

Aggiornamento emittenti

DNB (S&P: A+/Negativo; Moody's: Aa2/Negativo)

Con un attivo consolidato totale di 2,6 miliardi di corone a dicembre 2015, DNB è il più grande gruppo finanziario norvegese, quotato alla borsa di Oslo. DNB Bank ASA è la sussidiaria bancaria posseduta al 100% da DNB ASA e vanta un solido posizionamento competitivo. Il 2015 si è chiuso in maniera abbastanza soddisfacente per il Gruppo, con un forte aumento dei profitti, malgrado il peggioramento della qualità del credito collegato ai prestiti al comparto *shipping* e alle società legate al petrolio. A livello patrimoniale è proseguito il miglioramento dei *ratio* patrimoniali della Banca. DNB Bank ASA vanta un profilo di rating stabile e piuttosto elevato, con Moody's che ha recentemente modificato ad Aa2 dal precedente Aa3 il rating a lungo termine sul debito senior. Gli obiettivi 2016-18, pur tenendo realisticamente in considerazione l'impatto dei prezzi del greggio, restano piuttosto ambiziosi.

Rabobank (S&P: A+/Stabile; Moody's: Aa2/Stabile)

Rabobank è un gruppo bancario di tipo cooperativo operante principalmente nei Paesi Bassi. Nonostante la forte localizzazione sul mercato domestico, il Gruppo presenta un buon bilanciamento in termini di contribuzione all'utile tra le attività sul mercato interno e quelle sui mercati internazionali. Il Gruppo ha modificato la propria struttura giuridica a partire da quest'anno. Rabobank ha archiviato il 2015 con un utile netto in recupero rispetto al 2014. Per quanto riguarda la qualità del credito, le svalutazioni e gli accantonamenti sono in calo rispetto a quelli dell'esercizio precedente. In termini di rating e di patrimonializzazione, Rabobank si conferma come una delle realtà bancarie europee più solide e stabili. Il management di Rabobank ha iniziato un processo di efficientamento che dovrebbe durare fino al 2018.

HSBC (S&P: A/Stabile; Moody's: A1/ Negativo)

HSBC Holdings plc è holding, con sede a Londra, di HSBC, una conglomerata finanziaria che offre un'ampia gamma di servizi bancari, finanziari e assicurativi. Dal punto di vista geografico HSBC può contare su di un'eccellente diversificazione geografica, che si articola in una presenza in oltre 70 paesi e nell'identificazione di una ventina di *priority market* in Asia, Europa, Medio Oriente, Nord America e America Latina. I risultati di HSBC nel 2015 hanno evidenziato un utile sotto le attese a causa del crollo dei prezzi delle materie prime e del rallentamento dell'economia globale (in particolare Cina). L'Asia rappresenta un'area chiave per il Gruppo. HSBC Bank appare discretamente patrimonializzata, con un *Common Equity Tier 1 ratio* (CET1), al 31 dicembre 2015, pari all'11,9%, dall'11,1% di dicembre 2014. Un altro punto di forza è l'elevata flessibilità finanziaria. Il CEO del Gruppo ha sottolineato l'incertezza dello scenario economico attuale, ma ha ribadito che i punti di forza di HSBC assicurano al Gruppo una buona "resilienza" di fronte alle sfide dei mercati.

28 aprile 2016

Obbligazioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Serena Marchesi
Analista Finanziario

Si comunica la chiusura della copertura dei seguenti emittenti:

Bank of America: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Mensile Obbligazioni del 20.05.2015;

Danske Bank: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Mensile Obbligazioni del 16.10.2015;

Goldman Sachs: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Mensile Obbligazioni del 20.05.2015;

JPM l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Focus Aggiornamento emittenti del 29.04.2015;

Morgan Stanley: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Mensile Obbligazioni del 20.05.2015;

Royal Bank of Scotland: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Focus Aggiornamento emittenti del 29.04.2015;

E.on: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Focus Aggiornamento emittenti del 29.04.2015;

EDF: l'ultimo commento pubblicato sull'emittente è disponibile all'interno della pubblicazione Focus Aggiornamento emittenti del 29.04.2015.

