

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Kruso Kapital

Euronext Growth Milan | Pawn Credit | Italy

Produzione 28/02/2025, h. 18:30

Pubblicazione 03/03/2025, h. 07:00


Rating
BUY

unchanged

Target Price
€ 3,00

unchanged

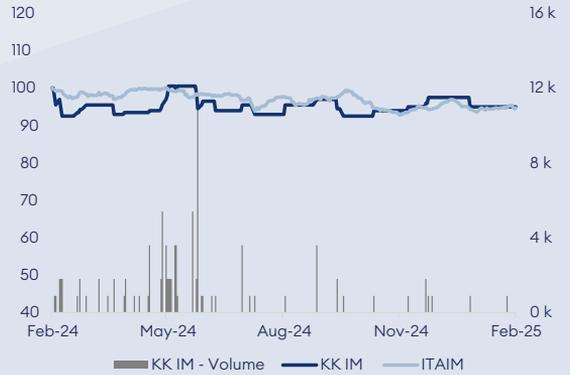

Risk

Medium

Upside potential
58,7%

| Key Financials (€/mln) | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Interest margin | 10,43 | 14,00 | 16,30 | 18,00 |
| Brokerage margin | 24,70 | 31,75 | 35,50 | 39,00 |
| Net Income | 4,50 | 7,45 | 9,10 | 10,80 |
| Average Loans | 132,66 | 151,94 | 166,00 | 176,50 |
| Brokerage margin % | 18,6% | 20,9% | 21,4% | 22,1% |
| Cost/Income % | 69,3% | 65,8% | 62,1% | 59,2% |
| ROA | 9,4% | 15,5% | 18,9% | 22,3% |
| ROE | 9,1% | 13,1% | 13,8% | 14,1% |

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

| | |
|----------------------------------|------------|
| Price | € 1,89 |
| Target price | € 3,00 |
| Upside/(Downside) potential | 58,7% |
| Ticker | KK IM |
| Market Cap (€/mln) | € 46,51 |
| Free Float | 15,29% |
| Share Outstanding | 24.609.593 |
| 52-week high | € 2,08 |
| 52-week low | € 1,22 |
| Average daily volumes (3 months) | 102 |

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

| Stock performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Absolute | 0,0% | 1,1% | 2,2% | -5,0% |
| to FTSE Italia Growth | -1,2% | -1,0% | 5,2% | 0,3% |
| to Euronext STAR Milan | -1,1% | -2,7% | 2,3% | -3,6% |
| to FTSE All-Share | -6,5% | -15,0% | -11,6% | -22,4% |
| to EUROSTOXX | -5,1% | -14,1% | -9,1% | -16,6% |
| to MSCI World Index | 1,3% | 1,3% | -2,8% | -18,9% |

| Main Ratios | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 10,3x | 6,2x | 5,1x | 4,3x |

