

## EQUITY RESEARCH

### UPDATE

Production | 17.06.2026, h. 14:30  
 Published | 18.06.2026, h. 07:00

# Kruso Kapital

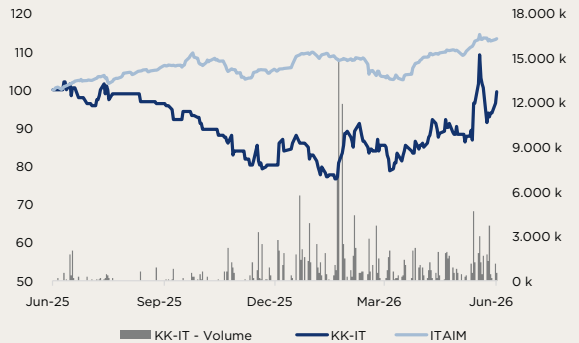
Euronext Milan | Pawn Credit | Italy

Rating  	Target Price  <b>€ 0,030</b>
----------------	------------------------------------

Key Metrics	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	5,3x	7,4x	5,5x	4,4x
P/BV	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
ROA	18,4%	13,3%	18,1%	23,0%
ROE	15,1%	9,7%	11,5%	12,5%
TCR	16,9%	n/a	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Interest Margin	14,21	13,70	14,75	16,05
Brokerage Margin	35,78	36,85	40,35	43,70
Net Income	8,78	6,25	8,40	10,45
Equity	58,25	64,50	72,90	83,35
Average Loans	149,52	164,33	181,30	197,55
Financial Liabilities	156,75	167,70	181,10	196,25
Cost/Income %	61,2%	73,3%	67,4%	62,6%
Brokerage Margin %	23,9%	22,4%	22,3%	22,1%

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 0,019
Target Price	€ 0,030
Upside/(Downside) potential	54,1%
Ticker	KK IM
Market Cap (€/mln)	46,31
Implied Market Cap (€/mln)	71,38
Free Float (% on ordinary shares)	n/a
Shares Outstanding	2.411.740.114
52-week high	€ 0,022
52-week low	€ 0,015
Average Daily Volumes (3 months)	900.000

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	10,3%	14,0%	21,4%	-2,5%
to FTSE Italia Growth	7,4%	4,4%	13,6%	-15,9%
to Euronext STAR Milan	5,9%	-2,0%	19,3%	-10,1%
to FTSE All-Share	3,6%	-4,3%	3,1%	-32,8%
to EUROSTOXX	2,2%	4,3%	11,2%	-20,5%
to MSCI World Index	8,0%	3,2%	10,9%	-26,2%

Source: FactSet

## 1Q26 results, Business Plan 2026-2028

A seguito della conclusione dell'OPAS su Banca Sistema e del completamento del translisting su Euronext Milan, Kruso Kapital entra in una nuova fase societaria e di mercato, caratterizzata da maggiore autonomia, flottante atteso più ampio, migliore liquidità del titolo e superiore visibilità presso investitori istituzionali. I risultati FY25A e 1Q26 confermano la solidità del business sottostante, con Net Income FY25A pari a € 8,78 mln, superiore alla nostra precedente stima di € 7,45 mln, e Net Income 1Q26 pari a € 2,59 mln, in crescita del 34,9% rispetto al 1Q25.

Il **nuovo Piano Industriale 2026-2028** migliora le indicazioni diffuse a maggio e fornisce un framework più chiaro per l'evoluzione della Società, con **impieghi attesi a € 206,00 mln e Brokerage Margin pari a € 43,70 mln al FY28E**, sostenuti dalla crescita del credito su pegno, dallo sviluppo del canale aste, dall'espansione della rete commerciale e da operazioni selettive di acquisizione di portafogli. Il principale elemento di discontinuità da monitorare resta il **funding reset**, legato al progressivo venir meno del supporto infragruppo di Banca Sistema; tuttavia, il nuovo Piano incorpora una struttura della raccolta più diversificata ed efficiente, con minore ricorso alla cartolarizzazione, maggiore utilizzo di bond e Credit Linked Notes e mantenimento di un Total Capital Ratio medio superiore al 12,0%. In tale contesto, riteniamo che Kruso presenti oggi un profilo più investibile e meglio leggibile, con una equity story fondata su crescita degli impieghi, sul presidio patrimoniale e sulla progressiva riduzione dello sconto di liquidità precedentemente applicato alla valutazione del titolo.

## New estimates, Valuation and Rating

Alla luce dei risultati FY25A, dell'evoluzione del primo trimestre e delle indicazioni del Piano Industriale 2026-2028, aggiorniamo le nostre stime assumendo una crescita organica degli impieghi, una progressiva normalizzazione della marginalità e una struttura di funding più market-based. Stimiamo un Net Income in crescita da € 8,78 mln nel FY25A fino a € 10,45 mln nel FY28E, con una temporanea flessione nel 2026 (€ 6,25 mln) legata principalmente all'aumento del costo della raccolta e dei costi operativi e un successivo recupero sostenuto da volumi e commissioni.

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Kruso Kapital utilizzando il metodo DCF e un approccio basato sui multipli di mercato, utilizzando come riferimento principale un panel di operatori quotati attivi nel pawnbroking e secured lending retail. Ne deriva un **equity value medio pari a € 71,38 mln**, corrispondente a un **target price di € 0,030 per azione**. Riprendiamo quindi la copertura con **raccomandazione BUY e rischio MEDIUM**.

# Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Interest income	15,06	18,66	21,35	23,95	26,65
Interest expenses	4,64	4,45	7,65	9,20	10,60
<b>Interest Margin</b>	<b>10,43</b>	<b>14,21</b>	<b>13,70</b>	<b>14,75</b>	<b>16,05</b>
Fee income	14,43	21,91	23,50	26,00	28,10
Fee expenses	0,16	0,34	0,35	0,40	0,45
<b>Brokerage Margin</b>	<b>24,70</b>	<b>35,78</b>	<b>36,85</b>	<b>40,35</b>	<b>43,70</b>
Other operating income (expenses)	(0,09)	(0,14)	(0,20)	(0,25)	(0,30)
<b>Gross Profit</b>	<b>24,61</b>	<b>35,64</b>	<b>36,65</b>	<b>40,10</b>	<b>43,40</b>
Employees	8,56	9,53	13,40	13,50	13,60
SG&A	7,60	9,93	11,00	11,15	11,25
D&A	1,80	2,77	2,85	2,90	2,95
Other operating costs	(0,93)	(0,33)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
<b>EBT</b>	<b>7,58</b>	<b>13,92</b>	<b>9,65</b>	<b>12,90</b>	<b>16,05</b>
Taxes	3,08	5,14	3,40	4,50	5,60
<b>Net Income</b>	<b>4,50</b>	<b>8,78</b>	<b>6,25</b>	<b>8,40</b>	<b>10,45</b>
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Cash & cash equivalents	9,02	8,46	7,95	14,85	24,35
<b>Financial assets valued at amortised cost</b>	<b>143,88</b>	<b>155,16</b>	<b>173,50</b>	<b>189,10</b>	<b>206,00</b>
Fixed assets	47,88	47,63	47,00	46,30	45,50
Other assets	3,71	3,75	3,75	3,75	3,75
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>204,48</b>	<b>215,00</b>	<b>232,20</b>	<b>254,00</b>	<b>279,60</b>
Share capital	23,16	24,61	24,61	24,61	24,61
Reserves	21,80	24,87	33,64	39,89	48,29
Net Income	4,50	8,78	6,25	8,40	10,45
<b>Equity</b>	<b>49,46</b>	<b>58,25</b>	<b>64,50</b>	<b>72,90</b>	<b>83,35</b>
<b>Financial liabilities valued at amortised cost</b>	<b>141,83</b>	<b>134,69</b>	<b>144,00</b>	<b>155,00</b>	<b>168,00</b>
Other liabilities	11,35	20,41	22,00	24,35	26,45
Severance & other provisions	1,84	1,65	1,70	1,75	1,80
<b>TOTAL LIABILITIES &amp; EQUITY</b>	<b>204,48</b>	<b>215,00</b>	<b>232,20</b>	<b>254,00</b>	<b>279,60</b>
Ratios	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Loans	143,88	155,16	173,50	189,10	206,00
Average Loans	132,66	149,52	164,33	181,30	197,55
Total Liabilities	155,03	156,75	167,70	181,10	196,25
Brokerage Margin %	18,6%	23,9%	22,4%	22,3%	22,1%
Cost/Income %	68,9%	61,2%	73,3%	67,4%	62,6%
ROA	9,4%	18,4%	13,3%	18,1%	23,0%
ROE	9,1%	15,1%	9,7%	11,5%	12,5%
P/E	10,3x	5,3x	7,4x	5,5x	4,4x
P/BV	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x

## Company Overview

Kruso Kapital SpA, quotata **su Euronext Milan**, nasce come denominazione sociale nel novembre del 2022 ed è un operatore specializzato nel business del credito su pegno e nel mercato delle case d'aste di preziosi, oggetti d'arte e beni da collezione. La Società è attiva nella valutazione e nel finanziamento di beni di valore ed opere d'arte, offrendo prestiti garantiti da oggetti a collaterale attraverso una piattaforma multicanale e una presenza fisica articolata in Italia, Grecia e Portogallo.

Nel credito su pegno, opera con il marchio **ProntoPegno** in Italia e in Grecia, mentre è attiva in Portogallo attraverso **Crédito Económico Popular (CEP)** acquisita nel 2024 e ormai parte integrante del perimetro operativo. Attraverso **Art-Rite**, Kruso Kapital è inoltre attiva nel mercato delle aste di arte moderna, contemporanea e antica, nonché in alcuni segmenti da collezione come la filatelia e le auto classiche.

A seguito dell'OPAS promossa da Banca CF+ sul precedente azionista di controllo Banca Sistema, del conseguente riassetto societario e del **completamento del translisting da Euronext Growth Milan**, Kruso Kapital si presenta oggi al mercato con un profilo finanziario e di mercato più autonomo, una maggiore investibilità attesa e una strategia focalizzata sulla crescita degli impieghi, sull'espansione organica della rete commerciale e sulla progressiva diversificazione delle fonti di funding. Tale percorso è stato ulteriormente rafforzato dall'aggiornamento del Piano Industriale 2026-2028, che incorpora target aggiornati in termini di impieghi, Brokerage Margin e Cost/Income rispetto al precedente framework, beneficiando di una struttura di raccolta più efficiente e maggiormente diversificata.

Ad oggi, considerando l'apertura della nuova filiale di Genova, Kruso vanta un totale di 33 filiali, tra cui 16 in Italia, una in Grecia e 16 in Portogallo, impiegando complessivamente oltre 150 risorse. L'acquisizione del portafoglio di crediti su pegno a Genova, pari a circa € 1,60 mln di impieghi e circa 800 clienti, conferma inoltre l'approccio selettivo della Società nel rafforzamento della rete territoriale e del brand ProntoPegno, affiancando alla crescita organica anche operazioni mirate di acquisizione di portafogli coerenti con il core business.

