

11 febbraio 2026

Kruso Kapital

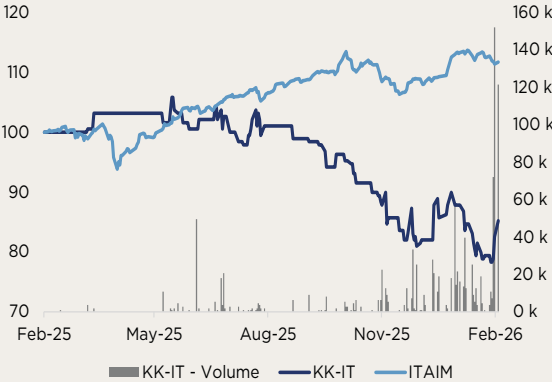
Euronext Milan | Pawn Credit | Italy

Risultati FY25A

Rating	Target Price
U/R	U/R

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25A
Interest margin	10,43	14,21
Brokerage margin	24,70	35,78
Net Income	4,50	8,78
Average loans	132,66	149,52
Brokerage margin %	18,6%	23,9%
Cost/Income %	69,3%	61,6%
ROA	9,4%	18,4%
ROE	9,1%	15,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	U/R
Price	€ 1,65
Target price	U/R
Upside/(Downside) potential	n/a
Ticker	KK IM
Market Cap (€/mln)	€ 40,61
Free Float	5,8%
Share Outstanding	24.609.593
52-week high	€ 2,08
52-week low	€ 1,48
Average daily volumes (3 months)	14.139

Risultati FY25A

Kruso Kapital ha pubblicato i **risultati relativi all'esercizio 2025**, che si inseriscono in un contesto di condizioni monetarie restrittive, ma con segnali di progressiva stabilizzazione dei tassi di interesse nel corso del secondo semestre e con un prezzo dell'oro rimasto su livelli storicamente elevati. In questo scenario, il Gruppo ha continuato a beneficiare di una domanda sostenuta di credito su pegno, favorita da un accesso al credito bancario tradizionale ancora selettivo, e di un contesto di mercato favorevole alla valorizzazione dei collateral. Nel complesso, i risultati evidenziano una crescita solida e diffusa, che oltre all'espansione dei volumi riflette anche un miglioramento strutturale della redditività e dell'efficienza operativa, confermando la capacità del modello di adattarsi a un contesto esterno complesso. L'esercizio si è infatti chiuso nel mezzo dell'**operazione di OPAS in corso su Banca Sistema**, azionista di maggioranza, che introduce elementi di attenzione sul profilo strategico e finanziario del Gruppo pur non avendo ancora effetti diretti sui fondamentali economico-finanziari.

Il **marginale di intermediazione** per l'esercizio si è attestato a € 35,78 mln, in crescita del 44,9% rispetto ai € 24,70 mln del FY24A. L'incremento segue l'espansione dell'attività di credito su pegno, il miglioramento della marginalità unitaria sulle nuove erogazioni e il contributo crescente delle commissioni da aste (66 totali nel 2025), in un contesto in cui il prezzo dell'oro a livelli elevati ha consentito di aumentare l'importo medio dei prestiti a parità di collaterale.

Gli **impieghi** complessivi sono infatti in aumento del +8,0%, raggiungendo € 155,16 mln rispetto ai € 143,88 mln del 2024. La crescita degli impieghi è accompagnata da un incremento del numero di **polizze attive**, che supera le 93.500 unità, in crescita di circa +5,0% su base annua, a conferma di un ampliamento della base clienti piuttosto che di una crescita trainata esclusivamente da ticket medi più elevati. Secondo quanto comunicato dalla Società, l'andamento delle polizze beneficia sia del rafforzamento della rete sia del contributo delle attività estere, in particolare in Portogallo. Si ricorda infatti che, nel 2025, la controllata portoghese **Crédito Económico Popular (CEP)** ha fornito un contributo pieno ai risultati del Gruppo per l'intero esercizio, a differenza del 2024 in cui il consolidamento era avvenuto solo negli ultimi due mesi dell'anno. CEP ha chiuso l'anno con impieghi pari a circa € 18,90 mln (€ 16,40 mln nel 2024) e oltre 16.000 polizze attive, contribuendo all'utile di esercizio per circa € 1,40 mln; nel confronto con le altre controllate, CEP mostra un profilo di redditività già maturo, a fronte di un contributo ancora negativo di **ProntoPegno Grecia e Art-Rite** che continuano a rappresentare aree di investimento e sviluppo più che generatori di utile di breve periodo.

