 mln.

A livello patrimoniale, la NFP, pari a € 7,42 mln di debito, risente degli investimenti effettuati per finanziare il circolante, soprattutto in termini di approvvigionamento di magazzino merci e materiali, per essere meno esposti a criticità della *supply chain*, ma si conferma la capacità della Società di generare cassa attraverso il *core business*, che consente di mantenere un rapporto NFP/EBITDA pari a 1,43x.

Si ricorda in primis che l'assemblea straordinaria ha deliberato nel mese di luglio l'aumento di capitale per € 6,50 finalizzato a finanziare l'acquisizione di Pinum, effettuata tramite uno scambio azionario; Parfin Sarl, che ne deteneva il capitale, ha ricevuto 3.922.775 azioni ordinarie di nuova emissione come corrispettivo della sua quota di controllo.

L'integrazione del business di Pinum potrà sicuramente portare il Gruppo a rafforzare la propria posizione competitiva nel mercato di riferimento, migliorando la presenza internazionale e garantendo un miglior presidio di tutta la catena del valore. Obiettivo principale di Nusco resta infatti quello di incrementare sia le vendite dei propri prodotti che sicuramente la dimensione e lo *standing* nel mercato, che sta vivendo negli ultimi anni un periodo di espansione trainato prima dal Superbonus 110% ed in seguito anche dalla richiesta sempre maggiore di attività di efficientamento energetico di edifici residenziali e non.

Per perseguire questo scopo, nel 2022 è proseguita come citato l'apertura di punti di vendita monomarca in *franchising* (6 nuovi nel 2022) e la diversificazione e la personalizzazione dell'offerta commerciale, oltre al potenziamento costante delle attività di sviluppo tecnologico e degli standard qualitative dei prodotti e dei processi industriali.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues			
New	56,0	61,6	67,5
Old	51,0	54,0	N.A
Change	9,8%	14,1%	N.A
EBITDA			
New	6,5	7,6	9,0
Old	7,3	8,3	N.A
Change	-10,3%	-8,4%	N.A
EBITDA %			
New	11,8%	12,6%	13,6%
Old	14,2%	15,4%	N.A
Change	-2,4%	-2,8%	N.A
EBIT			
New	4,4	5,5	6,9
Old	5,8	6,7	N.A
Change	-23,5%	-17,9%	N.A
Net Income			
New	2,7	3,5	4,5
Old	3,3	3,9	N.A
Change	-16,9%	-10,3%	N.A
NFP			
New	3,3	0,9	(3,3)
Old	2,8	(0,1)	N.A
Change	N.A	N.A	N.A

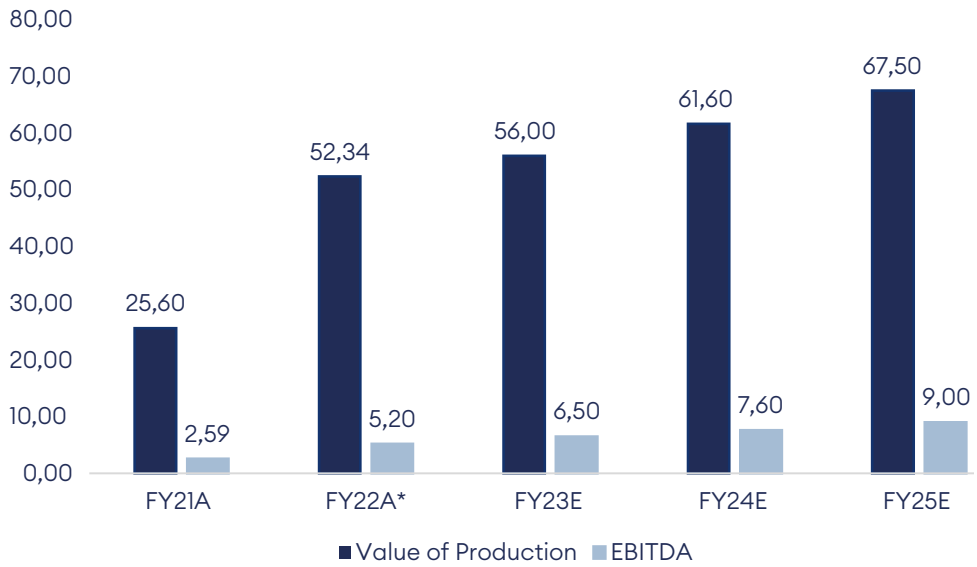
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 56,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 11,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 67,50 mln (CAGR 22A - 25E: 8,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 5,20 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 10,2%).