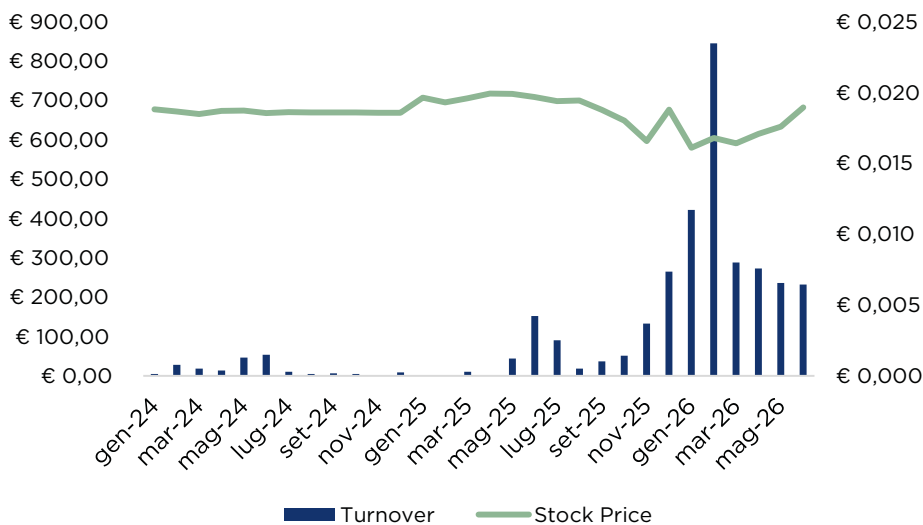
### Nuova fase stand-alone: autonomia, liquidità e investibilità del titolo

Kruso Kapital entra **in una nuova fase societaria e industriale**, caratterizzata da maggiore autonomia, più elevata visibilità sul mercato e progressivo ampliamento del flottante. La **conclusione dell'OPAS su Banca Sistema** rimuove il principale elemento di incertezza che aveva determinato la sospensione della raccomandazione, consentendo una nuova lettura dei fondamentali della Società alla luce del **Piano Industriale 2026-2028** recentemente aggiornato dal management.

Pur restando da monitorare la configurazione definitiva dell'azionariato post operazione, il quadro oggi appare più chiaro: Kruso si presenta al mercato come **soggetto stand-alone**, con una struttura azionaria più aperta, una **maggiore liquidità attesa** e una visibilità superiore sui risultati. In questo contesto, il **translisting da Euronext Growth Milan a Euronext Milan** rappresenta un catalyst rilevante non tanto per i fondamentali operativi, che restano legati alla crescita del credito su pegno, quanto per la migliore accessibilità del titolo e per la possibile riduzione del liquidity discount che ne ha finora penalizzato la valutazione.

Il cambio di fase societario si accompagna tuttavia a una **revisione dello scenario finanziario**: il progressivo venir meno del rapporto agevolato con la capogruppo Banca Sistema in termini di costo del funding comporterà un **costo della raccolta significativamente più elevato**, destinato a comprimere il margine di interesse nel breve periodo. La variazione è comunque già incorporata nelle linee guida del Piano Industriale ed è compensabile attraverso la crescita degli impieghi, maggiore contributo delle commissioni e **strumenti di funding alternativi**, come bond e Credit Linked Notes.

**CHART 1 - KRUSO KAPITAL STOCK PRICE AND TURNOVER (000) EVOLUTION**



Source: FactSet, Integrae SIM elaboration

Il grafico evidenzia un netto cambio di passo nella liquidità del titolo Kruso a partire dal mese di giugno 2025, in corrispondenza dell'annuncio dell'OPAS su Banca Sistema da parte di Banca CF+, con un ulteriore rafforzamento dei volumi nei mesi successivi e in particolare da inizio 2026, mesi in cui si è perfezionata l'operazione. In questo percorso si inserisce anche il frazionamento azionario eseguito l'11 maggio 2026, che ha portato il numero di azioni ordinarie da 24,61 mln a 2.411,74 mln (rapporto 98:1). L'operazione non ha effetti economici sui fondamentali della Società, ma contribuisce a rendere il titolo più leggibile in termini di prezzo unitario e ad accompagnare la nuova fase di maggiore liquidità attesa.

## Risultati 1Q26: crescita solida e continuità con momentum del 2025

TABLE 2 – FY25A & 1Q26 RESULTS

€/mln	Interest Margin	Brokerage Margin	Brokerage Margin %	EBT	Net Income	Average Loans
FY25A	14,21	35,78	23,9%	13,92	8,78	149,52
FY24A	10,43	24,70	18,6%	7,58	4,50	132,66
<i>Change</i>	<i>36,2%</i>	<i>44,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>83,5%</i>	<i>95,0%</i>	<i>12,7%</i>
1Q2026	4,08	9,60	6,3%	4,01	2,59	153,40
1Q2025	3,49	8,27	6,0%	3,01	1,92	138,00
<i>Change</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,1%</i>	<i>0,3%</i>	<i>33,2%</i>	<i>34,9%</i>	<i>11,2%</i>

Source: Kruso Kapital, Integrae SIM elaboration

L'incremento del turnover trova supporto anche in risultati operativi in chiara continuità con il forte percorso di crescita già evidenziato nel FY25A.

