

1 luglio 2025

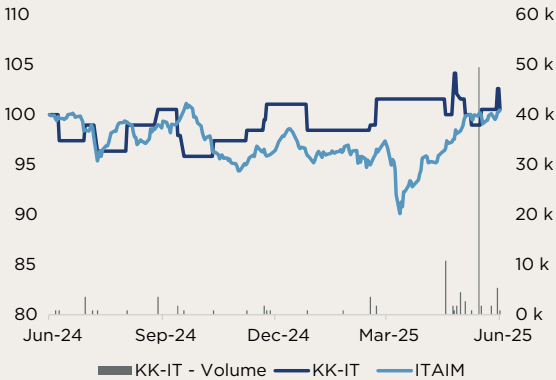
Kruso Kapital

Euronext Milan | Pawn Credit | Italy

Banca CF+ lancia OPA volontaria su Banca Sistema con componente in azioni Kruso

Rating	Target Price
U/R	U/R

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	U/R
Price	€ 1,96
Target price	U/R
Upside/(Downside) potential	n/a
Ticker	KK IM
Market Cap (€/mln)	€ 48,23
Free Float	20,3%
Share Outstanding	24.609.593
52-week high	€ 2,08
52-week low	€ 1,47
Average daily volumes (3 months)	1.294

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%

Banca CF+ lancia OPA volontaria su Banca Sistema con componente in azioni Kruso

Tramite il comunicato stampa del 30 giugno 2025, Banca CF+, banca specializzata nel finanziamento alle imprese, ha annunciato il lancio di un'offerta pubblica di acquisto (OPA) volontaria sulla totalità delle azioni di Banca Sistema, operatore quotato sul segmento Euronext STAR Milan. L'operazione prevede un corrispettivo pari a € 1,80 per azione, di cui € 1,382 in contanti e € 0,418 sotto forma di azioni Kruso Kapital, società controllata da Banca Sistema e quotata sul segmento EGM di Borsa Italiana.

L'offerta è finalizzata all'acquisizione del 100,0% del capitale sociale e prevede, a seguito del perfezionamento, la fusione per incorporazione di Banca CF+ in Banca Sistema. Il progetto punta a integrare le due realtà in modo organico, rafforzando la solidità del nuovo gruppo bancario, con l'obiettivo di creare un operatore specializzato di maggiori dimensioni, unendo le competenze di entrambe le banche per crescere nei settori del factoring, della cessione del quinto, dei finanziamenti garantiti e di altri segmenti specialistici. L'operazione beneficia del pieno supporto patrimoniale dei fondi gestiti da Elliott Investment Management LP, azionista di riferimento di Banca CF+, che sostiene i piani di crescita e sviluppo legati al buon esito dell'Offerta.

In particolare, Banca CF+ offrirà un corrispettivo complessivo di € 1,80 per ciascuna azione conferita in adesione all'offerta (in sconto rispetto al prezzo di chiusura di venerdì 27/06, pari a € 1,96). Il prezzo si compone di due parti:

- € 1,382 pagati in contanti;
- € 0,418 sotto forma di 21 azioni di Kruso Kapital SpA, controllata al 70,59% dalla stessa Banca Sistema. L'assegnazione di tali azioni avverrà dopo un frazionamento basato sul rapporto di 1:98 per ogni azione di Banca Sistema portata in adesione.

Il nuovo gruppo bancario post-fusione avrebbe un attivo totale oltre € 6,50 mld e crediti verso clientela per oltre € 4,30 mld.

In data 29 giugno 2025, Banca CF+ ha inoltre sottoscritto un accordo con Gianluca Garbi – fondatore e CEO di Banca Sistema nonché Presidente del CdA di Kruso Kapital – e con le sue società veicolo SGBS Srl e Garbifin Srl, in base al quale le parti si sono impegnate irrevocabilmente ad aderire all'offerta. Complessivamente verranno conferite 19.995.371 azioni ordinarie di Banca Sistema, pari a circa il 24,9% del capitale sociale. L'adesione del socio fondatore contribuisce ad agevolare l'esecuzione dell'OPA, fornendo una base significativa per il raggiungimento delle soglie necessarie (verosimilmente oltre il 50,0% del capitale con diritto di voto) per procedere con la fusione. Presumibilmente, l'uscita di Garbi dal capitale apre la strada a un nuovo progetto strategico sotto la guida dell'azionista di controllo e con una governance rinnovata.

