

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Nusco

Euronext Growth Milan | Industrial | Italy

Production 05/04/2024, h. 18:30

Published 08/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,40

prev. € 3,15

Risk



Medium

Upside potential

222,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

| | |
|-----------------------------------|------------|
| Price | € 1,06 |
| Target price | € 3,40 |
| Upside/(Downside) potential | 222,4% |
| Ticker | NUS IM |
| Market Cap (€/mln) | € 19,64 |
| Enterprise Value (€/mln) | € 22,01 |
| Free Float (% on ordinary shares) | 20,4% |
| Shares Outstanding | 18.615.502 |
| 52-week high | € 1,61 |
| 52-week low | € 0,73 |
| Average Daily Volumes (3 months) | 19.120 |

| Key Financials (€/mln) | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenues | 56,73 | 62,00 | 68,50 | 74,50 |
| VoP | 58,69 | 63,50 | 70,00 | 76,00 |
| EBITDA | 7,24 | 8,40 | 9,60 | 11,20 |
| EBIT | 4,33 | 6,10 | 7,40 | 9,00 |
| Net Profit | 2,20 | 3,65 | 4,55 | 5,65 |
| EBITDA margin | 12,8% | 13,5% | 14,0% | 15,0% |
| EBIT margin | 7,6% | 9,8% | 10,8% | 12,1% |
| Net Profit margin | 3,8% | 5,7% | 6,5% | 7,4% |

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

| Stock performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Absolute | -4,9% | -18,3% | -9,3% | -24,5% |
| to FTSE Italia Growth | -3,9% | -17,9% | -2,0% | -10,0% |
| to Euronext STAR Milan | -3,9% | -18,2% | -15,1% | -18,6% |
| to FTSE All-Share | -12,2% | -29,2% | -25,9% | -48,5% |
| to EUROSTOXX | -10,9% | -28,3% | -25,9% | -44,0% |
| to MSCI World Index | -8,0% | -27,0% | -22,2% | -51,2% |

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

FY23A Results

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2023, il primo anno di consolidamento full-year dopo l'acquisizione di Pinum Doors & Windows nel 2022, Nusco comunica di aver registrato ricavi di vendita pari a € 56,73 mln, in crescita dell'11,4% rispetto al dato di fine anno 2022, pari a € 50,92 mln. Del totale ricavi, il 61,0% (pari a € 34,60 mln) è generato in Italia, mentre il restante 39,0% (€ 22,13 mln) è generato all'estero, principalmente in Paesi appartenenti all'Unione Europea. L'EBITDA Adjusted di periodo raggiunge il valore record di € 7,24 mln, +39,1% vs. FY22A (€ 5,20 mln) e con una marginalità pari al 12,8%; l'EBIT ammonta a € 4,33 mln, corrispondenti ad un EBIT margin del 7,6%. Positivo anche il Net Income, che raggiunge € 2,20 mln raddoppiando (+94,7%) il dato dell'esercizio precedente, pari a € 1,13 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 63,50 mln ed un EBITDA pari a € 8,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 76,00 mln (CAGR 23A - 26E: 9,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 15,0%), in crescita rispetto a € 7,24 mln del FY23A (EBITDA *margin* del 12,8%).