Nell'ultima ricerca pubblicata con raccomandazione, relativa ai risultati FY24A, avevamo stimato per il FY25E un Net Income pari a € 7,45 mln; il risultato effettivo del FY25A, pari a € 8,78 mln, ha quindi **superato in modo significativo le nostre attese**, confermando una dinamica operativa migliore delle previsioni e una maggiore capacità della Società di tradurre la crescita degli impieghi in redditività. Tale traiettoria positiva è proseguita anche nel 1Q26, con Brokerage Margin pari a € 9,60 mln e Net Income pari a € 2,59 mln, in crescita rispettivamente del 16,1% e del 34,9% rispetto al 1Q25. Gli impieghi del credito su pegno hanno raggiunto € 161,00 mln, rispetto a € 155,10 mln a fine 2025, beneficiando dell'andamento positivo dell'attività in tutte le geografie e del contributo crescente delle controllate estere, in particolare del Portogallo.

Il FY26 si apre quindi con fondamentali solidi e una crescita ancora sostenuta; al tempo stesso, la traiettoria annuale dovrebbe risultare meno accelerata rispetto al run-rate del primo trimestre, per effetto del progressivo **incremento del costo del funding** legato al venir meno del precedente supporto infragruppo e alla maggiore incidenza di fonti di raccolta di mercato. In questo senso, il 2026 va letto come un esercizio di normalizzazione della crescita, con impieghi e ricavi ancora in aumento, ma Brokerage Margin destinato a espandersi in misura più contenuta per l'assorbimento dei maggiori costi finanziari.

## OPAS Banca Sistema: meccanica dell'operazione e implicazioni per Kruso

L'OPAS promossa da Banca CF+ su Banca Sistema rappresenta il passaggio societario che consente oggi di rileggere Kruso Kapital con un profilo di mercato sensibilmente diverso rispetto al passato. L'operazione è stata annunciata a giugno 2025 e si è sviluppata attraverso una prima fase volontaria, conclusa il 27 febbraio 2026 con adesioni pari al 70,732% del capitale sociale di Banca Sistema, corrispondenti al 69,047% dei diritti di voto, e una successiva fase obbligatoria sulle azioni residue, avviata a seguito del superamento delle soglie rilevanti.

Il percorso dovrebbe completarsi con l'**integrazione di Banca Sistema in Banca CF+**, rendendo definitiva la nuova configurazione del perimetro di gruppo e della catena partecipativa. Per Kruso, l'impatto più rilevante non riguarda il business operativo, che resta focalizzato sul credito su pegno e sulle aste, ma la **struttura azionaria e la percezione del titolo sul mercato**. Una parte del corrispettivo riconosciuto agli azionisti Banca Sistema aderenti all'offerta è infatti rappresentata da azioni Kruso Kapital, meccanismo che dovrebbe determinare una redistribuzione sul mercato di una quota significativa del capitale della Società e un conseguente ampliamento del flottante. **In assenza di una fotografia definitiva del cap table post operazione**, riteniamo opportuno trattare il flottante come una variabile ancora da confermare ufficialmente; tuttavia, le indicazioni emerse lasciano ipotizzare un incremento rilevante rispetto alla configurazione storica, con un flottante potenzialmente superiore al 40,0%. Tale evoluzione rappresenta un elemento centrale per la nuova equity story: Kruso passa da società quotata ma scarsamente liquida, penalizzata da un assetto azionario concentrato e da ridotto price discovery, a operatore specialty finance con una base azionaria più ampia, maggiore liquidità attesa e un profilo più coerente con il passaggio a Euronext Milan.

**TABLE 3 - MAIN STEPS OF THE OPAS PROCESS**

Data	Descrizione	Implicazioni
giugno 2025	Banca CF+ annuncia l'OPAS volontaria totalitaria su Banca Sistema	Azioni Kruso incluse come parte del prezzo di acquisto. Primo impatto importante sui volumi del titolo. Sospensione della raccomandazione
febbraio 2026	Kruso Kapital comunica i risultati 2025	Il business operativo continua a generare crescita e redditività superiori alle attese
febbraio 2026	Adesioni pari al 70,732% del capitale sociale e al 69,047% dei diritti di voto di Banca Sistema	Rimosso il principale elemento di incertezza. Focus su funding stand-alone e nuovo flottante
marzo 2026	Kruso Kapital comunica l'avvio del progetto di translisting da EGM a EXM	Passaggio imposto da Banca CF+ nel contesto dell'operazione di OPAS
marzo 2026	Avvio all'offerta obbligatoria totalitaria sulle azioni di Banca Sistema	Passaggio tecnico necessario per completare il riassetto societario. Centrale per Kruso la definizione del flottante post operazione
marzo 2026	Conferma da parte di Banca CF+ della chiusura positiva dell'OPAS volontaria	Visibilità rafforzata sul nuovo contesto societario
maggio 2026	Approvazione risultati 1Q26 e Piano Industriale 26-28. Annuncio del frazionamento azionario	Nuovo framework di stime post-OPAS: crescita degli impieghi e diversificazione del funding
giugno 2026	Translisting su Euronext Milan	Miglioramento visibilità del titolo e ampliamento base investitori istituzionali