DNB ASA (S&P: A+/Negativo; Moody's: Aa2/Negativo)¹

Con un attivo consolidato totale di 2,6 miliardi di corone a dicembre 2015, DNB è il più grande gruppo finanziario norvegese, quotato alla borsa di Oslo. DNB Bank ASA è la sussidiaria bancaria posseduta al 100% da DNB e vanta un solido posizionamento competitivo. Il 2015 si è chiuso in maniera abbastanza soddisfacente per il Gruppo, con un forte aumento dei profitti, malgrado il peggioramento della qualità del credito collegato ai prestiti al comparto *shipping* e alle società legate al petrolio. A livello patrimoniale è proseguito il miglioramento dei *ratio* patrimoniali della Banca. DNB Bank ASA vanta un profilo di rating stabile e piuttosto elevato, con Moody's che ha recentemente modificato ad Aa2 dal precedente Aa3 il rating a lungo termine sul debito senior. Gli obiettivi 2016-18, pur tenendo realisticamente in considerazione l'impatto dei prezzi del greggio, restano piuttosto ambiziosi.

Con un attivo consolidato totale di 2,6 miliardi di corone a dicembre 2015, DNB ASA è il più grande gruppo finanziario norvegese, quotato alla borsa di Oslo. DNB Bank ASA (attivi totali pari a 2 miliardi di corone; dati al 31 dicembre 2015) è la sussidiaria bancaria posseduta al 100% da DNB ASA e vanta un solido posizionamento competitivo con una quota pari circa al 31% dei depositi. La partecipazione azionaria del Governo norvegese in DNB ASA è rilevante (34%) e, a differenza di interventi analoghi condotti da altri governi europei a supporto dei sistemi bancari nazionali durante le fasi più acute della crisi, l'investimento in DNB ASA non è destinato a riassorbirsi in tempi brevi, data l'esplicita volontà del Governo di rimanere tra gli azionisti dell'Istituto.

In termini di differenziazione geografica e di prodotto, DNB Bank ASA offre una vasta gamma di servizi finanziari, che spaziano dall'attività tradizionale a quella di banca d'investimento e immobiliare; può contare inoltre su una rete di distribuzione capillare domestica (supermercati e uffici postali). A livello domestico, secondo i dati più recenti rilasciati dal Gruppo, DNB Bank ASA conta su 2,1 milioni di clienti *retail* e 220 mila clienti *corporate* ed è strutturata in 5 diverse unità di business: Personal, Piccole e medie imprese, Grandi compagnie e clienti internazionali, Trading e Prodotti pensionistici. Se la controllata norvegese contribuisce ai ricavi globali del Gruppo per una porzione consistente, pari al 77% circa del totale, DNB può comunque contare su di un buon grado di diversificazione a livello geografico essendo presente in 19 diversi paesi, e si presenta come una delle più importanti realtà mondiali nel comparto *shipping* (servizi per il trasporto marino).

Il 2015 si è chiuso in maniera abbastanza soddisfacente per il Gruppo. Il forte aumento dei ricavi (legati sia a un incremento del margine di interesse che al reddito delle attività di trading) ha permesso di compensare sia il leggero aumento dei costi operativi (+3% a/a) che l'incremento delle perdite e delle svalutazioni su crediti e l'esercizio si è così chiuso con profitti in crescita del 20% circa a 24,8 miliardi di corone norvegesi.

A livello di intero 2015, la voce *impairment of loans* ha subito un aumento di 631 milioni di NOK imputabile alla dinamica della qualità del credito sia nel settore *shipping*, strutturalmente molto ciclico e quindi vulnerabile al rallentamento della crescita, che nel settore energetico che ha subito l'effetto del crollo dei prezzi di tutti le materie prime energetiche. Nel comparto dei prestiti alla clientela privata si è invece registrata una flessione degli accantonamenti legata alla cessione del portafoglio dei prestiti *non performing* effettuata nell'autunno del 2015.

A livello patrimoniale è proseguito il miglioramento dei *ratio* patrimoniali della Banca, che nel 2015 ha ulteriormente aumentato il *Common Equity Core Tier 1* (CET1), portandolo dal 10,7%

Overview del Gruppo

Buon grado di diversificazione

Esercizio 2015: profitti in forte crescita

La qualità del credito

Continua a migliorare il profilo di capitalizzazione

¹ I rating evidenziati fanno riferimento alla controllata DNB Bank ASA.