FY24A Results

Al 31 dicembre 2024 il margine d'intermediazione di Kruso Kapital ammonta a € 24,70 mln in forte crescita (+27,3%) rispetto allo stesso periodo del 2023, pari a € 19,41 mln. L'EBT aumenta del 66,1%, passando da € 4,57 mln a € 7,58 mln, perfettamente in linea con la nostra stima di € 7,60 mln. Il Net Income adjusted del 2024 risulta pari a € 4,75 mln. Il totale attivo è aumentato del 21,9% rispetto al 31 dicembre 2023, passando da € 167,69 mln a € 204,48 mln. Il Patrimonio Netto del 2024 si attesta a € 49,46 mln, in evoluzione rispetto ai € 42,45 mln del 31 dicembre 2023, grazie all'utile del periodo e all'aumento di capitale legato all'IPO per un importo di € 2,50 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati economici per il 2024, aggiorniamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un *brokerage margin* per il FY25E pari a € 31,75 mln, corrispondente ad un *brokerage margin* pari a 20,9%, e un Net Income pari a € 7,45 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il *brokerage margin* possa aumentare fino a € 39,00 mln (CAGR 24A-27E: 16,4%) nel FY27E (corrispondente ad un *brokerage margin %* del 22,1%), con Net Income pari a € 10,80 mln, in crescita rispetto ai € 4,50 mln del FY24A.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Kruso Kapital sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del Ke include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 73,8 mln. **Il target price è di € 3,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY23A | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Interest income | 11,18 | 15,06 | 19,50 | 22,00 | 24,00 |
| Interest expense | 3,75 | 4,64 | 5,50 | 5,70 | 6,00 |
| Interest margin | 7,44 | 10,43 | 14,00 | 16,30 | 18,00 |
| Fee income | 12,10 | 14,43 | 18,00 | 19,50 | 21,40 |
| Fee expense | 0,13 | 0,16 | 0,25 | 0,30 | 0,40 |
| Brokerage margin | 19,41 | 24,70 | 31,75 | 35,50 | 39,00 |
| Other operating income (expense) | (0,07) | (0,09) | (0,40) | (0,40) | (0,40) |
| Gross profit | 19,33 | 24,61 | 31,35 | 35,10 | 38,60 |
| Employees | 6,93 | 8,56 | 10,10 | 10,85 | 11,50 |
| SG&A | 6,54 | 7,60 | 9,00 | 9,30 | 9,50 |
| D&A | 1,69 | 1,80 | 2,30 | 2,50 | 2,80 |
| Other operating costs (revenues) | (0,39) | (0,93) | (0,90) | (1,00) | (1,10) |
| EBT | 4,57 | 7,58 | 10,85 | 13,45 | 15,90 |
| Taxes | 1,68 | 3,08 | 3,40 | 4,35 | 5,10 |
| Net Income | 2,89 | 4,50 | 7,45 | 9,10 | 10,80 |
| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | | | | | |
| Cash & cash equivalents | 6,71 | 9,02 | 14,41 | 20,36 | 26,86 |
| Financial assets valued at amortized cost | 121,44 | 143,88 | 160,00 | 172,00 | 181,00 |
| Fixed Assets | 35,79 | 47,88 | 48,00 | 48,20 | 48,50 |
| Other assets | 3,75 | 3,71 | 4,30 | 4,80 | 5,30 |
| Total assets | 167,69 | 204,48 | 226,71 | 245,36 | 261,66 |
| Financial liabilities valued at amortized cost | 113,82 | 141,83 | 157,00 | 166,00 | 171,00 |
| Other liabilities | 9,82 | 11,35 | 11,00 | 11,50 | 12,00 |
| Severance & other provisions | 1,61 | 1,84 | 1,80 | 1,85 | 1,85 |
| Share Capital | 23,16 | 23,16 | 23,16 | 23,16 | 23,16 |
| Reserves | 16,41 | 21,80 | 26,30 | 33,75 | 42,85 |
| Net Income | 2,89 | 4,50 | 7,45 | 9,10 | 10,80 |
| Equity | 42,45 | 49,46 | 56,91 | 66,01 | 76,81 |
| Total Liabilities and Equity | 167,69 | 204,48 | 226,71 | 245,36 | 261,66 |

Source: Kruso Kapital and Integrae SIM estimates

Company Overview

Kruso Kapital SpA, parte del Gruppo Banca Sistema e quotata sul segmento EGM di Borsa Italiana, nasce come denominazione sociale nel novembre del 2022 ed è il primo operatore parte di un gruppo bancario operativo sia nel business del credito su pegno sia nel mercato delle case d'aste di preziosi, oggetti d'arte e altri beni da collezione. La Società è attiva nella valutazione e nel finanziamento di beni di valore e opere d'arte; opera nel settore del credito su pegno con le filiali a marchio ProntoPegno in Italia e in Grecia, attraverso cui offre prestiti alle persone garantiti da un oggetto a collaterale, e, dal 2024, ha ampliato la propria presenza internazionale con l'acquisizione di Crédito Económico Popular (CEP) in Portogallo, rafforzando ulteriormente la sua offerta a livello europeo. Attraverso la sua casa d'aste Art-Rite è infine protagonista nel mercato dell'arte moderna, contemporanea, antica oltre che in alcuni segmenti da collezione come la filatelia e le auto classiche. Con sede principale a Milano, Kruso Kapital è presente con 30 filiali in Italia (13), Grecia (1) e Portogallo (16) ed impiega in totale 144 risorse.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

