

## Leva finanziaria elevata, ma stabile

### Risultati trimestrali discreti, outlook 2016 confermato

- KPN (Moody's: Baa3/S&P: BBB-/Fitch: BBB) è una società di telecomunicazioni olandese con un modello di business integrato di telefonia fissa/mobile/Internet/TV. L'Olanda rappresenta il mercato di riferimento ove si genera oltre l'85% del fatturato consolidato, grazie ad una posizione competitiva molto forte, con *market share* rilevanti sia nel mobile che nel fisso.
- Gli ultimi risultati trimestrali di KPN sono stati discreti, con ricavi in calo ma margini in crescita; l'EBITDA ha beneficiato di un efficace controllo dei costi (messo in atto nell'ambito del "Simplification Program"), mentre sull'utile netto hanno pesato, tra l'altro, dei costi di natura straordinaria legati ad operazioni finanziarie di ottimizzazione della struttura del debito. In termini di *leverage*, il trimestre si chiude con un rapporto debito netto/EBITDA pari a 3 volte.
- Dopo la diffusione dei dati del terzo trimestre, il management ha confermato il proprio outlook per il 2016. I commenti del CEO hanno sottolineato la buona performance dell'azienda nel segmento Consumer e le sfide che ancora restano nell'area Business, legate sia alla migrazione della clientela dai servizi tradizionali verso pacchetti integrati che alla pressione sui prezzi nel comparto mobile.
- Le principali agenzie sono piuttosto allineate nel valutare KPN in area tripla B, con outlook stabile. La forte posizione competitiva sul mercato olandese, sia nel comparto fisso che nel mobile, è considerata un fattore chiave nella valutazione del Gruppo, malgrado l'esistenza di forti pressioni competitive e la presenza di alcune criticità, soprattutto nel segmento Business. L'impegno più volte ribadito dal management al mantenimento di un rating IG è un altro elemento importante nell'assegnazione della valutazione creditizia e dell'outlook. D'altra parte, il Gruppo telefonico presenta una leva finanziaria piuttosto aggressiva ed una flessibilità finanziaria limitata, anche se le ultime cessioni effettuate e l'emissione di strumenti ibridi ne hanno migliorato il quadro finanziario.
- Riteniamo che il profilo dell'emittente possa risultare nei prossimi 12 mesi stabile e che le valutazioni delle agenzie resteranno in area BBB. I principali punti di forza del Gruppo - tra cui il buon posizionamento competitivo nel segmento Consumer del mercato domestico, coniugato con i risultati raggiunti nella politica di controllo dei costi - riusciranno a controbilanciare le forti pressioni competitive ed il profilo di *leverage* piuttosto aggressivo per la classe di rating. Assegniamo all'emittente una credit View Neutrale.

16 novembre 2016

15:16 CET

Data e ora di produzione

16 novembre 2016

15:26 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota societaria

Inizio di copertura

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori  
privati e PMI

Serena Marchesi  
Analista finanziario

### La rischiosità percepita sul mercato per KPN (CDS a 5 anni Senior, dati in pb)



Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle 12:00 del 16.11.2016.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Profilo societario

### Descrizione attività

KPN è una società di telecomunicazioni olandese con un modello di business integrato di telefonia fissa/mobile/Internet/TV. Alla fine del 2015, KPN può contare su 7,9 milioni di clienti nel servizio mobile, 2,9 milioni nella banda larga e 2,3 nel segmento TV. L'Olanda rappresenta il mercato di riferimento del Gruppo ove si genera oltre l'85% del fatturato consolidato, grazie ad una posizione competitiva molto forte con *market share* rilevanti sia nel mobile che nel fisso. Il titolo azionario è quotato alla borsa di Amsterdam. KPN ha una capitalizzazione di mercato di 11,3 miliardi di euro ed un peso sull'indice europeo Stoxx 600 Telecom del 3% circa (dati aggiornati al 14 novembre 2016; fonte Bloomberg). Si tratta di un operatore telefonico di media dimensione.