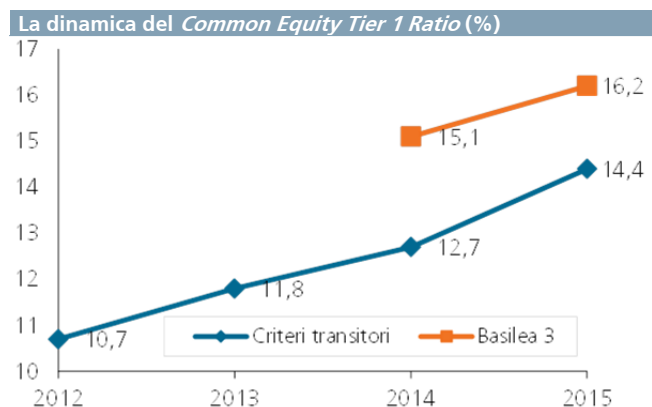
di fine 2012 al 14,4% di fine 2015. DNB Bank ASA presenta dunque un livello di capitalizzazione adeguato rispetto al profilo di rischio conservativo che la caratterizza.

DNB Bank ASA vanta un profilo di rating stabile e piuttosto elevato. Il 16 marzo scorso Moody's ha modificato ad Aa2 dal precedente Aa3 il rating a lungo termine sul debito senior, ma le prospettive su tutte le valutazioni creditizie a lungo termine sono state portate a negative da stabili, per incorporare i rischi che il rallentamento della crescita domestica, collegato all'andamento dei prezzi del petrolio, potrà avere in termini di future performance della Banca. Il calo dei prezzi ha portato a plurimi ribassi dello scenario di crescita e ad azioni accomodanti da parte della Banca centrale. L'upgrade effettuato da Moody's tiene in considerazione il fatto che la politica di *funding* e la struttura dello stato patrimoniale rendono il debito senior a basso rischio di essere coinvolto nell'ipotesi di una risoluzione della banca (analisi di Loss Given Failure o LGF).

Il Management ha sottolineato che i risultati 2015, conseguiti malgrado il forte calo dei prezzi del petrolio (notoriamente una variabile chiave per l'andamento dell'economia norvegese), testimoniano la solidità della Banca in un contesto sfidante. Gli obiettivi 2016-18, pur tenendo realisticamente in considerazione l'impatto dei prezzi del greggio, restano piuttosto ambiziosi. Il Management si attende nel 2016 una crescita nel volume dei prestiti in area 2-3%. Il CET 1 calcolato sulla base delle regole transitorie verso una completa applicazione di Basilea 3 dovrebbe raggiungere il 15,5% entro il 2017. In termini di redditività il target di un ROE superiore al 12% è già stato superato. Infine, la politica dei dividendi prevede una percentuale di distribuzione dei profitti superiore al 50%: tale misura va sicuramente a beneficio degli azionisti, ma è mitigata dal fatto che l'implementazione sarà in funzione dell'evoluzione degli indici di patrimonializzazione.

Stabili ed elevati i rating

Outlook ambizioso per un'elevata remunerazione degli azionisti



Fonte: bilanci e presentazioni societarie

Dati e indici più importanti

Mln corone norvegesi (NOK)	2015	2014	Var. (in % o pb)
Ricavi	53.993	49.363	9%
Margine d'interesse	35.358	32.487	9%
Costi operativi	-21.068	-20.452	3%
Perdite su crediti	-2.270	-1.639	38%
Utile netto ante tasse	31.858	27.102	18%
Utile netto	24.762	20.617	20%
Attivi totali (mld NOK)	2.599	2.649	-2%
Return on Equity (ROE)	14,5	13,8	0,70pb
<i>Common Equity Tier 1 ratio</i>	16,2	15,1	0,80pb

Fonte: bilanci e presentazioni societarie

Rabobank (S&P: A+/Stabile; Moody's: Aa2/Stabile)

Rabobank è un gruppo bancario di tipo cooperativo operante principalmente nei Paesi Bassi. Nonostante la forte localizzazione sul mercato domestico, il Gruppo presenta un buon bilanciamento in termini di contribuzione all'utile tra le attività sul mercato interno e quelle sui mercati internazionali. Il Gruppo ha modificato la propria struttura societaria a partire da quest'anno. Rabobank ha archiviato il 2015 con un utile netto in recupero rispetto al 2014. Per quanto riguarda la qualità del credito, le svalutazioni e gli accantonamenti sono in calo rispetto a quelli dell'esercizio precedente. In termini di rating e di patrimonializzazione, Rabobank si conferma come una delle realtà bancarie europee più solide e stabili. Il management di Rabobank ha iniziato un processo di efficientamento che dovrebbe durare fino al 2018.