| €/mln | Interest Margin | Brokerage Margin | Brokerage Margin % | EBT | Net Income | Average Loans |
|---------------|-----------------|------------------|--------------------|-------|------------|---------------|
| FY24A | 10,43 | 24,70 | 18,6% | 7,58 | 4,50 | 132,66 |
| FY24E | 10,90 | 26,15 | 20,3% | 7,60 | 5,10 | 128,92 |
| <i>Change</i> | -4,3% | -5,6% | -1,7% | -0,2% | -11,8% | <i>n/a</i> |

Source: Integrae SIM

Al 31 dicembre 2024, Kruso Kapital ha registrato un margine d'intermediazione pari a € 24,70 mln, evidenziando una crescita del 27,3% rispetto ai € 19,41 mln dell'anno precedente e in accelerazione rispetto ai € 17,55 mln al 30 settembre 2024, segnando una solida performance nell'ultimo trimestre. Questo risultato è stato trainato principalmente dall'incremento degli interessi attivi (+34,7% yoy) sugli impieghi nel settore del credito su pegno in Italia, dove la Società ha continuato a rafforzare la propria posizione attraverso un aumento della base clienti e soprattutto un miglioramento della marginalità sulle operazioni (brokerage margin), in crescita di circa due punti percentuali dal 17,0% al 18,6%.

Un elemento chiave della crescita del Gruppo è rappresentato dalla dinamica positiva degli impieghi, favorita dall'aumento dei volumi generati dalla rete italiana. Kruso Kapital chiude l'anno con impieghi totali di € 127,20 mln su base individuale e € 143,88 mln a livello consolidato, rispetto ai € 121,44 mln del FY23A (+18,5%) e ai € 128,30 mln al 3Q, con un aumento del 12,2% nel quarto trimestre riconducibile all'apporto della controllata portoghese CEP (Pignus – Crédito Económico Popular), che ha iniziato a contribuire ai risultati negli ultimi due mesi del 2024, con circa 15 mila polizze per totale impieghi pari a € 16,40 mln.

Il numero totale di polizze attive in Italia si attesta a circa 76.000, a cui si aggiungono le 15.200 di CEP in Portogallo. Nel mese di novembre, inoltre, la Società ha sottoscritto una trattativa con un primario operatore bancario italiano per l'acquisizione di un altro portafoglio di crediti, compreso da 8.000 polizze per un totale di € 9,00 mln di impieghi, che si andranno ad aggiungere all'attuale massa gestita. Il contratto, che prevede un esborso complessivo di € 11,50 mln, è stato concluso nel mese di gennaio 2025 e andrà ad impattare i risultati previsti per il biennio 2025-2026.

Se da un lato il credito su pegno ha continuato a rappresentare il motore principale della crescita, il segmento delle aste di opere d'arte e oggetti da collezione ha registrato un ridimensionamento, con un contributo al margine di intermediazione inferiore al 2,0%, in calo rispetto al 4,6% del 2023. Il calo è stato determinato da una minor incidenza delle finalizzazioni di trattative private e da un andamento del quarto trimestre inferiore alle attese. Tuttavia, il numero complessivo di aste realizzate dal Gruppo è aumentato, passando dalle 42 del 2023 alle 55 del 2024, segnale di una strategia volta ad ampliare l'offerta e diversificare il portafoglio di beni trattati.

Sul fronte del costo del funding, l'anno ha visto un iniziale aumento delle spese di finanziamento, ma con una progressiva stabilizzazione a partire dal secondo trimestre. La crescita degli interessi attivi e delle commissioni derivanti dal credito su pegno ha più che compensato questo effetto, con una marginalità in miglioramento e un margine di interesse pari al 22,0% dei crediti, superiore al 19,8% del 2023. Le commissioni nette, inoltre, hanno registrato un incremento del 19,3%, sostenute dalla crescita degli impieghi e da un contributo positivo delle aste del pegno in Italia.