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 € 63,3 mln. Il **target price è quindi di € 3,40 (prev. € 3,15), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| INCOME STATEMENT (€/mln) | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenues | 50,92 | 56,73 | 62,00 | 68,50 | 74,50 |
| Other Revenues | 1,42 | 1,96 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| Value of Production | 52,34 | 58,69 | 63,50 | 70,00 | 76,00 |
| COGS | 31,37 | 32,38 | 35,00 | 39,00 | 42,00 |
| Services | 10,05 | 12,51 | 13,00 | 13,80 | 14,50 |
| Use of assets owned by others | 0,49 | 0,69 | 0,90 | 0,95 | 1,00 |
| Employees | 5,09 | 5,76 | 6,00 | 6,40 | 7,00 |
| Other Operating Expenses | 0,13 | 0,12 | 0,20 | 0,25 | 0,30 |
| EBITDA | 5,20 | 7,24 | 8,40 | 9,60 | 11,20 |
| <i>EBITDA Margin</i> | <i>9,9%</i> | <i>12,8%</i> | <i>13,5%</i> | <i>14,0%</i> | <i>15,0%</i> |
| <i>Extraordinary Items</i> | <i>0,03</i> | <i>(0,52)</i> | <i>(0,20)</i> | <i>(0,20)</i> | <i>(0,20)</i> |
| D&A | 2,69 | 2,38 | 2,10 | 2,00 | 2,00 |
| EBIT | 2,54 | 4,33 | 6,10 | 7,40 | 9,00 |
| <i>EBIT Margin</i> | <i>5,0%</i> | <i>7,6%</i> | <i>9,8%</i> | <i>10,8%</i> | <i>12,1%</i> |
| Financial Management | (0,64) | (0,88) | (0,90) | (0,90) | (0,90) |
| EBT | 1,91 | 3,45 | 5,20 | 6,50 | 8,10 |
| Taxes | 0,77 | 1,25 | 1,55 | 1,95 | 2,45 |
| Net Income | 1,13 | 2,20 | 3,65 | 4,55 | 5,65 |
| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | | | | | |
| Fixed Assets | 18,00 | 18,26 | 18,70 | 19,20 | 19,70 |
| Account receivable | 16,02 | 19,14 | 18,00 | 20,50 | 23,00 |
| Inventories | 11,63 | 10,26 | 13,00 | 14,50 | 16,00 |
| Account payable | 12,15 | 12,89 | 10,00 | 10,50 | 11,00 |
| Operating Working Capital | 15,50 | 16,51 | 21,00 | 24,50 | 28,00 |
| Other | (0,15) | (5,27) | (5,70) | (6,50) | (7,00) |
| Net Working Capital | 15,35 | 11,24 | 15,30 | 18,00 | 21,00 |
| Severance & Other Provisions | 2,36 | 1,54 | 2,00 | 2,10 | 2,20 |
| NET INVESTED CAPITAL | 30,98 | 27,96 | 32,00 | 35,10 | 38,50 |
| Share Capital | 21,00 | 21,00 | 21,00 | 21,00 | 21,00 |
| Reserves | 1,73 | 2,38 | 4,59 | 8,24 | 12,79 |
| Net Income | 0,84 | 2,20 | 3,65 | 4,55 | 5,65 |
| Equity | 23,57 | 25,59 | 29,24 | 33,79 | 39,44 |
| Cash & Cash Equivalent | 1,48 | 3,58 | 4,74 | 5,99 | 7,44 |
| Short Term Debt | 2,64 | 5,47 | 2,30 | 2,20 | 2,00 |
| M/L Term Financial Position | 6,25 | 0,47 | 5,20 | 5,10 | 4,50 |
| Net Financial Position | 7,42 | 2,37 | 2,76 | 1,31 | (0,94) |
| SOURCES | 30,98 | 27,96 | 32,00 | 35,10 | 38,50 |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln) | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|---------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 2,54 | 4,33 | 6,10 | 7,40 | 9,00 |
| Taxes | 0,77 | 1,25 | 1,55 | 1,95 | 2,45 |
| NOPAT | 1,77 | 3,08 | 4,55 | 5,45 | 6,55 |
| D&A | 2,69 | 2,38 | 2,10 | 2,00 | 2,00 |
| Change in receivable | (0,87) | 4,11 | (4,06) | (2,70) | (3,00) |
| Change in inventories | (3,35) | (3,12) | 1,14 | (2,50) | (2,50) |
| Change in payable | (5,67) | 1,37 | (2,74) | (1,50) | (1,50) |
| Change in others | 5,45 | 0,74 | (2,89) | 0,50 | 0,50 |
| Change in NWC | 2,70 | 5,12 | 0,43 | 0,80 | 0,50 |
| Change in provisions | 0,48 | (0,82) | 0,46 | 0,10 | 0,10 |
| OPERATING CASH FLOW | 4,07 | 8,75 | 3,05 | 4,85 | 5,65 |
| Capex | (9,99) | (2,64) | (2,54) | (2,50) | (2,50) |
| FREE CASH FLOW | (5,93) | 6,11 | 0,51 | 2,35 | 3,15 |
| Financial Management | (0,64) | (0,88) | (0,90) | (0,90) | (0,90) |
| Change in Financial Debt | 2,77 | (2,95) | 1,56 | (0,20) | (0,80) |
| Change in Equity | 4,78 | (0,18) | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY | 0,99 | 2,10 | 1,16 | 1,25 | 1,45 |