Rabobank è un gruppo bancario di tipo cooperativo presente principalmente nei Paesi Bassi, dove ha posizioni rilevanti, con una quota di mercato compresa tra il 22% e il 41% in ogni area di business; opera inoltre a livello internazionale come leader nel business Agroalimentare, nel quale è fortemente specializzata.

La struttura societaria ha subito una sostanziale modifica a partire dal 1° gennaio 2016: tutte le entità locali che costituivano il gruppo Rabobank sono state accorpate e ora operano sotto un'unica licenza bancaria. Prima Rabobank Nederland fungeva solo da supporto e raccordo per le 106 banche locali costituenti il Gruppo. In particolare, svolgeva funzioni di controllo della solvibilità, e del rischio di liquidità e curava l'organizzazione amministrativa della rete di istituzioni locali diffuse in maniera capillare sul territorio olandese. Ora tali entità locali sono state fuse in una sola realtà, che però manterrà, secondo quanto indicato dal management, la propria vocazione verso la decentralizzazione operativa.

Nel 2013 il Gruppo era stato coinvolto nel caso della manipolazione di LIBOR/EURIBOR. Ciò aveva portato la banca ad essere multata per 774 milioni di euro in quell'anno. Anche a seguito di ciò, oltre alla sostituzione dei responsabili, la banca ha deciso di suddividere la posizione di CFRO (Chief Financial and Risk Officer) nelle due distinte posizioni di CFO e CRO. Con ciò la banca ha voluto di fatto suddividere le posizioni relative al controllo dei rischi (CRO) e alla gestione finanziaria del gruppo (CFO), con un'ulteriore modifica all'impianto di *corporate governance*.

L'accorpamento giuridico delle banche locali permetterà infine un efficientamento del Gruppo, con tagli previsti per circa il 20% dei dipendenti. Con ciò Rabobank intende aumentare la propria efficienza operativa, attualmente inferiore a quella dei principali *competitor*.

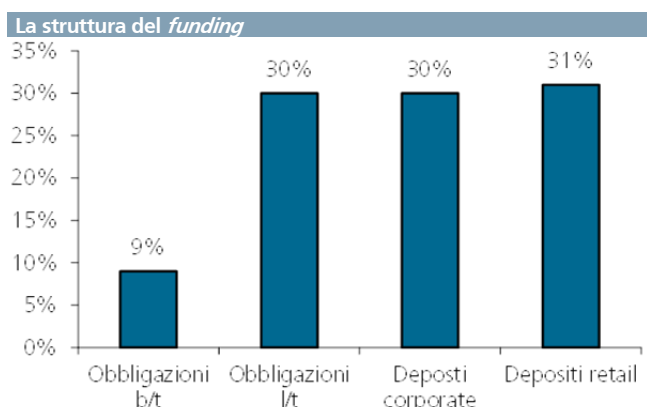
Rabobank ha chiuso il 2015 con un utile netto di 2,2 miliardi di euro, in rialzo rispetto agli 1,8 miliardi del 2014. La performance è però gravata da un'importante svalutazione dell'avviamento di una delle società del Gruppo (la californiana Rabobank National Association), per circa 623 milioni di euro. Il margine d'interesse, che ammonta a circa i due terzi dei ricavi, si mantiene stabile, così come il contributo della componente commissionale. In riduzione per il secondo anno consecutivo il costo del lavoro, come conseguenza del processo di ristrutturazione in atto. Sebbene sia leader di mercato in Olanda, Rabobank ha infatti un'efficienza operativa inferiore ai due principali *competitor*: ABN AMRO Bank e ING Bank.

Dal 1° gennaio 2016 cambia la struttura societaria

Il coinvolgimento nello scandalo del Libor

In atto un efficientamento operativo

Risultati 2015: utile in rialzo



Fonte: Fitch, giugno 2015

Dati e indici più importanti

EUR mln	2015	2014	Var. a/a
Margine di interesse	9.139	9.118	0,2%
Commissioni	1.892	1.879	0,7%
Margine di intermediazione	13.014	12.857	1,2%
Spese operative	-8.145	-8.055	1,1%
Svalutazioni ed accantonamenti	-1.033	-2.633	-60,8%
Impairment del Goodwill	-623	-32	NS
Utile netto	2.214	1.842	20,2%
Attivi totali (EUR mld)	681	681	0,0%
Prestiti settore priv. (EUR mld)	426,2	429,7	-0,8%
Return on Tier 1 capital %	6,50	5,20	+1,3
Tasso prestiti/depositi %	125	132	-7,0
Tier 1 Ratio (in %)	16,4	15,5	+90pb
Core Tier 1 Ratio (CET1) in %	13,5	13,6	-10pb