Le rettifiche di credito si mantengono su livelli trascurabili e nel quarto trimestre hanno addirittura segnato un calo, grazie a un rilascio di accantonamenti da parte di CEP a seguito dell'allineamento alle policy di Gruppo. Sul fronte dei costi operativi, l'incremento è stato determinato principalmente dall'aumento delle spese per il personale, che ha incluso gli effetti dell'LTI post IPO per circa € 0,24 mln, gli adeguamenti salariali dovuti al rinnovo del CCNL e il consuntivo del bonus Kruso Kapital relativo al 2023, che è stato leggermente più elevato rispetto all'anno precedente. Inoltre, l'aumento del numero di risorse, passato da 91 a 144 dipendenti, ha inciso sui costi totali, riflettendo il consolidamento della struttura aziendale e l'ingresso di nuove competenze legate all'acquisizione di CEP e all'espansione di Art-Rite.

L'EBT aumenta del 66,1%, passando da € 4,57 mln a € 7,58 mln, perfettamente in linea con la nostra stima di € 7,60 mln, mentre il Net Income per l'esercizio si è attestato a € 4,50 mln, segnando una crescita del 56,0% su base annua rispetto ai € 2,89 mln dell'esercizio 2023 e un CAGR 2021-2024 del 60,6%. Il dato beneficia di un contributo positivo proprio di CEP per € 0,13 mln, nonostante alcuni costi straordinari e l'impatto per soli due mesi dell'anno, mentre è negativo il contributo delle controllate ProntoPegno Grecia ed Art-Rite, rispettivamente per € 0,59 mln e € 0,77 mln. Il Net Income adjusted, che non tiene conto di componenti non ricorrenti (spese complessive per € 0,25 mln) è pari a € 4,75 mln.

Il Patrimonio Netto del 2024 si attesta a € 49,46 mln, in evoluzione rispetto ai € 42,45 mln del 31 dicembre 2023, grazie all'utile del periodo e all'aumento di capitale legato all'IPO per un importo di € 2,50 mln.

Il totale attivo è aumentato del 21,9% rispetto al 31 dicembre 2023, passando da € 167,69 mln a € 204,48 mln, principalmente grazie all'incremento dei crediti verso la clientela per l'attività di credito su pegno (+18,5% yoy) e agli avviamenti, che ammontano a € 41,10 mln (di cui € 11,60 mln derivanti dall'acquisizione di CEP).

Il Total Capital Ratio (TCR), indicatore di solidità patrimoniale che misura il rapporto tra i fondi propri totali e le attività ponderate per il rischio (RWA - Risk Weighted Assets), è pari al 22,0%, in aumento rispetto al 18,7% del 2023 ma in riduzione rispetto al 26,1% registrato a fine settembre, principalmente del maggiore rischio operativo e all'aumento delle RWA, che comprende anche la partecipazione in CEP. Segnaliamo anche il rapporto ispettivo di Banca d'Italia a fine dicembre, tramite il quale si è richiesta alla Società, una diversa classificazione dei crediti su pegno a scaduto, con un impatto stimato di -245bps sul TCR. A seguito di questa revisione, che avrà decorrenza dal 2025, il Gruppo Banca Sistema ha deciso di sospendere la distribuzione degli utili e il pagamento della parte variabile delle remunerazioni fino al completamento del riesame da parte dell'Autorità di Vigilanza. Il dato TCR è comunque ampiamente al di sopra della soglia minima regolamentare del 6,0% imposta da Basilea III.