Source: Nusco financial statements and Integrae SIM estimates

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.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A VS FY23E

| €/mln | Revenues | EBITDA | EBITDA % | EBIT | Net Income | NFP |
|--------|----------|--------|----------|------|------------|------|
| FY23A | 58,69 | 7,24 | 12,8% | 4,33 | 2,20 | 2,37 |
| FY23E | 54,00 | 6,35 | 12,0% | 4,25 | 2,35 | 6,00 |
| Change | 8,7% | 13,9% | 0,8% | 1,9% | -6,2% | n/a |

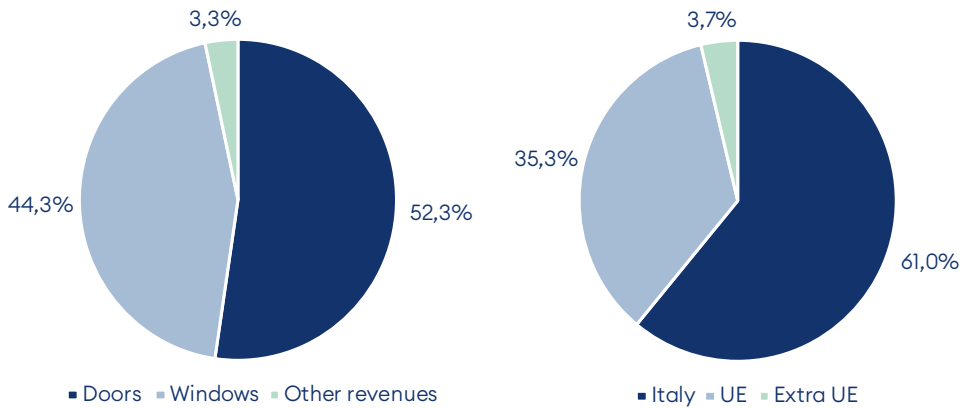
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa del 28 marzo 2024, Guerino Vassalluzzo, Presidente e Amministratore Delegato della Società, commenta i risultati annuali: *“Siamo orgogliosi dei risultati ottenuti nel 2023 poiché confermano da un lato la bontà della strategia di sviluppo del Gruppo che si dimostra salda in termini di fatturato e redditività, e dall’altro il consolidamento del business in un mercato di riferimento che nell’ultimo anno in particolare ha mostrato qualche debolezza a causa del ridimensionamento degli incentivi statali sull’edilizia in Italia e della crisi del settore immobiliare più in generale. Sono molto fiducioso nel percorso avviato e che porteremo ancora avanti per i prossimi mesi: il Gruppo continua a rafforzarsi da un punto di vista finanziario, a crescere in competenze e innovazione e a investire in ricerca e sviluppo per garantire un’offerta di qualità e affermarsi quale realtà autorevole nel proprio mercato di riferimento. In tal senso, la decisione di deliberare un aumento gratuito del capitale è un atto di riconoscenza per tutti i nostri azionisti che hanno riposto completa fiducia nel nostro Gruppo e nel nostro business. Attraverso questa operazione, intendiamo infatti migliorare ulteriormente la nostra struttura patrimoniale e fornire una base solida per affrontare le sfide future e cogliere le opportunità di crescita sul mercato offrendo l’opportunità ai nostri azionisti di aumentare la propria partecipazione nella Società senza dover necessariamente investire in risorse finanziarie aggiuntive.”*

Nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2023, il primo anno di consolidamento full-year dopo l’acquisizione di Pinum Doors & Windows nel 2022, Nusco comunica di aver registrato ricavi di vendita pari a € 56,73 mln, in crescita dell’11,4% rispetto al dato di fine anno 2022, pari a € 50,92 mln. Del totale ricavi, il 61,0% (pari a € 34,60 mln) è generato in Italia, mentre il restante 39,0% (€ 22,13 mln) è generato all’estero, principalmente in Paesi appartenenti all’Unione Europea.