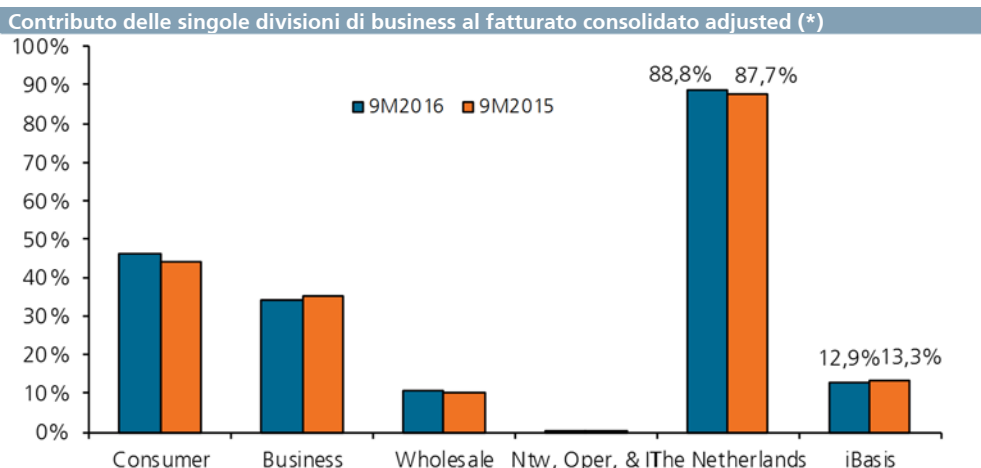
**KPN: gruppo telefonico olandese con un modello di business integrato**

A partire dal 1° gennaio 2016, KPN ha modificato la propria organizzazione che ora prevede due macro Business Unit (BU): The Netherlands e iBasis. The Netherlands è a sua volta divisa in quattro segmenti operativi: 1) Consumer (indirizzato alla clientela privata); 2) Business (rivolto alle grandi aziende); 3) Wholesale (servizi all'ingrosso di rete fissa e mobile); 4) Network, Operations and IT (manutenzione del network in Olanda). iBasis è una società americana attiva del settore della trasmissione dati e voce, acquisita da KPN alla fine del 2009. I principali concorrenti diretti di iBasis sono AT&T, Deutsche Telekom, Tata e Verizon. KPN ha una strategia multi-brand, che utilizza marchi diversi per ogni tipo di mercato. Per la comunicazione mobile i principali brand sono, oltre a KPN, Simyo e Telfort, mentre per Internet Telfort and XS4ALL.

**Da inizio 2016 riorganizzazione del business**

Come si può vedere dal grafico sotto riportato, The Netherlands rappresenta l'area *core* del Gruppo, attraverso principalmente il segmento Consumer e Business; il peso di iBasis sul fatturato (depurato delle componenti straordinarie) è invece intorno al 13% sia con riferimento ai primi 9 mesi del 2016 che allo stesso periodo dell'anno scorso.

**The Netherlands, area *core* del Gruppo in termini di contribuzione a fatturato e margini**



Nota: (\*) Al netto delle poste straordinarie

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati KPN

Tra il 2015 ed il 2016 KPN ha provveduto ad effettuare alcune cessioni. Ad aprile 2015 ha annunciato di aver raggiunto un accordo per la vendita della divisione belga nella telefonia mobile (BASE) a Telenet per 1,3 miliardi di euro circa, mentre ad inizio novembre dello stesso anno il management ha comunicato la vendita del 5% della partecipazione in Telefonica Deutschland (che dal 20,5% è stata portata approssimativamente al 15,5%). Quest'ultima transazione ha determinato un introito di 805 milioni di euro: il 70% degli incassi (*proceeds*) sono stati distribuiti agli azionisti nel 2016 sotto forma di dividendi. Nel complesso, anche se emerge abbastanza chiaramente la volontà di portare avanti una politica finanziaria piuttosto

**Le ultime operazioni societarie e il loro impatto sulla flessibilità finanziaria del Gruppo**

favorevole agli azionisti, le due operazioni effettuate hanno sicuramente migliorato la flessibilità finanziaria del Gruppo olandese. A questo proposito, l'attuale partecipazione in Telefonica Deutschland è mantenuta proprio come un investimento di natura finanziaria, in relazione ai dividendi che vengono percepiti.