In aggiunta, a partire dal 1° gennaio 2026, entrerà in vigore il nuovo CRR III (*Capital Requirements Regulation III*, regolamento sui requisiti patrimoniali dell'UE), che potrebbe escludere l'oro lavorato come collaterale ammissibile per la riduzione del rischio di credito. Questo cambiamento normativo potrebbe avere un impatto significativo sulla ponderazione degli impieghi e sulla gestione del capitale regolamentare della Società. Infine, Kruso Kapital sta rafforzando il proprio approccio alla digitalizzazione, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza operativa e ampliare la base clienti. La Società sta sviluppando un'app mobile, che entro il 2025 potrebbe arrivare a intermediare fino al 10,0% del totale impieghi. Questa strategia consentirà una maggiore penetrazione di mercato e una gestione più efficiente delle operazioni, contribuendo alla crescita sostenibile del business nel lungo periodo.

In conclusione, il 2024 di Kruso Kapital si chiude in solida crescita, trainata dall'espansione degli impieghi, dall'integrazione della controllata portoghese CEP e da un progressivo miglioramento della redditività. Nonostante alcuni elementi di volatilità nel comparto delle aste e le sfide regolamentari poste dalla revisione di Banca d'Italia, la Società ha dimostrato una notevole capacità di adattamento e una gestione patrimoniale efficiente. L'aumento delle polizze attive, favorito anche dalle recenti acquisizioni di portafogli in Toscana, rafforza ulteriormente il posizionamento del Gruppo nel mercato del credito su pegno.

FY25E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY25E - FY27E

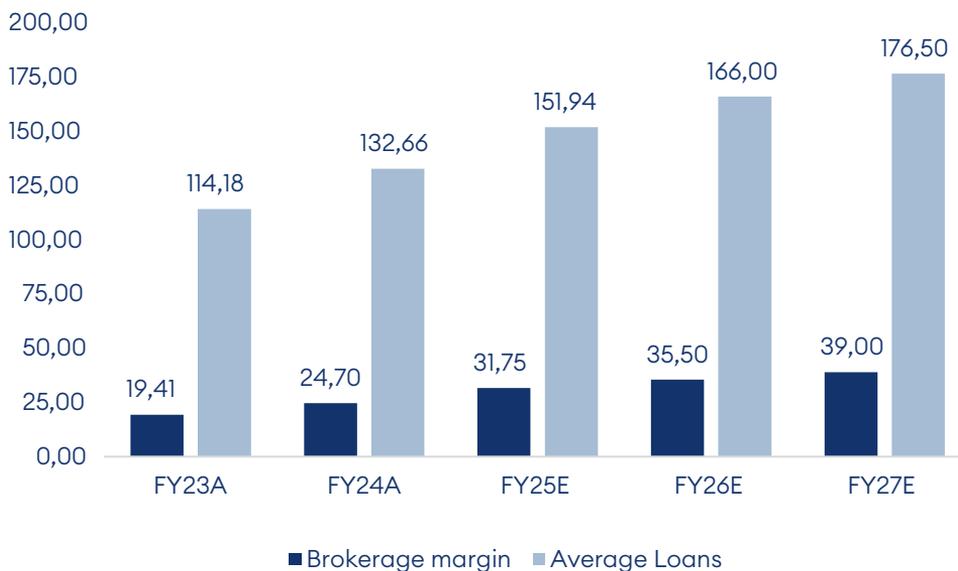
| €/mln | FY25E | FY26E | FY27E |
|---------------------------|-------|-------|-------|
| Interest Margin | | | |
| New | 14,0 | 16,3 | 18,0 |
| Old | 13,8 | 14,9 | n/a |
| Change | 1,4% | 9,4% | n/a |
| Brokerage Margin | | | |
| New | 31,8 | 35,5 | 39,0 |
| Old | 31,5 | 34,0 | n/a |
| Change | 1,0% | 4,6% | n/a |
| Brokerage Margin % | | | |
| New | 20,9% | 21,4% | 22,1% |
| Old | 21,3% | 21,3% | n/a |
| Change | -0,4% | 0,1% | n/a |
| EBT | | | |
| New | 10,9 | 13,5 | 15,9 |
| Old | 11,5 | 12,6 | n/a |
| Change | -5,7% | 6,7% | n/a |
| Net Income | | | |
| New | 7,5 | 9,1 | 10,8 |
| Old | 8,1 | 8,9 | n/a |
| Change | -8,0% | 2,8% | n/a |
| Average Loans | | | |
| New | 151,9 | 166,0 | 176,5 |
| Old | 147,4 | 159,3 | n/a |
| Change | n/a | n/a | n/a |