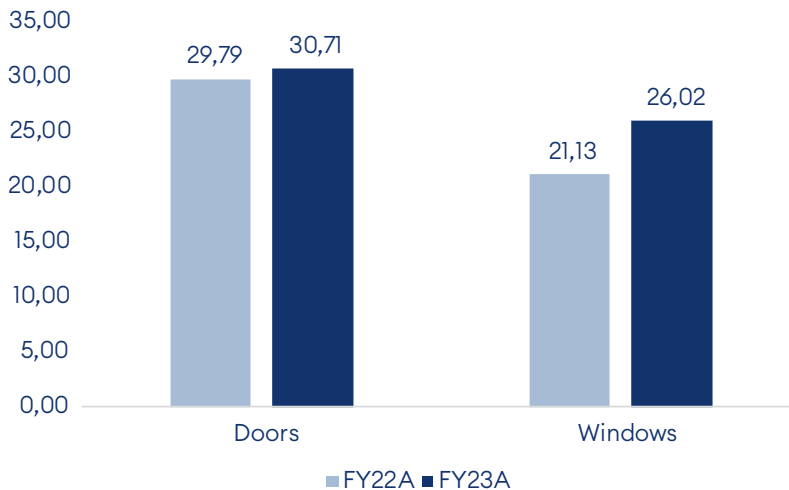
La crescita è trainata dai risultati positivi di entrambe le Business Units del Gruppo: la BU Porte, con ricavi per € 30,71 mln nel 2023, vede un miglioramento del 3,1% rispetto ai € 29,79 mln del FY22A e incide sul valore della produzione totale per il 52,3%, mentre la BU Infissi, con € 26,02 mln generati, mostra rispetto al dato 2022 (€ 21,13 mln) una crescita YoY del 23,2%, incidendo sul valore della produzione per il 44,3%.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT & GEOGRAPHY



Source: Nusco

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY23A VS FY22A



Source: Nusco

L'EBITDA Adjusted di periodo, che tiene conto di poste di natura straordinaria e non ricorrente per € 0,52 mln riferite principalmente a perdite su crediti e al costo sostenuto dalla Società nei confronti della controllata Modo Srl, raggiunge il valore record di € 7,24 mln, +39,1% rispetto al dato FY22A di € 5,20 mln e con una marginalità sul valore della produzione pari al 12,8%, in crescita di circa 3 punti percentuali rispetto al 9,9% registrato nel 2022. La BU Porte impatta per € 3,07 mln (+52,4% vs. € 2,01 mln al FY22A) e segna una marginalità del 10,0%, mentre la BU Infissi genera un EBITDA Adjusted pari a € 4,17 mln, in crescita del 30,7% rispetto ai € 2,75 mln del 2022 e con una marginalità del 16,1%.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,38 mln e considerando l'effetto dei sopracitati componenti straordinari per € 0,52 mln, ammonta a € 4,33 mln, corrispondenti ad un EBIT margin del 7,6%. Nel 2022, il dato era pari a € 2,54 mln, con una marginalità sui ricavi del 5,0%. Positivo infine anche il Net Income, che raggiunge € 2,20 mln quasi raddoppiando (+94,7%) il dato dell'esercizio precedente, pari a € 1,13 mln.

A livello patrimoniale, la NFP mostra un netto miglioramento, passando da 7,42 mln al 31 dicembre 2022 a € 2,37 mln dell'esercizio appena concluso, grazie ai flussi di cassa generati dall'attività caratteristica e a una migliore gestione del capitale circolante. Il dato è anche in netto miglioramento rispetto alla nostra precedente stima di € 6,00 mln e consente di raggiungere un rapporto NFP/EBITDA pari a 0,32x.