Il management di KPN ha più volte ribadito che intende mantenere un rating Investment Grade (IG) e che, pertanto, eventuali operazioni di M&A (nel caso, si tratterebbe di operazioni di dimensioni limitate) o l'aumento dei dividendi saranno decisi tenendo conto della necessità di potenziare la flessibilità finanziaria (*"KPN remains committed to an investment-grade credit profile and expects to utilize excess cash for operational and financial flexibility, (small) in-country M&A and/or shareholder remuneration"*; KPN, Annual Report 2015).

**Impegno del management sulla valutazione creditizia**

## Strategia

La strategia di KPN si basa su 3 pilastri essenziali: Rafforzamento, Semplificazione e Crescita. Lo scopo è permettere al Gruppo di affrontare al meglio il mercato telecom europeo, che costituisce un contesto operativo sfidante, caratterizzato da un'elevata competizione tra i diversi player, pressione sui prezzi, sfide tecnologiche e cambiamenti regolamentari. Per quanto riguarda i costi, al primo progetto di un risparmio di 450 milioni di euro entro la fine del 2016 si è aggiunto nel marzo dell'anno in corso un nuovo programma per il triennio 2017-2019 che prevede ulteriori recuperi di efficienza, con un risparmio atteso di 300 milioni aggiuntivi da realizzarsi entro la fine dell'esercizio 2019 (per totali 750 milioni di euro). A fronte di ricavi attesi solo in marginale crescita, la leva del controllo dei costi resta essenziale per stabilizzare/migliorare la redditività del business.

**Focus sul controllo dei costi**

## Punti di forza / opportunità – Punti di debolezza / rischi

### Punti di forza

- Posizione di leadership sul mercato telefonico olandese (area *core* del Gruppo), sia nel segmento fisso che nel mobile
- Interesse del management a mantenere una valutazione creditizia in area IG, come evidente dall'emissione di strumenti ibridi e dall'utilizzo degli introiti delle ultime cessioni
- Elevata qualità delle infrastrutture
- Soddisfacente liquidità e miglioramento della flessibilità finanziaria
- Discreti risultati raggiunti nella politica di controllo dei costi

### Punti di debolezza

- Forti pressioni competitive sul mercato telefonico olandese
- Sfide significative nel comparto Business
- Ratio patrimoniali ancora deboli per la categoria di rating assegnato
- Politica finanziaria caratterizzata da un orientamento abbastanza favorevole agli azionisti

## Dati di bilancio

Gli ultimi risultati trimestrali di KPN sono apparsi nel complesso discreti e superiori alle attese di mercato.

Nel terzo trimestre del 2016 i ricavi, al netto delle poste straordinarie (*adjusted*), sono risultati pari a 1,7 miliardi di euro circa (1,7 miliardi di euro attesi), in calo del 3% rispetto allo stesso periodo del 2015. La crescita della base clienti e gli adeguamenti di prezzo nel comparto Consumer sono stati negativamente controbilanciati dalla flessione registrata nel segmento Business.

**I risultati del 3° trimestre: ricavi in calo e...**

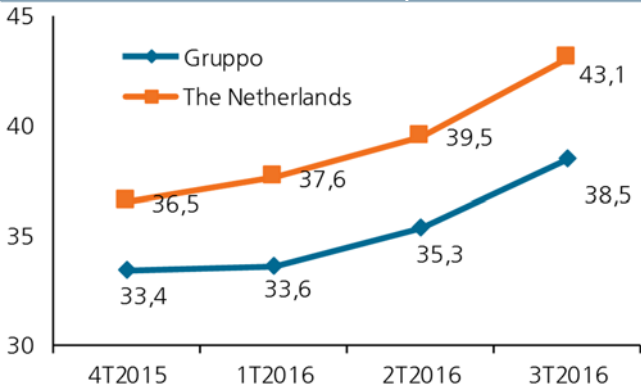
Dati chiave di KPN: 3° trimestre 2016 vs 3° trimestre 2015			
Dati in milioni di euro	3° trim. 2016	3° trim. 2015	Var. %
Fatturato	1.718	1.764	-2,6
Fatturato adjusted	1.711	1.764	-3,0
Spese operative	1.711	1.764	-3,0
EBITDA	665	602	10,5
EBITDA adjusted	662	640	3,4
EBITDA margin (%)	38,7	34,1	4,60
EBITDA margin adjusted (%)	38,7	36,3	2,40
EBIT	292	204	43,1
Utile netto	45	87	-48,3
Attivi totali	14.316	17.780	-19,5
Debito totale	8.000	8.620	-7,2
Debito netto	7.130	7.480	-4,7
Capex	265	305	-13,1
Free Cash Flow operativo	397	335	18,5
Free Cash Flow	146	213	-31,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati KPN