L'attività di aste rappresenta uno dei principali driver di crescita delle commissioni. Nel corso del FY25A il Gruppo ha realizzato 66 aste, in aumento rispetto alle 55 del FY24, con una quota crescente di aste svolte in modalità digitale (il 70,0% dei proventi è realizzato tramite la nuova app KrusoK Aste). La Società evidenzia come l'incremento del numero di aste e il buon livello di realizzo dei beni non riscattati abbiano sostenuto l'aumento delle **commissioni nette**, che registrano una crescita significativa su base annua (+51,2% da € 14,27 mln nel 2024 a € 21,57 mln nel 2025).

Lato costi operativi, il FY25A riflette una fase di rafforzamento della struttura del Gruppo, con un incremento legato principalmente al consolidamento di CEP per l'intero esercizio. A questo si aggiunge anche l'**evoluzione della struttura del funding**, tema chiave nel cambio di direzione strategica in considerazione della "separazione" da Banca Sistema, che ha visto nel corso dell'anno un maggiore ricorso a strumenti di mercato nell'ambito del percorso mirato a ridurre progressivamente la dipendenza del funding infragruppo. Tra i costi operativi, figurano infatti consulenze mirate all'**emissione di Credit Linked Notes (CLN)**, strumenti di raccolta strutturata che consentono a Kruso di finanziarsi trasferendo ad investitori terzi una quota del rischio associato ai portafogli di impieghi su pegno. Attraverso l'emissione di questi titoli, la Società ottiene liquidità indipendente dalle linee bancarie tradizionali, seppur ad un costo leggermente più elevato rispetto al finanziamento infragruppo, nell'ottica strategica di perseguire una maggiore autonomia finanziaria e di ottimizzazione degli assorbimenti patrimoniali (le CLN consentono trasferibilità del rischio di credito, e quindi impattano positivamente su RWA e requisiti TCR).

L'utilizzo delle CLN ha contribuito a ridurre l'incidenza del funding infragruppo, con la quota di finanziamento riconducibile a Banca Sistema scesa a circa 55,0% del totale (dal 64,0% del FY24A), a fronte di un costo della raccolta mediamente più elevato rispetto al finanziamento captive; tale dinamica ha avuto un impatto sui costi operativi e finanziari dell'esercizio, ma è stata ampiamente compensata dalla crescita del margine di intermediazione, consentendo comunque un significativo miglioramento dell'EBT, che si attesta a € 13,92 mln (+83,5% vs. € 7,58 mln del FY24A) e del Net Income (€ 8,78 mln, +94,9% vs. € 4,50 mln). Segnaliamo la possibile applicazione, in sede di pubblicazione di fascicolo di bilancio e post chiusura periodo di offerta, di una rettifica non ricorrente a conto economico per € 0,70 mln, riferita al trattamento contabile di piani di incentivazione legati al *change of control*.

Dal punto di vista patrimoniale, il FY25A evidenzia un ulteriore rafforzamento dell'Equity a € 58,30 mln, in aumento rispetto ai € 49,46 mln di fine 2024, beneficiando della robusta generazione di utile dell'esercizio. Il Total Capital Ratio (TCR) sale a 29,7%, in miglioramento rispetto al 22,0% registrato al 31 dicembre 2024, grazie sia all'incremento dei fondi propri sia a una riduzione degli RWA, che si attestano a € 87,70 mln. Il miglioramento del coefficiente patrimoniale riflette una gestione prudente del rischio e un affinamento delle metodologie di misurazione, in particolare sul fronte del rischio operativo, e fornisce al Gruppo un buffer significativo rispetto ai requisiti regolamentari. Tale posizione di capitale risulta particolarmente rilevante alla luce dell'evoluzione del contesto normativo e delle prospettive di applicazione della CRR3, che potrebbe incidere in futuro sul trattamento prudenziale degli impieghi garantiti da oro.

In conclusione, i risultati confermano il rafforzamento del profilo economico-finanziario di Kruso Kapital, con una crescita sostenuta dei volumi, un miglioramento strutturale della redditività e una posizione patrimoniale solida. L'esercizio si chiude tuttavia in una fase societaria rilevante, caratterizzata dall'operazione di OPAS promossa da Banca CF+ su Banca Sistema, azionista di maggioranza del Gruppo.

L'offerta, che ha avuto inizio il 26 gennaio 2026 e si concluderà il 27 febbraio 2026 (salvo proroghe), prevede un corrispettivo in parte in contanti e in parte in azioni Kruso Kapital e, in caso di successo, potrebbe determinare un cambiamento dell'assetto proprietario e di governance, nonché incidere sulla struttura del flottante e sulle strategie di funding del Gruppo nel medio periodo. La Società ha inoltre richiamato la possibilità che l'operazione possa implicare un futuro passaggio dal mercato Euronext Growth Milan a Euronext Milan, con l'obiettivo di rafforzare il profilo di visibilità sul mercato e l'accesso a una base di investitori più ampia.

Alla data attuale, in ogni caso, l'OPAS non ha effetti diretti sui risultati economico-finanziari di Kruso Kapital, ma introduce elementi di incertezza che riteniamo rilevanti in ottica prospettica, in particolare con riferimento alla futura relazione con la capogruppo, alla struttura del funding e alle politiche di capitale. Alla luce di tali elementi, riteniamo opportuno attendere la conclusione del periodo di offerta prima di procedere all'aggiornamento delle previsioni per il prossimo triennio, che verranno riviste tenendo conto del nuovo assetto proprietario, dell'evoluzione della struttura finanziaria e delle eventuali implicazioni sul profilo patrimoniale e strategico del Gruppo. Confermiamo quindi target price e raccomandazione **Under Review**.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25A
Interest income	11,18	15,06	18,66
Interest expense	3,75	4,64	4,45
Interest margin	7,44	10,43	14,21
Fee Income	12,10	14,43	21,91
Fee expense	0,13	0,16	0,34
Brokerage Margin	19,41	24,70	35,78
Other operating income (expense)	(0,07)	(0,09)	(0,14)
Gross Profit	19,33	24,61	35,64
Employees	6,93	8,56	9,53
SG&A	6,54	7,60	9,93
D&A	1,69	1,80	2,77
Other operating expenses (income)	(0,39)	(0,93)	(0,33)
Income (loss) from equity investments	0,00	0,00	0,19
EBT	4,57	7,58	13,92
Taxes	1,68	3,08	5,14
Net Income	2,89	4,50	8,78
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25A
Cash & cash equivalents	6,71	9,02	8,46
Financial assets valued at amortized cost	121,44	143,88	155,16
Fixed assets	35,79	47,88	47,63
Other assets	3,75	3,71	3,75
TOTAL ASSETS	167,69	204,48	215,00
Financial liabilities valued at amortized cost	113,82	141,83	134,69
Share Capital	23,16	23,16	23,16
Reserves	16,41	21,80	26,32
Net Income	2,89	4,50	8,78
Equity	42,45	49,46	58,25
Other liabilities	9,82	11,35	20,41
Severance & other provisions	1,61	1,84	1,65
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	167,69	204,48	215,00

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, Alessia Di Florio and Giada Croci 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
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
01/07/2025	1,96	U/R	U/R	U/R	Breaking News
07/08/2025	1,91	U/R	U/R	U/R	Breaking News
11/11/2025	1,70	U/R	U/R	U/R	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 he 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: 10/02/2026 6.00 pm

Publication Date: 11/02/2026 8.00 am