Si chiude in maniera molto positiva quindi il 2023 di Nusco, che nel corso nell'anno ha anche inaugurato un nuovo showroom in franchising a Dubai, che va ad aggiungersi all'apertura di uno store monomarca a Tripoli. Il Gruppo prosegue così il percorso di crescita volto al rafforzamento della rete commerciale e al consolidamento della presenza sul mercato di riferimento internazionale; nei primi mesi del 2024, inoltre, sono iniziati i lavori relativi al nuovo stabilimento in Romania, con riferimento alla neo-acquisita Pinum D&W Srl. Il nuovo opificio, che sarà ultimato nel primo trimestre 2025, avrà un'estensione di 20.000 mq e sarà dedicato alla produzione di porte e infissi con impianti produttivi all'avanguardia.

Contestualmente all'approvazione del bilancio consolidato, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di proporre all'assemblea straordinaria degli azionisti un aumento gratuito del capitale sociale, per massimi € 1,66 mln tramite imputazione a capitale di pari ammontare prelevato dalla riserva straordinaria. La proposta prevede che le azioni vengano assegnate ai soci gratuitamente nel rapporto di una ogni quattordici azioni possedute in una data, ancora da definire, nel mese di maggio.

Facciamo infine presente che, a fine aprile 2024, il Gruppo presenterà per il secondo anno consecutivo il proprio Report di Sostenibilità. Obiettivo di Nusco è comunicare in maniera chiara e trasparente, alla propria comunità di stakeholder, l'impegno dedicato in ambito ESG, mettendo in evidenza l'operato e gli obiettivi aziendali da un punto di vista ambientale sociale ed economico. A tal proposito, il Gruppo ha in programma l'installazione di ulteriori 500 KW di moduli fotovoltaici sullo stabilimento principale di Nola (NA), in aggiunta ai 200 KW preesistenti, che consentirà di diventare autosufficiente dal punto di vista energetico e risparmiare notevolmente sui costi delle utenze.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E - FY26E

| €/mln | FY24E | FY25E | FY26E |
|-------------------|------------|------------|------------|
| Revenues | | | |
| New | 63,5 | 70,0 | 76,0 |
| Old | 61,6 | 67,5 | 0,0 |
| <i>Change</i> | 3,1% | 3,7% | <i>n/a</i> |
| EBITDA | | | |
| New | 8,4 | 9,6 | 11,2 |
| Old | 7,8 | 9,0 | 0,0 |
| <i>Change</i> | 8,4% | 6,7% | <i>n/a</i> |
| EBITDA % | | | |
| New | 13,5% | 14,0% | 15,0% |
| Old | 12,8% | 13,6% | <i>n/a</i> |
| <i>Change</i> | 0,7% | 0,4% | <i>n/a</i> |
| EBIT | | | |
| New | 6,1 | 7,4 | 9,0 |
| Old | 5,7 | 6,9 | 0,0 |
| <i>Change</i> | 8,0% | 7,2% | <i>n/a</i> |
| Net Income | | | |
| New | 3,7 | 4,6 | 5,7 |
| Old | 3,4 | 4,2 | 0,0 |
| <i>Change</i> | 9,0% | 8,3% | <i>n/a</i> |
| NFP | | | |
| New | 2,8 | 1,3 | (0,9) |
| Old | 3,7 | 0,5 | 0,0 |
| <i>Change</i> | <i>n/a</i> | <i>n/a</i> | <i>n/a</i> |