L'EBITDA adjusted (che rappresenta l'EBITDA depurato delle voci non ricorrenti e dei costi di ristrutturazione) è invece cresciuto del 3,4% a 662 milioni di euro, un importo superiore alle stime di consenso (631 milioni di euro, fonte Reuters). L'EBITDA ha beneficiato di un efficace controllo dei costi (messo in atto nell'ambito del "Simplification Program") e della riduzione del personale. In relazione alla dinamica dell'EBITDA margin è da evidenziare, oltre al trend di progressivo miglioramento messo a segno negli ultimi trimestri, l'ampio divario tra il margine consolidato del Gruppo e l'area *core*, The Netherlands. Da un'analisi ancora più dettagliata emerge, inoltre, che a trainare l'andamento positivo dei margini è l'area Consumer (46% del fatturato nei primi 9 mesi del 2016), mentre nel segmento Business (34%, sempre nei primi 9 mesi del 2016) il Gruppo telefonico riscontra maggiori difficoltà.

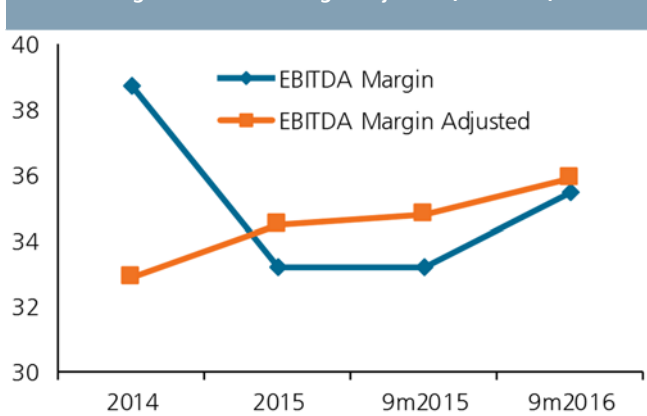
**...margin in crescita, grazie all'apporto dell'area Consumer**

EBITDA margin: i dati consolidati e della BU olandese a confronto (dinamica trimestrale, dati espressi in %)



Fonte: Elaborazioni Bloomberg su dati KPN

EBITDA margin ed EBITDA margin adjusted (dati in %)



Fonte: KPN

L'EBIT è cresciuto del 43% circa a 292 milioni, grazie all'incremento dell'EBITDA e alla flessione degli ammortamenti, mentre l'utile netto (45 milioni di euro) è risultato in forte discesa a causa, tra l'altro, dei costi legati ad operazioni finanziarie di ottimizzazione della struttura del debito, che dovrebbero portare a minori spese future per interessi: KPN ha provveduto infatti a riacquistare 1 miliardo di titoli con scadenza compresa tra il 2017 ed il 2024. Depurato di tali costi straordinari, l'utile netto sarebbe risultato pari a 165 milioni di euro, con un forte incremento sia rispetto al trimestre precedente, che allo stesso periodo del 2015.

**Cresce anche l'EBIT, mentre l'utile netto risente di alcuni costi straordinari**

Dopo un periodo di elevati investimenti in conto capitale legati al potenziamento del proprio network, nel terzo trimestre dell'esercizio le capex sono diminuite del 13% circa t/t (-5,3% nei 9 mesi), consentendo una crescita del Free Cash Flow operativo (+19% circa a 397 milioni di euro). La generazione di cassa, al netto delle capex, del capitale circolante e della distribuzione dei dividendi (Free Cash Flow, FCF), è risultata pari a 146 milioni di euro, dai 213 milioni dello stesso periodo del 2015. Il FCF ha risentito della dinamica del circolante.