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati economici per il 2024, aggiorniamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

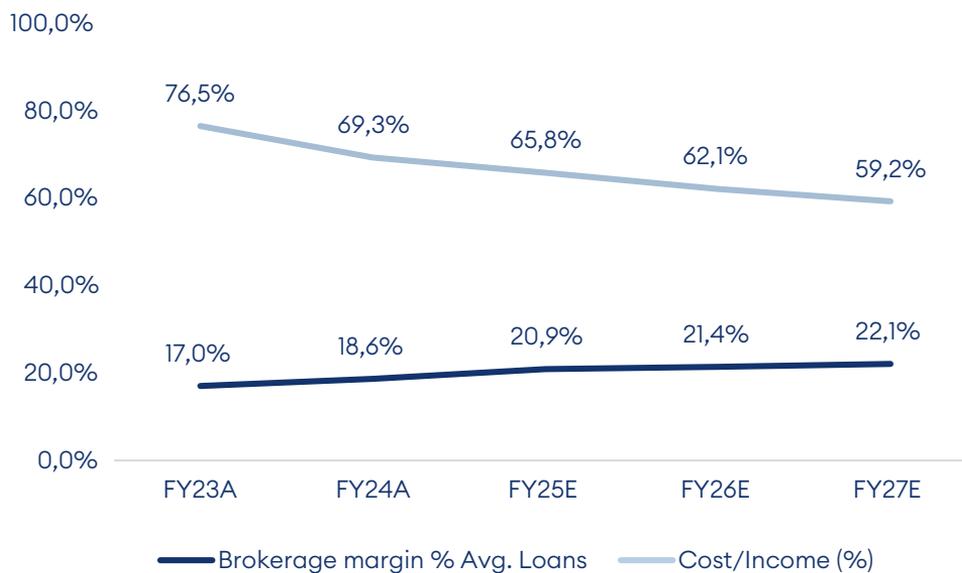
In particolare, stimiamo un *brokerage margin* per il FY25E pari a € 31,75 mln, corrispondente ad un *brokerage margin* pari a 20,9%, e un Net Income pari a € 7,45 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il *brokerage margin* possa aumentare fino a € 39,00 mln (CAGR 24A-27E: 16,4%) nel FY27E (corrispondente ad un *brokerage margin %* del 22,1%), con Net Income pari a € 10,80 mln, in crescita rispetto ai € 4,50 mln del FY24A.