L'offerta è condizionata all'ottenimento delle autorizzazioni regolamentari previste, nonché al verificarsi delle condizioni di efficacia specificate nel documento di offerta. Va inoltre sottolineato che l'OPA non è finalizzata al delisting di Banca Sistema: la società risultante dall'aggregazione resterà quotata su Euronext STAR Milan, così

come Kruso Kapital continuerà a essere negoziata sul segmento EGM. Banca CF+ ha ribadito l'intenzione di mantenere la quotazione per garantire la negoziabilità delle azioni anche da parte di chi non aderirà all'offerta, preservando la liquidità del titolo e assicurando trasparenza e standard di governance elevati.

In merito all'operazione, Iacopo De Francisco, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Banca CF+, ha commentato: *“Il settore bancario italiano sta attraversando una fase di consolidamento. Anche nel segmento delle banche specializzate, vi è l'esigenza di avere operatori più grandi ed efficienti, con dotazioni patrimoniali ampie che consentano di sfruttare le opportunità presenti nel mercato. L'integrazione di Banca CF+ con Banca Sistema consente di unire competenze, tecnologie e visione industriale per creare un operatore più solido e innovativo, capace di crescere nei segmenti di business d'elezione. Rimarremo una realtà quotata, e ciò offrirà l'opportunità di aggregare anche altri operatori che possano portare competenze e asset distintivi. Questa iniziativa genererà valore per tutti gli stakeholder.”*

Il coinvolgimento di Kruso Kapital è quindi un elemento chiave dell'operazione, in quanto la Società rappresenta il veicolo azionario incluso nel corrispettivo offerto agli aderenti. Obiettivo di tale decisione è trasferire agli azionisti di Banca Sistema un investimento diretto nel *business* del pegno - non considerato strategico per il nuovo gruppo - consentendo di mantenere un'esposizione verso un asset in crescita e riducendo al contempo l'esborso in cassa dell'OPA.

In caso di successo dell'operazione, la partecipazione di Banca Sistema in Kruso verrebbe distribuita quasi interamente agli aderenti, determinando l'uscita dal perimetro di consolidamento del gruppo bancario e la sua trasformazione in una società indipendente. Temi rilevanti saranno sicuramente l'evoluzione dell'azionariato - che passerebbe da struttura accentrata a una configurazione molto più diffusa, con potenziale ruolo centrale delle fondazioni bancarie già azioniste (Fondazione Pisa, CRC, CR Alessandria) e dello stesso Gianluca Garbi, già Presidente - nonché la struttura del capitale, che potrebbe beneficiare di maggiore liquidità in assenza di un'azionista di controllo. Infine, da monitorare anche il tema del funding, finora garantito dall'importante supporto della capogruppo. Per il momento, non riteniamo che ci sia alcun elemento che possa mettere in discussione la continuità operativa della Società, nè segnali che implicino una revisione della strategia industriale o delle previsioni delineate nei precedenti report.

In ogni caso, in attesa di valutare gli sviluppi futuri dell'operazione e di avere maggiore visibilità sull'evoluzione dell'azionariato e della governance dell'emittente, poniamo la nostra raccomandazione **Under Review**.

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 expenses (income)	(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)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
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
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
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
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	167,69	204,48	226,71	245,36	261,66

Source: Kruso Kapital Historical Data and Integrae SIM estimates

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 Alessia Di Florio 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, 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
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
03/03/2025	1,89	BUY	3,00	Medium	Update
14/05/2025	1,95	BUY	3,00	Medium	Breaking News
23/05/2025	2,00	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. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the 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 >= 7.5%	Upside >= 10%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	Upside <= 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, 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) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Kruso Kapital SpA.

Production Date: 30/06/2025 h. 18.00

Publication Date: 01/07/2025 h. 8.00