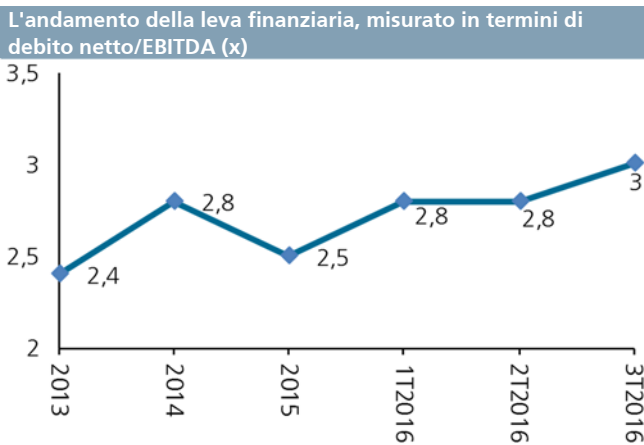
**Capex in calo, il FCF appesantito dalla dinamica del circolante**

In termini di *leverage* il trimestre si chiude con un rapporto debito netto/EBITDA pari a 3 volte.

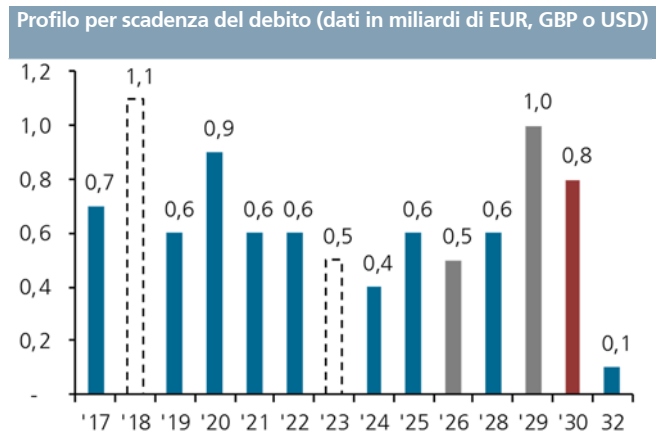
**Leverage abbastanza stabile**

Con riferimento alla struttura del debito, è interessante notare che lo stock in essere è interamente a tasso fisso e comprende bond in euro per il 68% e in altre valute (dollaro e GBP) per l'8%; vede inoltre una percentuale rilevante, pari al 22%, di bond perpetui, con caratteristiche a metà strada tra titoli a tasso fisso e azioni. Il profilo per scadenza del debito è piuttosto omogeneo, con alcuni anni in cui gli esborsi non sono certi ma solo stimati in base alle possibili date di rimborso a 100 dei titoli perpetui emessi.

**La struttura del debito**



Fonte: KPN



Note: in blu gli importi in euro, in grigio quelli in GBP, in rosso quelli in dollari. Le colonne tratteggiate fanno riferimento alle prime date possibili di "call" (rimborso a 100) degli ibridi in circolazione. In ascissa gli anni cui le scadenze si riferiscono.

Fonte: KPN, Relazione terzo trimestre 2016

Dopo la diffusione dei dati del terzo trimestre, il management ha confermato il proprio outlook per il 2016 che prevede: 1) EBITDA adjusted in linea con il 2015 (1.822 milioni nei primi 9 mesi del 2016, -0,8% rispetto allo stesso periodo del 2015); 2) Capex in area 1,2 miliardi di euro (895 milioni di euro nei primi 9 mesi dell'anno); Free Cash Flow superiore a 650 milioni di euro, esclusi i dividendi di Telefonica Deutschland (360 milioni nei primi 9 mesi del 2016). Nel complesso, i numeri *year-to-date* evidenziano che il Gruppo è in linea con i target appena riconfermati e fissati ad inizio dell'esercizio.

### Outlook 2016 riconfermato dopo la trimestrale

I commenti del CEO, a margine della diffusione della trimestrale, hanno sottolineato la buona performance dell'azienda nel segmento Consumer e le sfide che ancora restano nell'area Business, legate sia alla migrazione della clientela dai servizi tradizionali verso pacchetti integrati che alla pressione sui prezzi nel comparto mobile.