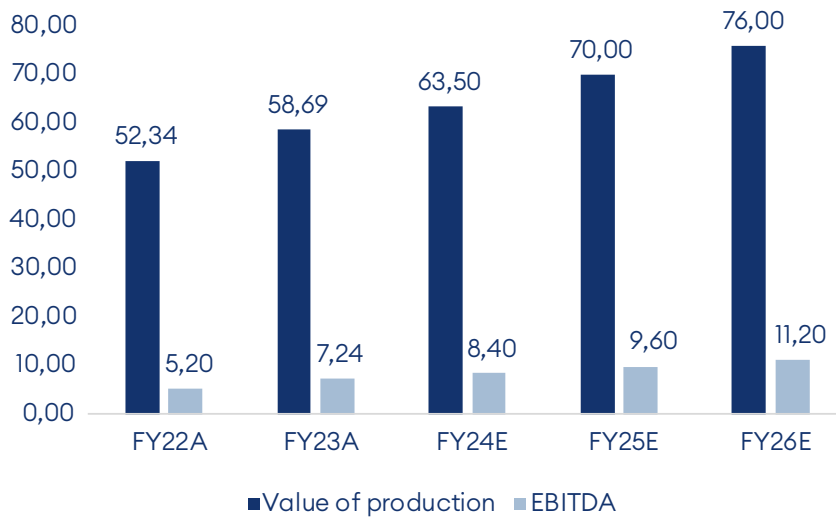
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 63,50 mln ed un EBITDA pari a € 8,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 76,00 mln (CAGR 23A - 26E: 9,0%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 11,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 15,0%), in crescita rispetto a € 7,24 mln del FY23A (EBITDA *margin* del 12,8%).

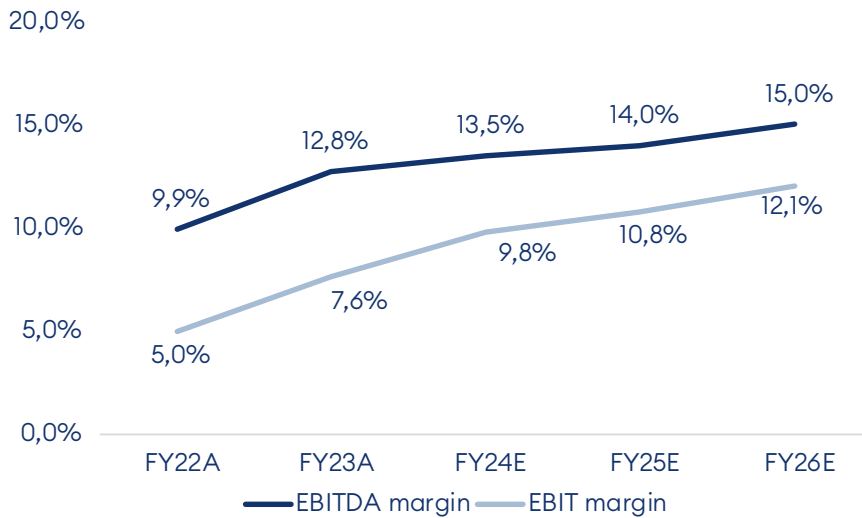
A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà da € 2,37 mln di debito del FY23A al valore *cash positive* pari a € 0,94 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A - 26E (€/MLN)



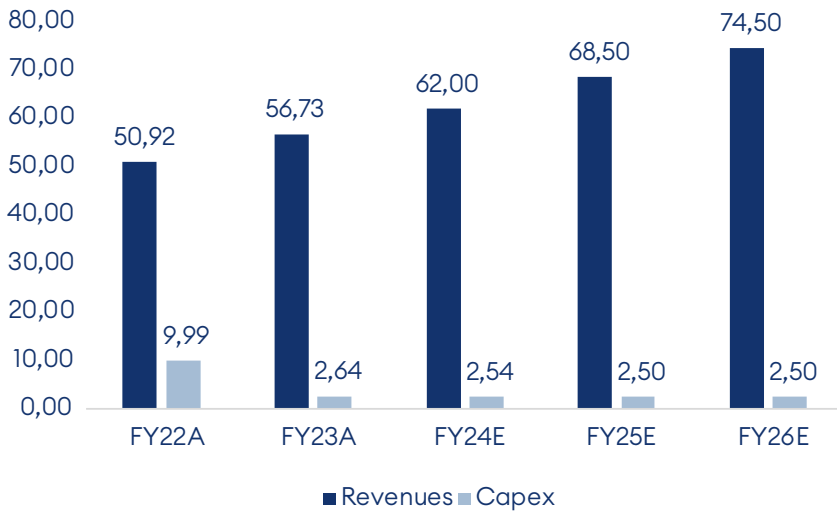
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A - 26E