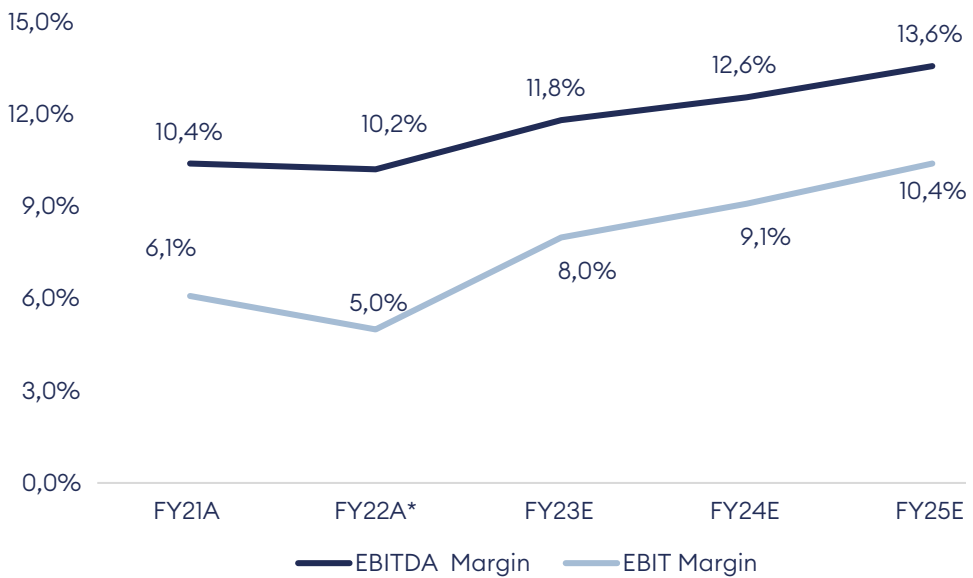
A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà da € 7,42 mln di debito del FY22A al valore *cash positive* pari a € 3,27 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY21A - 25E



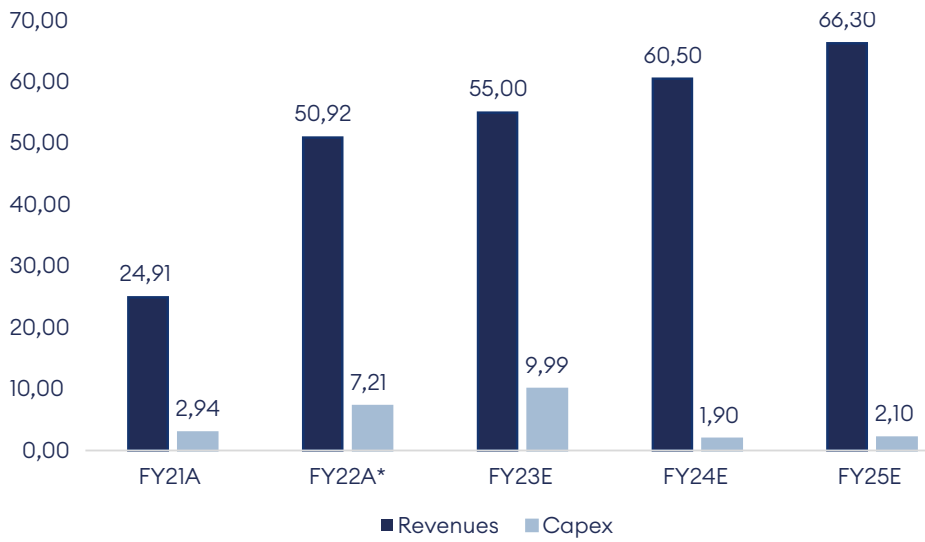
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY21A - 25E