## Rating

Come si può vedere dalla tabella riassuntiva, le agenzie sono piuttosto allineate nel valutare KPN in area tripla B, con outlook stabile. La forte posizione competitiva sul mercato olandese, sia nel comparto fisso che nel mobile, è considerata un fattore chiave nella valutazione del Gruppo, malgrado l'esistenza di forti pressioni competitive e la presenza di alcune criticità, soprattutto nel segmento Business. L'impegno più volte ribadito dal management al mantenimento di un rating IG è un altro elemento importante nell'assegnazione della valutazione creditizia e dell'outlook. D'altra parte, il gruppo telefonico presenta una leva finanziaria piuttosto aggressiva ed una flessibilità finanziaria limitata, anche se le ultime cessioni effettuate e l'emissione di strumenti ibridi ne hanno migliorato il quadro finanziario.

### Valutazione creditizia in area BBB da parte di tutte le principali agenzie

### I fattori chiave di supporto

S&P's, in un'analisi abbastanza recente (22 aprile 2016), valuta come soddisfacente il *Business Risk*, mentre quantifica come "significant" il rischio finanziario (*Financial Risk*), valutato in termini di flussi di cassa ed indebitamento.

### S&P: rischio finanziario "significant"

#### KPN: i rating delle agenzie a confronto

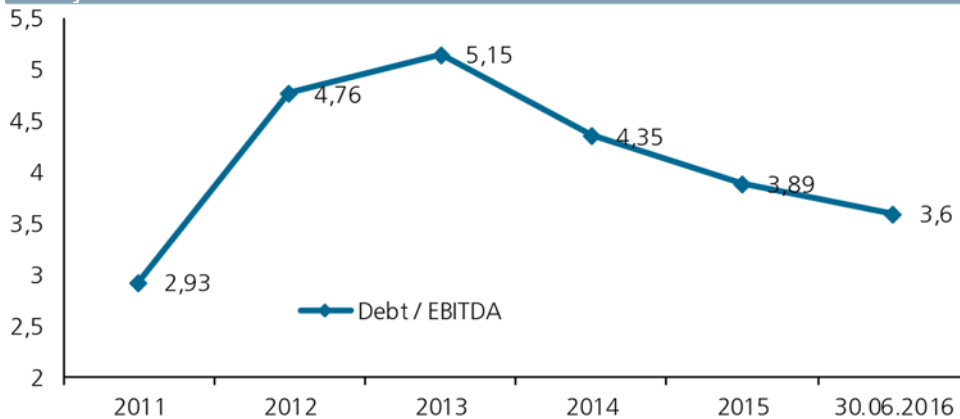
	Moody's	S&P	Fitch
Rating a lungo termine	Baa3	BBB-	BBB
Outlook	Stabile	Stabile	Stabile
Ultima variazione	17.11.2015	21.10.2015	08.06.2016

Fonte: KPN

Moody's sottolinea come il rapporto debito/EBITDA sia troppo elevato rispetto a quanto previsto dall'agenzia per la classe di rating Baa3. Secondo le stime di Moody's, aggiornate al 30 giugno 2016, il rapporto tra debito ed EBITDA è attualmente in area 3,6x, mentre l'intervallo considerato fisiologico è compreso tra 2,5x e 3,2x. L'agenzia ritiene però che temporanee deviazioni possano essere accettabili, tenendo conto degli altri fattori positivi indicati in apertura di questo paragrafo.

**Moody's: focus sull'andamento del *leverage***

Moody's: la dinamica della leva finanziaria di KPN\*



Nota: (\*) Il debito calcolato secondo la metodologia di Moody's non coincide con quello riportato dalla società a causa di alcuni aggiustamenti effettuati dall'agenzia. Fonte: Moody's

L'agenzia con la valutazione più elevata è Fitch che, nel giugno del 2016, ha modificato il rating a lungo termine di KPN da BBB- a BBB, con outlook stabile. Alla base dell'aumento del rating Fitch indica l'ulteriore miglioramento nel posizionamento competitivo sul mercato domestico, quale effetto degli investimenti effettuati nel network e dell'offerta dei prodotti a pacchetto. Di riflesso, Fitch ritiene che KPN sarà in grado di confermare nei prossimi trimestri la stabilizzazione dell'EBITDA. Inoltre la stabilità dei margini, coniugata con la fisiologica riduzione delle capex, potrebbe favorire un marginale miglioramento della leva finanziaria.