Fonti: Presentazioni societarie e report agenzie di rating

La qualità del credito, gli accantonamenti e le svalutazioni sono risultati inferiori rispetto agli anni precedenti, in particolare per il miglioramento del settore immobiliare in Olanda, cui molti di questi prestiti sono legati. Del miglioramento del mercato immobiliare beneficiano soprattutto i mutui ipotecari a livello retail, mentre il settore CRE (Corporate Real Estate), legato al comparto strutturalmente più volatile degli immobili commerciali, è ancora in crisi.

In termini di rating e di patrimonializzazione, Rabobank si conferma come una delle realtà bancarie europee più solide e stabili. Attualmente Rabobank rientra nel basket delle banche la cui attività di supervisione e vigilanza è affidata alla BCE. Gli indici di patrimonializzazione si attestano a livelli adeguati, con l'indice *Core Tier 1* al 13,2% e il *Tier 1 ratio* al 16,1%. Il management appare inoltre intenzionato ad aumentare il proprio capitale regolamentare, soprattutto in vista della nuova normativa sul *bail-in*. Il target è di un *Total Capital Ratio* del 25% entro la fine del 2020.

Rabobank presenta un rapporto tra prestiti e depositi sopra la media, indicando che il Gruppo resta dipendente dal mercato dei capitali per il *funding*. Questo elemento è citato dalle principali agenzie di rating come uno dei fattori di criticità del Gruppo, soprattutto considerando che una quota significativa dei depositi sono corporate e quindi strutturalmente più volatili dei depositi retail. Detto ciò, sempre le principali agenzie affermano come questo sia un aspetto caratteristico del mercato olandese, dove la deducibilità fiscale degli interessi incentiva la richiesta di mutui, mentre il risparmio privato è in buona parte convogliato verso i fondi pensione, lasciando poco al deposito presso le banche. Inoltre, la banca ha ampia liquidità e un debito con vita media sufficientemente elevata, il che garantisce una buona flessibilità finanziaria.

Il management di Rabobank, nel proprio *outlook* sul 2016, pone tre obiettivi a seguito della riorganizzazione della banca: eccellente servizio alla clientela, un bilancio più solido e flessibile e, infine, un miglioramento dei risultati finanziari. Il primo obiettivo è perseguito in particolare puntando sulla cultura aziendale, anche a seguito della riorganizzazione e dell'efficientamento in atto, col taglio di 9000 posti di lavoro tra fine 2016 e fine 2018 dopo i 3000 previsti per l'anno in corso. Il taglio dei posti di lavoro e la riorganizzazione del Gruppo andranno a supportare anche gli altri due obiettivi, aumentando nelle intenzioni del management l'efficienza operativa, con conseguenti maggiori margini di guadagno, e semplificando la struttura aziendale. Il management punta inoltre ad aumentare la patrimonializzazione del Gruppo. Le prospettive per l'economia olandese sono buone dopo un primo miglioramento nel 2015 e si registra in particolare una prosecuzione del recupero del mercato immobiliare iniziato nel 2014.

La qualità del credito

Patrimonializzazione elevata e prevista in crescita

Dipendenza dal mercato dei capitali, ma liquidità e *duration* del debito più che soddisfacenti

Outlook 2016

HSBC (S&P: A/Stabile; Moody's: A1/ Negativo)

HSBC Holdings plc, con sede a Londra, è la capogruppo di HSBC, una conglomerata finanziaria che offre un'ampia gamma di servizi bancari, finanziari e assicurativi. Dal punto di vista geografico HSBC può contare su di un'eccellente diversificazione a livello mondiale, che si articola in una presenza in oltre 70 paesi, e nell'identificazione di una ventina di *priority market* in Asia, Europa, Medio Oriente, Nord America e America Latina. I risultati di HSBC nel 2015 hanno evidenziato un utile sotto le attese a causa del crollo dei prezzi delle materie prime e del rallentamento dell'economia globale (in particolare Cina). L'Asia rappresenta un'area chiave per il Gruppo. HSBC Bank appare discretamente patrimonializzata, con un *Common Equity Tier 1 ratio* (CET1), al 31 dicembre 2015, pari all'11,9%, dall'11,1% di dicembre 2014. Un altro punto di forza è l'elevata flessibilità finanziaria. Il CEO di HSBC ha sottolineato l'incertezza dello scenario economico attuale, ma ha ribadito che i punti di forza assicurano al Gruppo una buona "resilienza" di fronte alle sfide dei mercati.