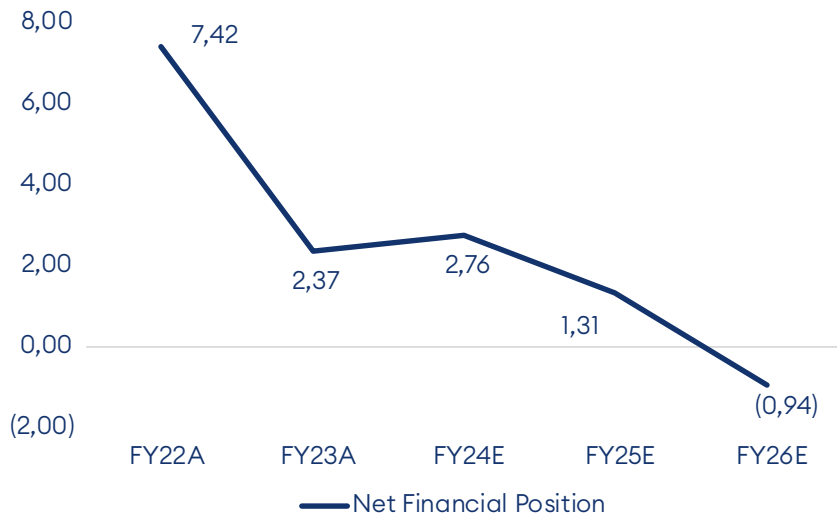
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY22A - 26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY22A - 26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

| WACC | | | | 11,3% |
|---------------|------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------|
| D/E 42,9% | Risk Free Rate 3,2% | β Adjusted 1,2 | α (specific risk) 2,5% | |
| K_d 3,5% | Market Premium 7,8% | β Relevered 1,3 | K_e 15,1% | |

Source: Integrae SIM

Abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,3%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF | | % of EV |
|-------------------------|--------------|---------------|
| FCFO Actualized | 13,31 | 20,3% |
| TV Actualized DCF | 52,37 | 79,7% |
| Enterprise Value | 65,68 | 100,0% |
| NFP (FY23A) | 2,37 | |
| Equity Value | 63,32 | |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value** pari a € 63,32 mln. Il **target price**, quindi, è di € 3,40 (prev. € 3,15). Confermiamo rating **BUY** e risk **MEDIUM**.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | WACC | | | | | | | |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 9,8% | 10,3% | 10,8% | 11,3% | 11,8% | 12,3% | 12,8% |
| Growth Rate (g) | 3,0% | 91,2 | 84,2 | 78,1 | 72,7 | 68,0 | 63,9 | 60,1 |
| | 2,5% | 85,7 | 79,5 | 74,0 | 69,2 | 65,0 | 61,2 | 57,8 |
| | 2,0% | 81,0 | 75,4 | 70,5 | 66,1 | 62,2 | 58,7 | 55,6 |
| | 1,5% | 76,8 | 71,7 | 67,3 | 63,3 | 59,8 | 56,5 | 53,6 |
| | 1,0% | 73,0 | 68,5 | 64,4 | 60,8 | 57,5 | 54,5 | 51,8 |
| | 0,5% | 69,7 | 65,6 | 61,8 | 58,5 | 55,5 | 52,7 | 50,2 |
| | 0,0% | 66,7 | 62,9 | 59,5 | 56,4 | 53,6 | 51,0 | 48,7 |

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 9,1x | 7,8x | 6,8x | 5,9x |
| EV/EBIT | 15,2x | 10,8x | 8,9x | 7,3x |
| P/E | 28,7x | 17,3x | 13,9x | 11,2x |

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

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

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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

| Date | Price | Recommendation | Target Price | Risk | Comment |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------------|
| 10/05/2023 | 1,39 | Buy | 3,15 | Medium | Breaking News |
| 08/08/2023 | 1,25 | Buy | 3,15 | Medium | Breaking News |
| 09/10/2023 | 0,98 | Buy | 3,15 | Medium | Update |
| 06/12/2023 | 1,00 | Buy | 3,15 | Medium | Breaking News |
| 09/02/2024 | 1,07 | 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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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;
- It carries out media marketing activities on behalf of Nusco SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.