**Fitch: recente upgrade da BBB- a BBB**

## Credit View: Neutrale

Per quanto riguarda le prospettive del settore, l'agenzia di rating Moody's, in un recentissimo rapporto ("*Revenue growth supported by price increases sustain EMEA telecoms' stable outlook into 2017*", 26 ottobre 2016) stima che nei prossimi 12-18 mesi il settore delle telecom potrà vedere una crescita del volume d'affari dell'1%-2%. A fronte di ricavi in marginale crescita e di politiche di controllo dei costi sempre in essere, la marginalità media settoriale dovrebbe restare abbastanza elevata e forse anche migliorare, con un EBITDA margin atteso in area 36%, dal 35%. La spesa per investimenti resterà elevata, riducendo i cash flow disponibili. La Commissione Europea sta ridisegnando le regole nel mercato delle telecomunicazioni, per aumentare la competitività del settore e incoraggiare gli investimenti nei network ad alta capacità di connessione: ciò rappresenta, secondo Moody's, un "credit positive" di lungo periodo per tutti gli operatori europei. Le nuove regole, che ancora debbono superare il vaglio del Parlamento Europeo e del Consiglio, prevedono, in estrema sintesi, una serie di misure per favorire l'accesso alla connessione ultra-veloce sia a livello di scuole, università e Amministrazioni Pubbliche che di abitazioni private. Come si anticipava, il nuovo sistema dovrebbe favorire gli investimenti: un quadro regolatorio stabile che riduca al minimo le differenze tra i diversi Paesi UE rappresenta per gli operatori del settore un impulso importante ad investire, grazie ad una maggiore certezza sui possibili ritorni di lungo periodo. Il nuovo European Electronic Communications Code prevede ad esempio licenze di lunga durata, assieme a requisiti più rigorosi per l'uso dello spettro radio in modo efficace ed efficiente.

**Prospettive stabili per il settore telecom europeo**

**In tale contesto operativo assegniamo all'emittente una credit View Neutrale.**

Riteniamo che il profilo dell'emittente possa infatti risultare nei prossimi 12 mesi stabile e che le valutazioni delle agenzie resteranno in area BBB. I principali punti di forza del Gruppo - tra cui il buon posizionamento competitivo nel segmento Consumer del mercato domestico, coniugato con i risultati raggiunti nella politica di controllo dei costi - riusciranno a controbilanciare le forti pressioni competitive ed il profilo di *leverage* piuttosto aggressivo per la classe di rating assegnata. A supporto della nostra tesi vi sono (oltre agli outlook stabili assegnati dalle principali agenzie) anche l'orientamento del management che va nella direzione di conservare un rating IG ma, nello stesso tempo, di mantenere una politica dei dividendi abbastanza favorevole agli azionisti. In una recentissima presentazione è stata esplicitata l'intenzione di potenziare il ritorno agli azionisti, distribuendo gran parte del Free Cash Flow disponibile.

**Credit View Neutrale alla luce del buon posizionamento competitivo e della volontà di conservare un rating IG, controbilanciati da *leverage* elevato e da politiche finanziarie attente gli azionisti**