HSBC Holdings plc è la capogruppo (holding), con sede a Londra, di HSBC una conglomerata finanziaria a vocazione internazionale che offre un'ampia gamma di servizi bancari, finanziari e assicurativi. HSBC è articolata in quattro principali unità di business: *Retail Banking and Wealth Management, Commercial Banking, Global Banking and Markets, Private Banking*. HSBC vanta un posizionamento competitivo rilevante nel Regno Unito, dove con HSBC Bank è la prima banca del paese sulla clientela sia privata che corporate. A sua volta HSBC Bank è la holding che governa l'operatività in Europa. Dal punto di vista geografico HSBC può contare su di un'eccellente diversificazione, che si articola oltre che in una presenza in più di 70 paesi e territori, nell'identificazione di una ventina di "priority market" distribuiti in Asia, Europa, Medio Oriente, Nord America e America Latina. Attualmente l'Asia costituisce il mercato strategicamente più rilevante sia in termini di contribuzione all'utile consolidato che di peso relativo degli attivi. L'ampia diversificazione geografica è accompagnata da una rilevante diversificazione in termini di clientela, linee di prodotti e tipologie di attività e comporta una struttura del Gruppo complessa: come già detto, la Holding del Gruppo è HSBC Holdings, da cui dipendono holding intermedie nelle diverse aree, società operative e associate.

HSBC ha archiviato l'esercizio 2015 con un fatturato in calo del 2% a 59,8 miliardi di dollari e un utile ante tasse (Profit Before Tax, PBT) di 18,9 miliardi di dollari, in aumento dell'1% rispetto al 2014, ma al di sotto delle stime di consenso di 21,8 miliardi di dollari. Se si fa riferimento ai dati *adjusted*, depurati dell'effetto cambio e delle componenti straordinarie di natura "distorsiva", il fatturato appare invece in aumento dell'1% a/a, mentre l'utile ante tasse peggiora in maniera più significativa, accusando una flessione del 7% circa. Il bilancio 2015 è stato appesantito dai risultati negativi registrati nell'ultimo trimestre dell'anno in cui il Gruppo ha registrato una perdita di 1,3 miliardi di dollari, a causa di costi di ristrutturazione e accantonamenti legati a contenziosi di natura legale. Nel complesso, sui risultati di HSBC hanno pesato il crollo dei prezzi delle materie prime e il rallentamento dell'economia globale, in particolare la frenata dell'economia cinese. L'Asia rappresenta, come evidenziato nel precedente paragrafo, un'area chiave e, pertanto, la performance del Gruppo è vulnerabile agli sviluppi delle principali economie asiatiche. In occasione della comunicazione dei risultati, il Presidente ha annunciato la decisione di non trasferire la sede da Londra a Hong Kong. L'ipotesi di trasferire il quartier generale fuori dalla Gran Bretagna era stata formulata con l'obiettivo di alleggerire le pressioni di natura fiscale e regolamentare. La redditività del capitale proprio (Return on Equity, ROE) risulta in marginale calo, al 7,2% dal 7,3% dell'esercizio 2014 e molto distante dal target di un ROE superiore al 10%.

HSBC Bank appare discretamente patrimonializzata, con un Common Equity Tier 1 ratio (CET1), al 31 dicembre 2015, pari all'11,9%, dall'11,1% del dicembre 2014.

HSBC, conglomerata finanziaria con presenza mondiale e articolata diversificazione di business

Risultati 2015 di HSBC: utile sotto le attese, pesano la dinamica delle materie prime e il rallentamento in Asia

HSBC Bank: buoni gli indici patrimoniali e la liquidità

Un altro punto di forza è l'elevata flessibilità finanziaria: il *buffer* di liquidità è ampio ed in grado di coprire tutte le passività di breve termine, mentre il livello dei depositi supera ampiamente il portafoglio prestiti. Il rapporto *loan-to-deposit* è pari a fine 2015 al 78%, evidenziando come la banca non presenti una strutturale dipendenza dal mercato dei capitali.