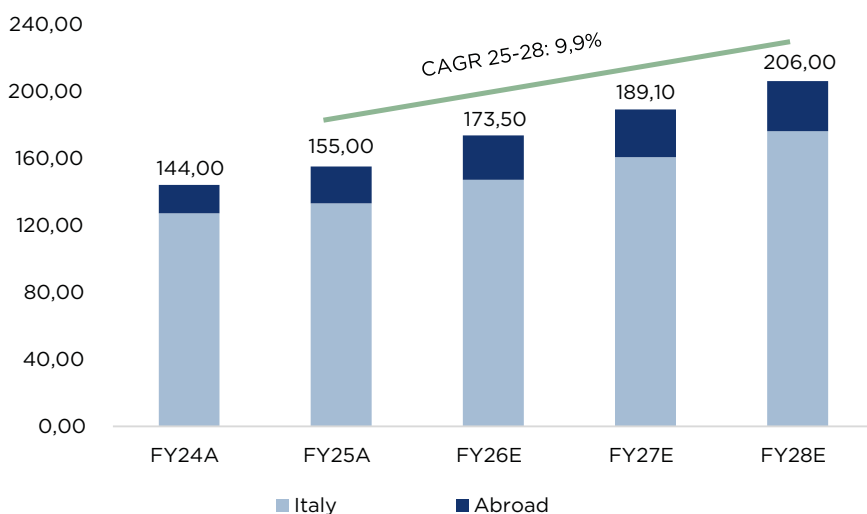
Source: Kruso Kapital, Integrae SIM elaboration

## Piano Industriale 2026-2028 & estimates review

Alla luce dei risultati 2025, dell'evoluzione del primo trimestre e delle linee guida comunicate dal management con riferimento al Piano Industriale 2026-2028, aggiorniamo le nostre stime assumendo una traiettoria di **crescita organica degli impieghi** e una progressiva normalizzazione della marginalità, coerente con il nuovo assetto stand-alone della Società. Tale approccio è supportato anche dal positivo track record di Kruso Kapital nel raggiungimento degli obiettivi comunicati al mercato, come confermato da risultati di fine anno (Net Income pari a € 8,78 mln) in netto miglioramento rispetto alle nostre precedenti attese (€ 7,45 mln).

Le indicazioni vedono una crescita degli impieghi attesa fino a **€ 206,00 mln nel 2028** e un Brokerage Margin pari a € 43,70 mln, rispetto ai valori 2025 rispettivamente di € 155,16 mln e € 35,78 mln. La dinamica prevista rimane quindi positiva, ma con una composizione diversa rispetto al passato: la crescita dei volumi continua a sostenere il business, mentre il progressivo aumento del costo del funding limita temporaneamente l'espansione del margine di interesse.

CHART 2 - LOANS EVOLUTION 2024-2028



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

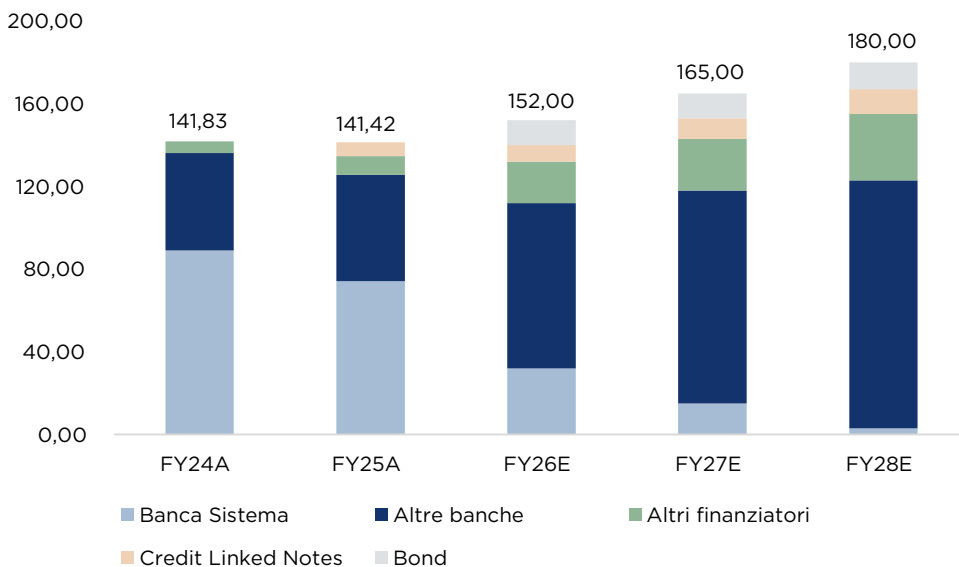
Nel nostro modello e coerentemente con le indicazioni del management rispetto al Piano 2026-2028 aggiornato, stimiamo impieghi pari rispettivamente a € 173,50 mln, € 189,10 mln e € 206,00 mln nel 2026, 2027 e 2028, in linea con le linee guida e riflettendo una crescita prevalentemente organica, sostenuta dal mercato italiano ma anche dal crescente contributo delle controllate estere (oltre € 30,00 mln attesi nel 2028), in particolare del Portogallo. La crescita degli impieghi si traduce quindi in un incremento degli interessi attivi; tuttavia, il venir meno del supporto infragruppo e la maggiore incidenza di fonti di mercato **determinerà un aumento significativo degli interessi passivi**, attesi a € 10,60 mln nel FY28E.

## Funding reset: progressiva uscita di Banca Sistema

Sul fronte del funding, come anticipato, il Piano incorpora una progressiva e rilevante riduzione della dipendenza da Banca Sistema, coerente con il nuovo assetto stand-alone della Società. Il funding riconducibile a Banca Sistema, pari a circa € 89,00 mln nel 2024 e a € 74,10 mln nel FY25A, è atteso ridursi di oltre la metà nel 2026 (circa € 30,00 mln attesi a fine anno) fino a raggiungere un livello sostanzialmente residuale entro il FY28E, sostituito da una struttura di **raccolta più diversificata e market-based**.