CHART 1 – BROKERAGE MARGIN AND AVERAGE LOANS (€/MLN) FY23A – FY27E



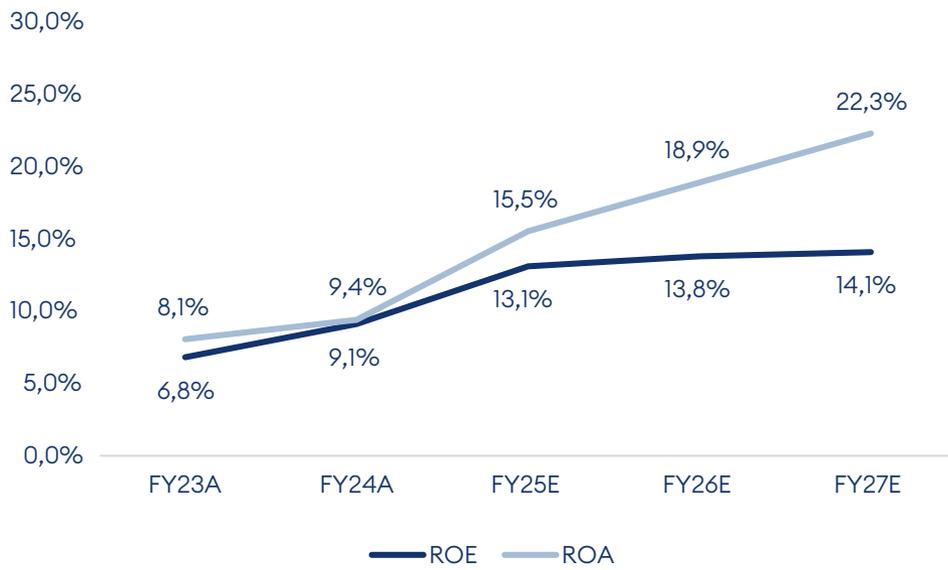
Source: Integrae SIM

CHART 2 – BROKERAGE MARGIN % AND COST INCOME % FY23A- FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – ROA AND ROE FY23A – FY27E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – KE

| Ke | | | 17,6% |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------------------|-------|
| Risk Free Rate 2,82% | β Adjusted 1,7 | α (specific risk) 2,50% | |
| Market Premium 7,26% | β Relevered 2,0 | D/E 150,00% | |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un Ke di 17,6%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF | % of Equity Value | |
|---------------------|-------------------|-------------|
| FCFE actualized | 28,9 | 39% |
| TV actualized DCF | 44,9 | 61% |
| Equity value | 73,8 | 100% |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 73,8 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | Growth Rate (g) | Ke | | | | | | |
|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 16,1% | 16,6% | 17,1% | 17,6% | 18,1% | 18,6% | 19,1% |
| | 3,0% | 88,7 | 85,0 | 81,6 | 78,4 | 75,5 | 72,7 | 70,1 |
| | 2,5% | 86,6 | 83,1 | 79,8 | 76,8 | 74,0 | 71,3 | 68,8 |
| | 2,0% | 84,6 | 81,3 | 78,2 | 75,3 | 72,6 | 70,0 | 67,6 |
| | 1,5% | 82,7 | 79,6 | 76,6 | 73,8 | 71,2 | 68,8 | 66,5 |
| | 1,0% | 81,0 | 78,0 | 75,1 | 72,5 | 70,0 | 67,6 | 65,4 |
| | 0,5% | 79,4 | 76,5 | 73,8 | 71,2 | 68,8 | 66,6 | 64,4 |
| | 0,0% | 77,8 | 75,1 | 72,5 | 70,0 | 67,7 | 65,5 | 63,5 |

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 7 – EQUITY VALUE

| | |
|------------------------------|-------------|
| Average Equity Value (€/mln) | 73,8 |
| Equity Value DCF (€/mln) | 73,8 |
| Target Price (€) | 3,00 |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 73,8 mln. Il **target price** è quindi di **€ 3,00 (prev. € 3,00)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 8 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 16,4x | 9,9x | 8,1x | 6,8x |

Source: Integrae SIM

TABLE 9 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 10,3x | 6,2x | 5,1x | 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 therein 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 Alessia Di Florio are the current financial analysts.

Disclaimer

ices 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, 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 |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------------|
| 04/04/2024 | 1,90 | Buy | 3,00 | Medium | IoC |
| 10/05/2024 | 1,86 | Buy | 3,00 | Medium | Breaking News |
| 22/05/2024 | 1,87 | Buy | 3,00 | Medium | Breaking News |
| 02/08/2024 | 1,90 | Buy | 3,00 | Medium | Update |
| 08/11/2024 | 1,87 | Buy | 3,00 | Medium | Breaking News |
| 24/12/2024 | 1,94 | 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 SpA 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. 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range.

| Upside Potential (for different risk categories) | | | |
|--|-----------------------|----------------------|---------------------|
| Rating | Low Risk | Medium Risk | High Risk |
| BUY | Upside \geq 7.5% | Upside \geq 10.0% | Upside \geq 15.0% |
| HOLD | -5.0% < Upside < 7.5% | -5.0% < Upside < 10% | 0% < Upside < 15.0% |
| SELL | Upside \leq -5.0% | Upside \leq -5.0% | Upside \leq 0% |
| U.R. | Under Review | | |
| N.R. | 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, EV/EBIT 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 plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Kruso Kapital SpA.