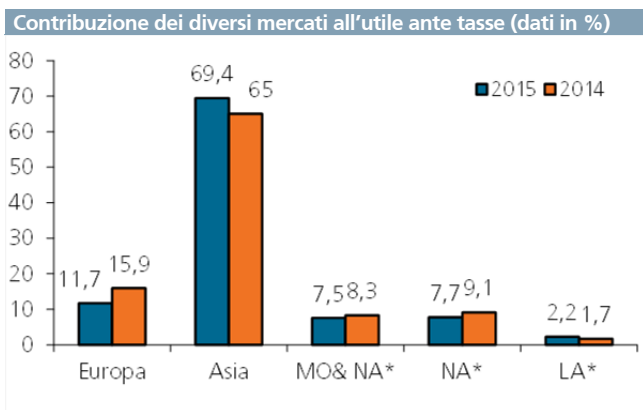
Nel primo trimestre 2016 Moody's ha confermato ad A1 il rating a lungo termine di HSBC Holdings ma modificato a Negative da Stabile le prospettive, sulla scia del deterioramento delle condizioni operative in due mercati chiave del Gruppo (Cina e Hong Kong). HSBC Bank beneficia di un supporto implicito da parte della holding che Moody's valuta in due gradini: il rating dell'emittente (issuer rating) risulta infatti pari ad Aa2.

I rating

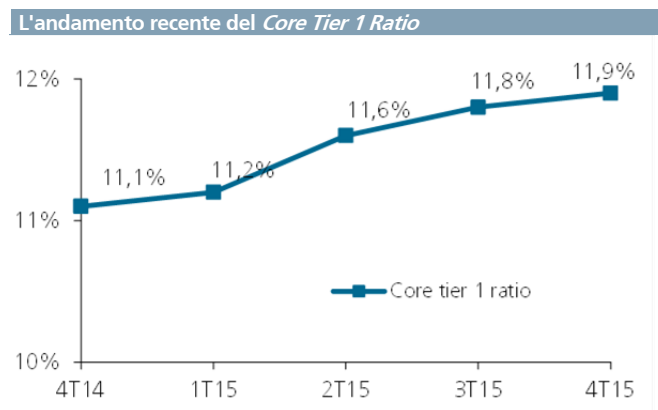
Il CEO di HSBC ha sottolineato l'incertezza dello scenario economico attuale, ma ha ribadito che i punti di forza—rappresentati da un modello di banca universale con forte diversificazione geografica e da una bassa volatilità degli utili - assicurano al Gruppo una buona "resilienza" di fronte alle sfide dei mercati.

Le prospettive

I risultati del primo trimestre 2016 saranno diffusi il 3 maggio.



Nota: *MO&NA= Medio Oriente e Nord Africa; NA= Nord America; LA= America Latina. Fonte: bilanci e presentazioni societarie



Fonte: bilanci e presentazioni societarie

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 28.04.2016. L'ultimo commento su DnB Bank ASA e Rabobank è contenuto nel Focus Aggiornamento Emittenti del 31.03.2015; l'ultimo commento su HSBC è contenuto nel Focus Aggiornamento Emittenti del 29.04.2015.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Titoli di Stato

I commenti sui titoli di stato si basano sulle notizie e i dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. I titoli di stato si riferiscono ai Paesi più industrializzati (G7) e la loro evoluzione è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni Corporate

I commenti sulle obbligazioni Corporate si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni Corporate è valutata sulla base delle prospettive prevedibili del merito di credito degli emittenti delle obbligazioni. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Obbligazioni di Paesi Emergenti

I commenti sulle obbligazioni dei Paesi Emergenti si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. L'evoluzione di prezzi e rendimenti delle obbligazioni dei Paesi Emergenti è valutata sulla base delle prospettive prevedibili di finanza pubblica degli emittenti, nonché sulla base di previsioni sull'economia e di valutazioni sulla stabilità politica dei singoli Paesi o sul merito di credito degli emittenti. La scelta della scadenza tiene conto della conformazione e delle prospettive di conformazione della curva dei rendimenti, nonché del rapporto rischio-rendimento delle obbligazioni.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasnpaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo http://www.group.intesasnpaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno una volta al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'analista citata nel documento è socio AIAF.
4. L'analista citata nel documento non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi