

Nusco

Euronext Growth Milan | Building Products | Italy

Production 06/10/2023, h. 18:30

Published 09/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,15

unch.

Risk



Medium

Upside potential

221,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 0,98
Target price	€ 3,15
Upside/(Downside) potential	221,1%
Ticker	NUS IM
Market Cap (€/mln)	€ 18,24
EV (€/mln)	€ 25,66
Free Float	20,38%
Share Outstanding	18.615.502
52-week high	€ 1,83
52-week low	€ 0,80
Average daily volumes (3 months)	17.364

Key Financials (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	50,9	53,0	60,5	66,3
VoP	52,3	54,0	61,6	67,5
EBITDA	5,2	6,3	7,8	9,0
EBIT	2,5	4,2	5,7	6,9
Net Profit	1,1	2,3	3,4	4,2
EBITDA margin	10,2%	12,0%	12,8%	13,6%
EBIT margin	5,0%	8,0%	9,3%	10,4%
Net Profit margin	2,2%	4,4%	5,4%	6,2%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.itGiuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-17,6%	-22,2%	-31,9%	-38,0%
to FTSE Italia Growth	-9,7%	-12,0%	-18,1%	-28,1%
to Euronext STAR Milan	-10,2%	-12,6%	-17,1%	-34,8%
to FTSE All-Share	-15,8%	-22,6%	-32,8%	-66,9%
to EUROSTOXX	-15,4%	-20,4%	-28,1%	-58,7%
to MSCI World Index	-12,9%	-18,5%	-32,9%	-51,6%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,9x	4,0x	3,3x	2,9x
EV/EBIT	10,1x	6,0x	4,5x	3,7x
P/E	16,1x	7,8x	5,4x	4,3x

1H23A Results

Nella relazione semestrale al 30 giugno 2023, il Gruppo Nusco comunica di aver generato ricavi netti pari a € 24,60 mln, esprimendo un andamento economico favorevole, dovuto in gran parte alla strategia di diversificazione e personalizzazione dell'offerta commerciale, volta ad incrementare gli standard qualitativi per i clienti italiani, e alla ripresa del settore edile nel mercato rumeno. L'EBITDA di periodo è stato pari a € 2,92 mln, generato rispettivamente per € 2,12 mln dalla BU Infissi e per € 0,80 mln dalla BU Porte; l'EBIT, dopo D&A per € 0,84 mln, si attesta a € 2,07 mln. Positivo anche il Net Income, che risulta pari ad un valore di € 1,06 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nel bilancio intermedio per il 1H23A, aggiorniamo leggermente le nostre stime per l'anno in corso lasciando sostanzialmente invariate le previsioni per i prossimi anni. In particolare, stimiamo ricavi del FY23E pari a € 53,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 66,30 mln (CAGR 22A - 25E: 9,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto ai € 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 € 58,6 mln. **Il target price è quindi di € 3,15 (prev. € 3,15), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	24,91	50,92	53,00	60,50	66,30
Other Revenues	0,69	1,42	1,00	1,10	1,20
Value of Production	25,60	52,34	54,00	61,60	67,50
COGS	20,37	31,37	31,50	34,85	38,00
Services	0,82	10,05	10,35	12,00	13,00
Use of assets owned by others	0,51	0,49	0,50	0,90	0,95
Employees	1,25	5,09	5,20	5,70	6,10
Other Operating Expenses	0,07	0,13	0,10	0,40	0,45
EBITDA	2,59	5,20	6,35	7,75	9,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>0,10</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,8%</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	4,25	5,65	6,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>0,06</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>
Financial Management	(0,74)	(0,64)	(0,90)	(0,90)	(0,90)
EBT	0,78	1,91	3,35	4,75	6,00
Taxes	0,37	0,77	1,00	1,40	1,80
Net Income	0,41	1,13	2,35	3,35	4,20
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)					
Fixed Assets	10,69	18,00	18,00	18,20	18,60
Account receivable	12,67	16,02	15,00	16,50	18,50
Inventories	5,96	11,63	13,60	14,50	15,70
Account payable	6,70	12,15	8,00	8,50	9,20
Operating Working Capital	11,93	15,50	20,60	22,50	25,00
Other	2,55	(0,15)	(4,73)	(5,70)	(6,50)
Net Working Capital	14,48	15,35	15,87	16,80	18,50
Severance Indemnities & Other Provisions	1,88	2,36	1,95	2,00	2,10
NET INVESTED CAPITAL	23,29	30,98	31,92	33,00	35,00
Share Capital	17,13	21,00	21,00	21,00	22,00
Reserves	0,11	1,73	2,57	4,92	8,27
Net Income	0,41	0,84	2,35	3,35	4,20
Equity	17,65	23,57	25,92	29,27	34,47
Cash & Cash Equivalent	0,49	1,48	3,40	4,07	5,17
Short Term Debt	2,29	2,64	2,40	2,30	2,20
M/L Term Financial Position	3,83	6,25	7,00	5,50	3,50
Net Financial Position	5,63	7,42	6,00	3,73	0,53
SOURCES	23,29	30,98	31,92	33,00	35,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,54	4,25	5,65	6,90
Taxes	0,77	1,00	1,40	1,80
NOPAT	1,77	3,25	4,25	5,10
D&A	2,69	1,90	1,90	1,90
Change in receivable	(3,35)	1,02	(1,50)	(2,00)
Change in inventories	(5,67)	(1,97)	(0,90)	(1,20)
Change in payable	5,45	(4,15)	0,50	0,70
Change in others	2,70	4,58	0,97	0,80
Change in NWC	(0,87)	(0,52)	(0,93)	(1,70)
Change in provisions	0,48	(0,41)	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW	4,07	4,22	5,27	5,40
Capex	(10,0)	(1,9)	(2,1)	(2,3)
FREE CASH FLOW	(5,93)	2,31	3,17	3,10
Financial Management	(0,64)	(0,90)	(0,90)	(0,90)
Change in Financial Debt	2,77	0,51	(1,60)	(2,10)
Change in Equity	4,78	0,00	0,00	1,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,99	1,92	0,67	1,10

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, 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.

1H23A Results

TABLE 2 - 1H23A VS. 1H22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	24,60	2,92	11,9%	2,07	1,06	6,49
1H22A	15,58	1,56	10,0%	1,11	0,53	7,42*
Change	57,9%	86,7%	1,8%	86,9%	98,3%	N/A

Source: Integrae SIM

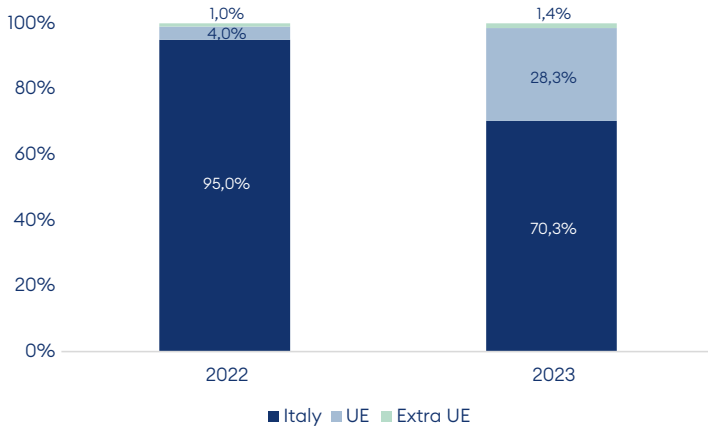
*NFP as of 31/12/2022

Tramite comunicato stampa del 28 settembre 2023, Guerino Vassalluzzo, Presidente e Amministratore Delegato del Gruppo, ha commentato: *“I risultati ottenuti nel primo semestre 2023, confermano il trend di crescita avviato nel corso del 2022, con ricavi a circa 25 milioni di euro e con ottime performance degli ordini acquisiti finora, che al 30 giugno 2023 sono pari a 13,7 milioni di euro, di cui 5,7 milioni di euro derivanti dalle attività di Pinum. Siamo molto fiduciosi che le performance di crescita proseguiranno anche per i prossimi mesi, mantenendo l’andamento positivo per tutto il 2023, nonostante oggi il mercato offra un contesto macroeconomico condizionato dal rallentamento della crescita dovuto all’accelerazione del fenomeno inflattivo e agli effetti del costante rialzo dei tassi di interesse attuato dalle principali banche centrali. Le nostre attività si focalizzeranno ancora sui pilastri che hanno sostenuto e continueranno a sostenere la nostra crescita, tra queste le più rilevanti, la creazione di economie di scala, l’impegno verso l’efficienza energetica, lo sviluppo industriale e il perseguimento di obiettivi di sostenibilità ESG in tutta la catena del valore di Nusco”.*

Nella relazione sulla gestione consolidata del primo semestre 2023, il Gruppo Nusco ha comunicato di aver generato ricavi per € 24,60 mln, registrando un miglioramento del 57,9% rispetto al 1H22A, in cui il fatturato era pari a € 15,58 mln. Tuttavia, il dato non può essere considerato significativo, dato che l’acquisizione della controllata Pinum, attiva nel mercato rumeno, è avvenuta a metà dello scorso anno, rendendo quindi impossibile una diretta comparazione tra i due valori. Si può comunque delineare un andamento economico favorevole, dovuto in gran parte alla strategia di diversificazione e personalizzazione dell’offerta commerciale, volta ad incrementare gli standard qualitativi per i clienti italiani, e alla ripresa del settore edile nel mercato rumeno. Inoltre, il Gruppo ha proseguito l’espansione verso i mercati esteri, con l’apertura delle due filiali di Dubai e Tripoli, ed ha potenziato l’attività commerciale nel nord Italia.

Analizzando l’attività del gruppo per ogni area geografica, emerge che il 70,3% dei ricavi proviene dall’Italia, il 28,3% dalla UE e il restante 1,4% da Paesi extra Ue. Si evidenzia una notevole espansione nei confronti dell’estero, infatti nel 1H22A il 95,0% dei ricavi proveniva dal mercato italiano, mentre solo il 4,0% dall’UE e il restante 1,0% dai Paesi extra UE.

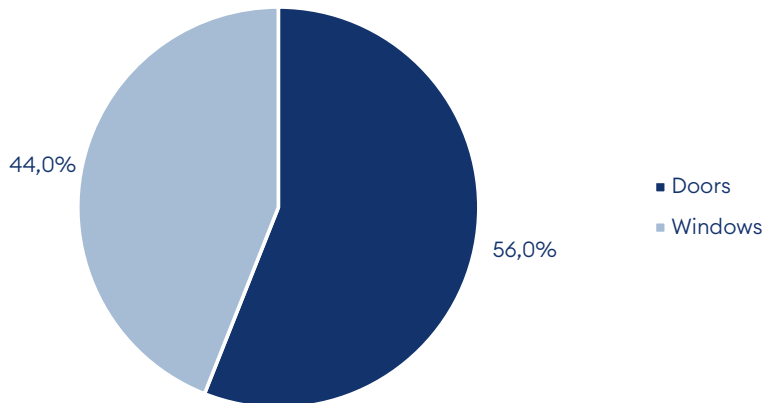
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY GEOGRAPHIC AREA



Source: Nusco

Entrambe le Business Unit hanno una notevole incidenza sul fatturato del Gruppo, nello specifico il 56,0% dei ricavi proviene dalla BU Porte, per un valore di € 13,78 mln, mentre la BU Infissi ha contribuito per il restante 44,0%, pari a € 10,82 mln di ricavi. Considerando altri proventi per € 0,82 mln, il valore della produzione si attesta ad un totale di € 25,42 mln, confermando il Gruppo all'interno dei grandi operatori europei del settore.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Nusco

L'EBITDA risulta pari a € 2,92 mln, in crescita del 86,7% rispetto al dato del 1H22A che si attesta a € 1,56 mln. In termini di EBITDA *Margin*, si evidenzia un miglioramento, passando dal 10,0% del 1H22A al 11,9% del 1H23A. Nonostante il trend crescente dei prezzi al consumo, grazie l'attento contenimento dei costi operativi e il ribaltamento dell'incremento dei costi energetici e dei materiali sul prodotto finale è stato possibile mantenere una buona marginalità.

Nello specifico, la BU Infissi ha riportato un EBITDA di € 2,12 mln con un margine sul valore della produzione del 19,6%, decisamente più alto rispetto alla marginalità della BU Porte, pari al 5,8%, con un EBITDA di € 0,80 mln.

Al netto di ammortamenti e svalutazioni, ne risulta un EBIT pari a € 2,07 mln, in miglioramento del 86,9% (€ 1,11 mln al 1H22A, che non considera Pinum), mentre il margine sui ricavi si attesta al 8,4%. Il Net Income è pari a € 1,06 mln, coerentemente con il trend positivo degli altri valori reddituali, dovuto all'acquisizione di Pinum dello scorso esercizio.

A livello patrimoniale la NFP risulta pari a € 6,49 mln, in miglioramento rispetto al valore di chiusura dell'esercizio precedente, pari a € 7,42 mln. In particolare, si evidenzia il notevole incremento delle disponibilità liquide che ammontano a € 3,28 mln, contro i € 1,48 mln del FY22A. Inoltre, sono stati stipulati due nuovi contratti di finanziamento con Unicredit Spa per un importo pari a € 2,50 mln, finalizzati a rinnovare la linea produttiva dello stabilimento dedito alla produzione di infissi in legno.

Si riporta infine che il Gruppo, in data 26 settembre 2023, ha ricevuto le dimissioni con effetto immediato per sopraggiunti motivi personali del Presidente e Amministratore Delegato, Luigi Nusco. A seguito di questo evento, il Consiglio di Amministrazione, con approvazione del Collegio Sindacale, ha nominato per cooptazione il dottor Guerino Luciano Vasaluzzo, quale Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato. Non si prevede in tal senso che tale dinamica abbia alcun effetto sullo svolgimento delle attività operative da parte del Gruppo.

Nel prossimo semestre, Nusco si pone l'obiettivo di incrementare le vendite dei propri prodotti che consentono di mantenere elevati livelli di redditività. Il Gruppo è sempre più volto a sostenere ed acquisire nuove quote di mercato in ottica Agenda 2030 e divenire uno dei protagonisti principali dell'efficientamento energetico degli edifici residenziali e non, con riferimento al settore di appartenenza. Infine, si punta ad una maggiore integrazione del business della controllata Pinum, volta ad internazionalizzare le attività, con lo scopo di ridurre la concentrazione del fatturato generato sul territorio nazionale, creare maggiori efficienze produttive e ampliare il portafoglio prodotti.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E - FY25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Value of Production			
New	54,0	61,6	67,5
Old	56,0	61,6	67,5
Change	-3,6%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	6,3	7,8	9,0
Old	6,5	7,6	9,0
Change	-2,3%	2,0%	0,0%
EBITDA margin			
New	12,0%	12,8%	13,6%
Old	11,8%	12,6%	13,6%
Change	0,2%	0,2%	0,0%
EBIT			
New	4,2	5,7	6,9
Old	4,4	5,5	6,9
Change	-3,4%	2,7%	0,0%
Net Income			
New	2,3	3,4	4,2
Old	2,7	3,5	4,5
Change	-13,0%	-4,3%	-6,7%
Net financial position			
New	6,0	3,7	0,5
Old	3,3	0,9	(3,3)
Change	n/a	n/a	n/a

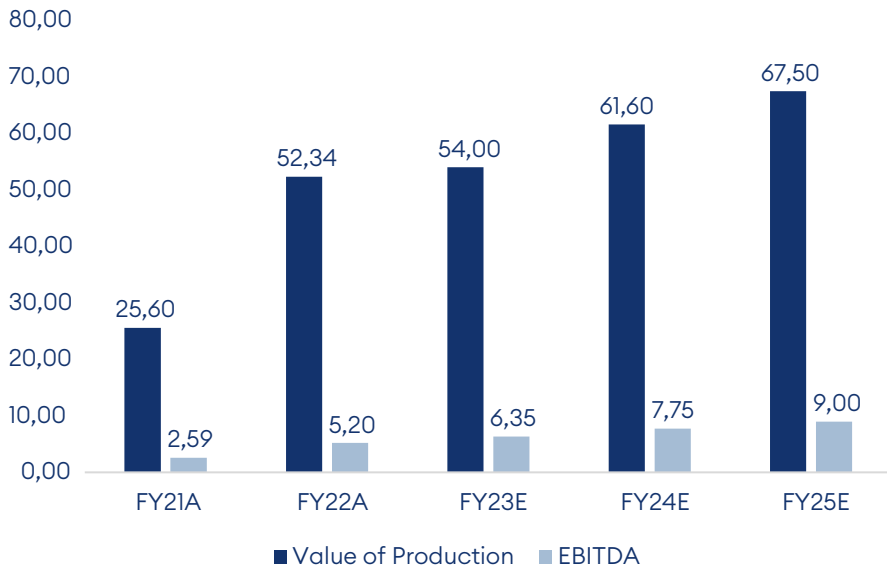
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nel bilancio intermedio per il 1H23A, aggiorniamo leggermente le nostre stime per l'anno in corso lasciando sostanzialmente invariate le previsioni per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo ricavi del FY23E pari a € 53,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 66,30 mln (CAGR 22A - 25E: 9,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 9,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto ai € 5,20 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 10,2%).