In particolare, **bond e Credit Linked Notes** sono previsti come strumenti ricorrenti e stabili, per un ammontare complessivo nell'ordine di circa € 25,00 mln annui (il primo bond da € 12,00 mln è già stato comunicato al mercato), mentre la quota residua del fabbisogno sarà coperta attraverso **raccolta da clientela e linee con altre banche**. Tale evoluzione comporta un aumento del costo medio del funding, atteso in crescita da circa 3,0% nel FY25A a circa 5,5% nel FY26E, fino a oltre **6,2% nel FY28E**, con un impatto diretto sul margine di interesse nel breve periodo. Il funding reset rappresenta quindi il principale costo della nuova autonomia finanziaria di Kruso Kapital, ma consente al tempo stesso una struttura di raccolta più coerente con il profilo di operatore stand-alone e con il percorso di crescita degli impieghi previsto dal Piano.

CHART 3 - SOURCES OF FUNDING (€/MLN)



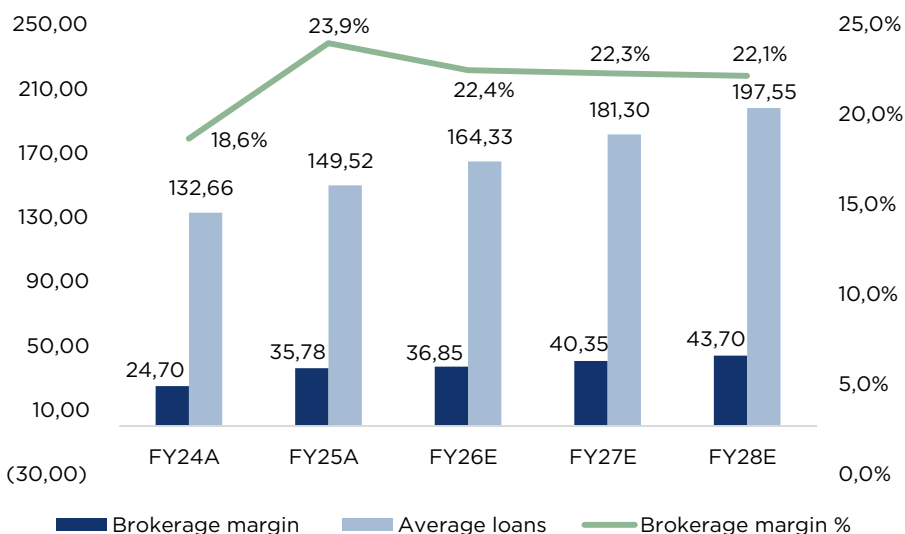
Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

Il margine di interesse è quindi atteso in contrazione nel 2026 a € 13,70 mln, rispetto a € 14,21 mln nel 2025, per poi recuperare gradualmente negli esercizi successivi. L'andamento è il principale effetto del funding reset: la crescita degli impieghi rimane solida, ma il beneficio sui ricavi da interesse viene assorbito nel breve periodo dal maggiore costo della raccolta. Rispetto al precedente framework, l'aggiornamento del Piano incorpora tuttavia un mix di raccolta più efficiente, con minore ricorso alla cartolarizzazione e maggiore utilizzo di strumenti ritenuti più convenienti.

## Brokerage margin trainato da volumi e commissioni

La dinamica del margine di intermediazione viene sostenuta in misura crescente dalla componente commissionale, riflettendo **espansione dei volumi e il contributo delle aste** e della crescente maturità del modello multicanale, compensando la pressione sul margine di interesse. Il **Brokerage Margin** è stimato nel FY26E a € 36,85 mln, rispetto a € 35,78 mln nel FY25A, per poi raggiungere il target di € 43,70 mln nel 2028.

CHART 4 - BROKERAGE MARGIN & AVERAGE LOANS (€/MLN)



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

La crescita rimane prevalentemente organica, integrata da operazioni selettive di acquisizione di portafogli coerenti con il core business, e sarà sostenuta in primo luogo dall'Italia, mercato principale del Gruppo. Resta comunque importante e crescente l'impatto di CEP, ormai contributore strutturale alla redditività e principale driver di espansione all'estero, mentre la Grecia rimane un'area ancora contenuta in termini dimensionali ma in graduale miglioramento: è attesa una nuova apertura entro la fine dell'anno, oltre a quelle previste in Italia e Portogallo.

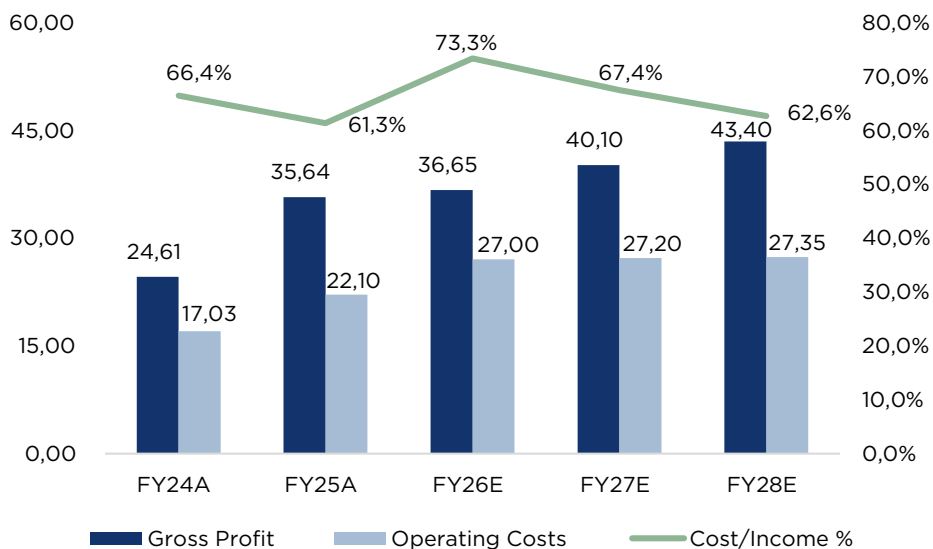
L'evoluzione del canale delle aste, insieme alla progressiva digitalizzazione del processo commerciale, assume un ruolo sempre più rilevante nella monetizzazione dei beni non riscattati e nel **rafforzamento della componente commissionale**. L'app KrusoK Aste sta ampliando con successo la platea dei partecipanti, riducendo i vincoli della vendita fisica e aumentando la visibilità dei lotti, con un effetto tangibile sui volumi di partecipazione alle aste. Questo aspetto è particolarmente rilevante nel nuovo contesto di funding più oneroso, in cui la tenuta della redditività passerà anche dalla capacità di migliorare i ricavi da commissioni e compensare almeno in parte la pressione sul margine di interesse.

## Evoluzione del Cost/Income

Sul fronte dei costi operativi, il 2026 incorpora un significativo riallineamento della base costi, principalmente legato all'aumento delle spese per il personale, mentre negli esercizi successivi stimiamo una crescita complessivamente moderata lungo l'arco di Piano, coerente con una **struttura già adeguata alla dimensione e alla natura regolamentata del Gruppo**. Kruso Kapital dispone infatti già di un'impostazione organizzativa e di controllo coerente con il proprio status di operatore vigilato e quotato; di conseguenza, il nuovo assetto societario non dovrebbe determinare un incremento significativo della base costi. Inoltre, il processo di translisting non comporta alcun costo straordinario, in quanto eventuali commissioni saranno interamente coperte da Banca CF+ in qualità di promotore dell'operazione.

Nel nostro modello, le spese per il personale crescono da € 9,53 mln nel FY25A a € 13,60 mln nel FY28E, mentre le SG&A passano da € 9,93 mln a € 11,25 mln, riflettendo principalmente la crescita ordinaria dell'attività, l'espansione degli impieghi e il rafforzamento commerciale previsto dal Piano. Gli ammortamenti sono stimati sostanzialmente stabili, da € 2,77 mln nel FY25A a € 2,95 mln nel FY28E, coerentemente con il mantenimento del run-rate legato anche agli effetti della PPA e all'ammortamento del portafoglio acquisito. Ne deriva un Cost/Income più elevato nel FY26E, principalmente per effetto della sostanziale stabilità del Brokerage Margin nell'anno di maggiore impatto del funding reset ma anche dell'aumento dei costi del personale, e successivamente in progressivo miglioramento con la ripresa della crescita dei ricavi. In questo senso, l'evoluzione del Cost/Income riflette la diversa dinamica temporale tra crescita lineare dei costi e l'andamento del Brokerage Margin, penalizzato dal maggiore costo della raccolta.

CHART 5 - COST/INCOME EVOLUTION



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

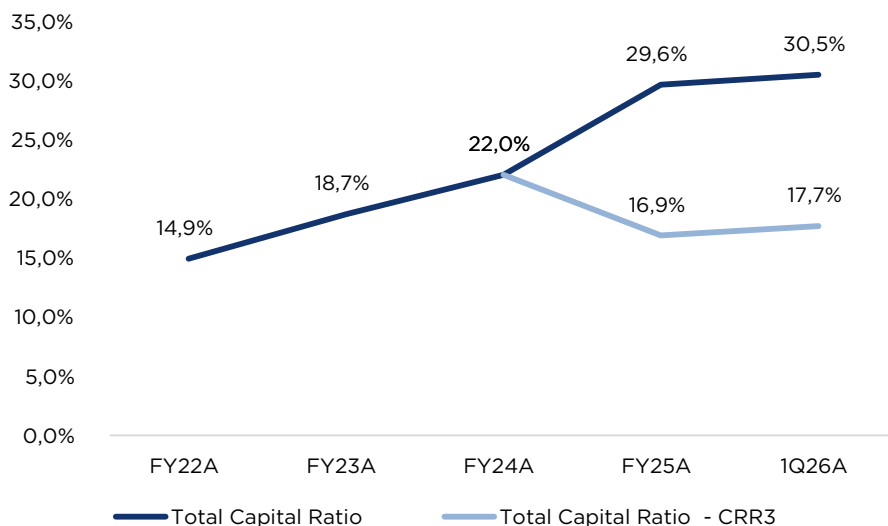
## Capitale e TCR: CRR3 rende centrale il presidio patrimoniale

Al 31 marzo 2026, la Società presenta un Total Capital Ratio (TCR) pari al 30,5%, in miglioramento rispetto al 29,7% di fine 2025, evidenziando un buffer molto ampio rispetto ai requisiti regolamentari. Considerando l'impatto della CRR3, che penalizza il trattamento prudenziale degli impieghi garantiti da oro, si ottiene un TCR pro-forma del 17,5% al 31 marzo e 16,9% al 31 dicembre: in questo contesto, il management indica un **obiettivo minimo di TCR pari ad almeno il 12,0%**, da leggere come floor prudenziale lungo l'arco di Piano.

La nostra impostazione prevede quindi una crescita degli impieghi accompagnata da progressiva capital retention, in assenza di una dividend policy formalizzata. L'Equity è stimato in aumento da € 58,25 mln nel FY25A a € 83,35 mln nel FY28E, sostenuta dalla generazione di utile e dall'assenza di distribuzioni rilevanti. Tale dinamica consente alla Società di finanziare la crescita organica, preservando al tempo stesso un adeguato buffer patrimoniale. Le Credit Linked Notes rappresentano un ulteriore strumento di supporto, non solo in termini di diversificazione del funding, ma anche per il potenziale beneficio sugli RWA attraverso il trasferimento del rischio di credito, aspetto particolarmente rilevante in scenario CRR3.

Nel complesso, riteniamo che il capitale non rappresenti oggi un vincolo immediato alla crescita, ma costituisca una variabile da monitorare con attenzione nel nuovo assetto. La combinazione tra crescita degli impieghi, funding più market-based e maggior assorbimento regolamentare rende il TCR uno dei KPI principali da seguire insieme a impieghi, Brokerage Margin e costo del funding. In ottica valuation, il mantenimento di un TCR stabilmente superiore al floor indicato dal management rappresenterebbe un elemento di supporto al re-rating, mentre eventuali pressioni sugli RWA o una riduzione del buffer patrimoniale potrebbero limitare la capacità del mercato di riconoscere pienamente il miglioramento dell'investibilità del titolo.

CHART 6 - TOTAL CAPITAL RATIO EVOLUTION



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

# Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Kruso Kapital sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

## DCF Method

TABLE 4 - COST OF EQUITY

<b>Ke</b>			<b>15,0%</b>
Risk Free Rate <b>3,0%</b>	$\beta$ Adjusted <b>1,4</b>	$\alpha$ (specific risk) <b>2,5%</b>	
Market Premium <b>6,7%</b>	$\beta$ Relevered <b>1,7</b>	D/E <b>233,3%</b>	

Source: Integrae SIM

Abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un Ke di 15,0%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

<b>DCF</b>	<b>% of Equity Value</b>	
FCFE Actualized	24,67	35,6%
TV Actualized DCF	44,60	64,4%
<b>Equity Value</b>	<b>69,27</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 69,27 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Ke							
	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	
Growth Rate (g)	3,0%	85,5	81,6	78,1	74,9	71,9	69,2	66,7
	2,5%	82,8	79,1	75,9	72,8	70,1	67,6	65,2
	2,0%	80,2	76,9	73,8	71,0	68,4	66,0	63,8
	1,5%	77,9	74,8	71,9	69,3	66,8	64,6	62,5
	1,0%	75,8	72,8	70,2	67,7	65,4	63,3	61,3
	0,5%	73,8	71,1	68,5	66,2	64,0	62,0	60,2
	0,0%	72,0	69,4	67,0	64,8	62,8	60,9	59,1

Source: Integrae SIM

## Market Multiples

Il nostro panel è formato da **operatori quotati attivi nel pawnbroking**, ritenuti più coerenti con il core business della Società. I comparables indicati, pur con differenze relative a scala e geografia, sono esposti a modelli basati su credito collateralizzato, beni preziosi, gioielli e monetizzazione del collaterale. Le stesse società sono state utilizzate anche per il calcolo del Beta applicato nel metodo DCF.

La tabella illustra anche una componente auction/marketplace, mantenuta come riferimento separato e prevalentemente qualitativo, coerente con la presenza di Art-Rite e il ruolo crescente delle aste nella monetizzazione dei beni non riscattati.

**TABLE 7 - MARKET MULTIPLES**

Company Name	P/E		P/BV	
	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
EZCORP Inc. Class A	15,4x	14,3x	2,2x	1,9x
FirstCash Holding Inc.	20,9x	18,1x	3,9x	3,3x
Ramsdens Holdings PLC	6,6x	9,7x	1,8x	1,7x
Cash Converters Intl	8,2x	8,0x	n/a	n/a
<b>Median - Pawnbrokers</b>	<b>11,8x</b>	<b>12,0x</b>	<b>2,2x</b>	<b>1,9x</b>
Copart Inc.	19,4x	18,4x	3,2x	2,8x
RB Global Inc.	24,7x	22,5x	n/a	n/a
<b>Median - Auction/marketplace</b>	<b>22,2x</b>	<b>20,5x</b>	<b>3,2x</b>	<b>2,8x</b>

Source: FactSet, Integrae SIM elaboration

**TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION**

€/mln	FY26E	FY27E
<b>Equity Value</b>		
P/E (80,0%)	73,82	101,01
P/BV (20,0%)	141,91	138,52
<b>Equity Value post 25,0% discount</b>		
P/E (80,0%)	55,36	75,76
P/BV (20,0%)	106,43	103,89
<b>Average</b>	<b>65,58</b>	<b>81,39</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Kruso Kapital, utilizzando la media ponderata tra i market multiples P/E (80,0%) e P/BV (20,0%) e applicando uno sconto liquidità del 25,0%, risulta essere **pari a circa € 73,5 mln**. Lo sconto riflette la dimensione ancora contenuta della Società rispetto ai comparables, la fase di stabilizzazione dell'azionariato post OPAS e la necessità di verificare la liquidità del titolo dopo il passaggio a Euronext Milan.

## Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	71,38
Equity Value DCF (€/mln)	69,27
Equity Value Multiples (€/mln)	73,48
<b>Target Price (€)</b>	<b>0,030</b>

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un **equity value di € 71,38 mln. Il target price è pari a € 0,03, rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	8,1x	11,4x	8,5x	6,8x
P/BV	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	5,3x	7,4x	5,5x	4,4x
P/BV	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x

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, Alessia Di Florio and Costanza Del Ponte 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
01/07/2025	0,020	U/R	U/R	Medium	Breaking News
07/08/2025	0,019	U/R	U/R	Medium	Breaking News
11/11/2025	0,017	U/R	U/R	Medium	Breaking News
11/02/2026	0,017	U/R	U/R	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](http://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 $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 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;