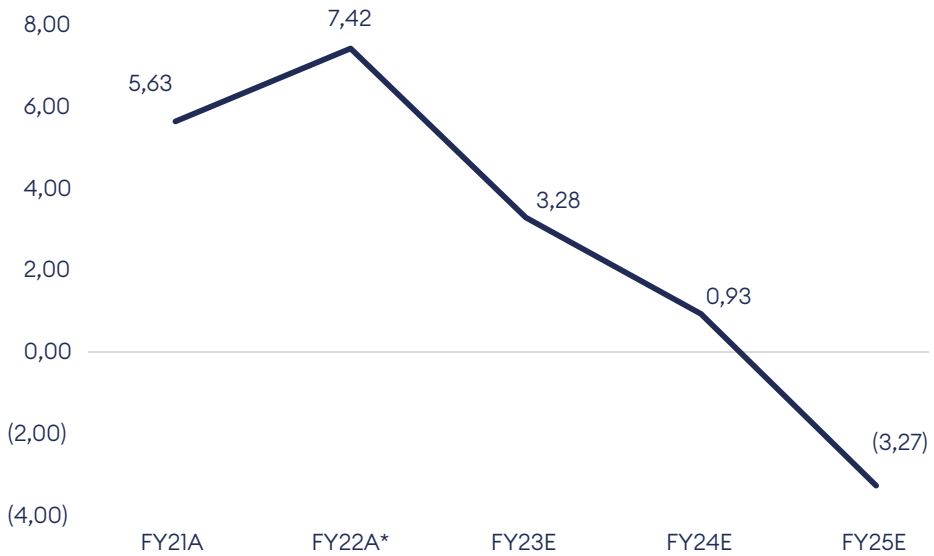
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY21A - 25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY21A - 25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			10,78%
D/E 53,85%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%
K_d 3,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,3	K_e 15,42%

Source: *Integrae SIM*

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,78%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	18,1	27,0%
TV actualized DCF	48,0	73,0%
Enterprise Value	66,1	100%
NFP	7,4	
Equity Value	58,7	

Source: *Integrae SIM*

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 58,7 mln. Il target price, quindi, è di € 3,15 (prev. € 3,00).**

Confermiamo rating BUY e risk MEDIUM.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
Growth Rate (g)	2,5%	85,1	78,4	72,5	67,4	62,8	58,8	55,1
	2,0%	80,0	74,0	68,8	64,1	60,0	56,3	52,9
	1,5%	75,6	70,2	65,5	61,3	57,5	54,0	50,9
	1,0%	71,7	66,9	62,5	58,7	55,2	52,0	49,1
	0,5%	68,3	63,9	59,9	56,3	53,1	50,2	47,5
	0,0%	65,2	61,2	57,5	54,2	51,2	48,5	45,9
	-0,5%	62,5	58,7	55,4	52,3	49,5	46,9	44,5

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,7x	10,2x	8,7x	7,3x
EV/EBIT	26,0x	15,0x	12,0x	9,6x
P/E	51,8x	21,7x	16,8x	13,0x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,7x	4,5x	3,9x	3,3x
EV/EBIT	11,6x	6,7x	5,4x	4,3x
P/E	21,1x	8,8x	6,8x	5,3x

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 Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
09/05/2022	1,88	Buy	2,80	Medium	Breaking News
18/07/2022	1,61	Buy	2,80	Medium	Breaking News
08/08/2022	1,79	Buy	2,80	Medium	Breaking News
17/10/2022	1,50	Buy	3,00	Medium	Update
08/02/2023	1,55	Buy	3,00	Medium	Breaking News

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 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) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Nusco SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Nusco SpA
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Nusco SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.