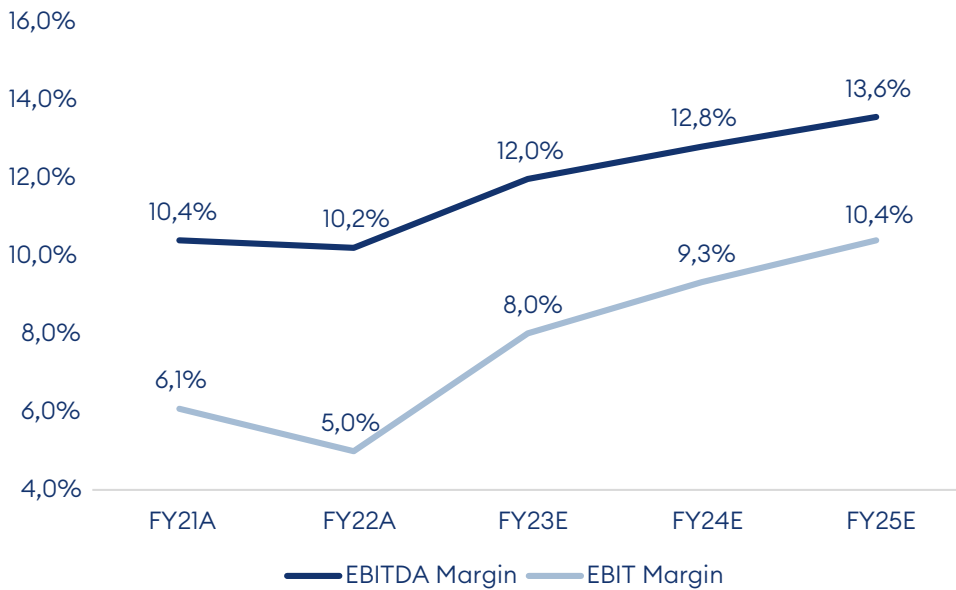
A livello patrimoniale, stimiamo che la NFP registri un miglioramento per la fine dell'esercizio, arrivando ad un valore pari a € 6,00 mln per il FY23E, mentre ci aspettiamo che possa migliorare fino a € 0,53 mln nel FY25E.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY21A - 25E



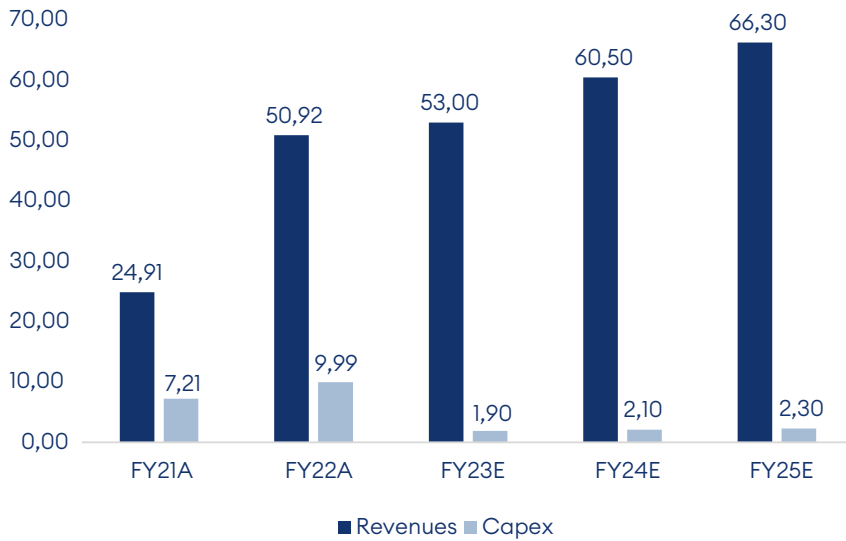
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN FY21A - 25E



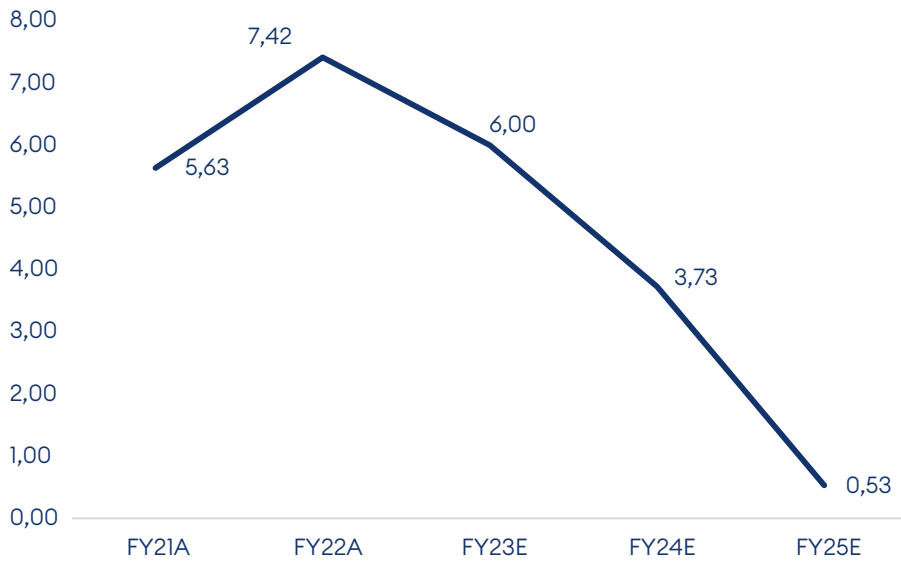
Source: Integrae SIM

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			10,77%
D/E 42,86%	Risk Free Rate 3,64%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%
K_d 3,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,3	K_e 14,30%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,77%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	15,1	22,8%
TV actualized DCF	50,9	77,2%
Enterprise Value	66,0	100%
NFP	7,4	
Equity Value	58,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 58,6 mln. Il target price, quindi, è di € 3,15 (prev. € 3,15).**
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)	3,0%	87,4	80,1	73,8	68,4	63,7	59,5	55,8
	2,5%	81,5	75,1	69,6	64,7	60,5	56,7	53,3
	2,0%	76,4	70,7	65,8	61,5	57,6	54,2	51,1
	1,5%	72,0	66,9	62,5	58,6	55,1	51,9	49,1
	1,0%	68,1	63,6	59,5	56,0	52,8	49,9	47,3
	0,5%	64,6	60,5	56,9	53,6	50,7	48,0	45,6
	0,0%	61,6	57,8	54,5	51,5	48,8	46,3	44,0

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,7x	10,4x	8,5x	7,3x
EV/EBIT	25,9x	15,5x	11,7x	9,6x
P/E	51,7x	24,9x	17,5x	13,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	4,9x	4,0x	3,3x	2,9x
EV/EBIT	10,1x	6,0x	4,5x	3,7x
P/E	16,1x	7,8x	5,4x	4,3x

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 Riviello, 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
17/10/2022	1,50	Buy	3,00	Medium	Update
08/02/2023	1,55	Buy	3,00	Medium	Breaking News
04/04/2023	1,28	Buy	3,15	Medium	Update
10/05/2023	1,39	Buy	3,15	Medium	Breaking News
08/08/2023	1,25	Buy	3,15	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;
- It carries out media marketing and investor relation activities on behalf of Nusco SpA.