## Legenda

Relazione prezzo-rendimento	Il prezzo di un'obbligazione è in relazione inversa al rendimento a scadenza della stessa.
Asset Swap Spread (ASW)	Si ottiene dalla differenza tra il rendimento effettivo a scadenza di un titolo corporate/emergente e il tasso fisso di un contratto swap di pari durata. In caso di allargamento degli ASW gli investitori, percependo una situazione di maggiore rischio (a livello di singolo emittente/paese), richiedono un rendimento (o premio al rischio) più elevato sui titoli corporate/emergenti.
Rating	Valutazione sintetica attribuita ad emittenti di obbligazioni da parte di agenzie specializzate che determinano il grado di solidità finanziaria ed affidabilità della società/paese emittente. In funzione della capacità di ripagare il debito, le agenzie di rating classificano le società/paesi in investment grade e in speculative grade (società/paesi che presentano un rischio di insolvenza da medio ad elevato).
Outlook	Giudizio sulle prospettive future di un emittente (Positivo, Stabile, Negativo).
Covered Bond	Obbligazioni bancarie la cui restituzione di capitale ed interessi è garantita da una porzione dell'attivo patrimoniale della banca segregato la cui entità e i cui flussi di cassa sono destinati esclusivamente al soddisfacimento di tale obbligazione
Funding	Con il termine funding si fa riferimento al processo di approvvigionamento dei capitali da parte di una banca o di un'azienda industriale.
Margine di intermediazione	Il margine di intermediazione rappresenta i ricavi netti di un intermediario finanziario, come somma del margine di interesse lordo e del margine finanziario e di servizi.
Margine di interesse lordo	Il margine di interesse è la fondamentale componente di reddito di una banca derivante dalla sua tradizionale attività di intermediazione (raccolta prestiti e titoli).
Credit Watch	Indica una prossima revisione del rating in senso positivo (Positive Credit Watch) o negativo (Negative Credit Watch) da parte di un'agenzia di rating.
Credit Default Swap (CDS)	I CDS sono contratti che consentono di "assicurarsi" contro il rischio di insolvenza di un emittente (corporate o sovrano) attraverso il pagamento di un premio periodico.
Indici Itraxx	Gli indici Itraxx sono indici europei di CDS e rappresentano il prezzo medio delle coperture da un possibile default di un basket di emittenti obbligazionari. I principali indici sono: l'indice Europe (125 nomi Investment Grade), HiVol (30 nomi non finanziari) e Crossover (50 nomi non finanziari aventi rating sub-investment grade).
Tier 1 Capital	Con Tier 1 Capital (o Core capital) si intende la componente primaria del capitale di una banca composta principalmente da capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti. Il Tier 1 Capital Ratio è il rapporto tra il Tier 1 Capital e le attività ponderate per il rischio.
Frequent Issuer	Emittente regolare sul mercato dei capitali.
ABS	Acronimo per Asset Backed Securities. Si tratta di titoli obbligazionari derivati in cui il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale sono garantiti da un flusso di cassa generato da un portafoglio di attività finanziarie.
RMBS	Acronimo per Residential Mortgage Backed Securities. Si tratta di cartolarizzazioni garantite da mutui ipotecari residenziali.
CDO	Acronimo per Collateralized Debt Obligation. Si tratta di un'obbligazione derivante dall'aggregazione di diverse attività soggette a rischio di credito.
CLO	Acronimo per Collateralized Loan Obligation. Si tratta di un'obbligazione analoga ai CDO il cui portafoglio è costituito da prestiti.
Subprime	I subprime sono mutui erogati a clienti definiti ad alto rischio. Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime).

I rating delle agenzie a confronto		
	S&P e Fitch	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
	Speculative grade (o high yield)	BB+
BB		Ba2
BB-		Ba3
B+		B1
B		B2
B-		B3
CCC+		Caa1
CCC		Caa2
CCC-		Caa3
CC		Ca
C		C
D		D

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da siti agenzie

## 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 persone ad essi strettamente legate 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.

Con il presente documento Intesa Sanpaolo dà avvio, nell'ambito della produzione di report rivolti alla clientela retail, alla copertura delle informazioni relative a KPN. Intesa Sanpaolo intende assicurare la copertura dell'emittente in occasione della pubblicazione dei risultati societari o di altro evento significativo che possa influenzarne la valutazione. Intesa Sanpaolo ha pubblicato nel passato ricerca retail su KPN su base regolare, utilizzando una metodologia che non prevedeva l'emissione di giudizi. L'ultimo approfondimento condotto sulla base di tale precedente metodologia è contenuto nel Focus – Aggiornamento emittenti del 30.11.2015.

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.intesasampaolo.com](http://www.intesasampaolo.com)) nella sezione Risparmio-Mercati.

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasampaolo.com/scripts/lir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasampaolo.com/scripts/lir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note metodologiche

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

### Metodologia

L'analisi degli emittenti della presente pubblicazione si basa sui rating delle principali agenzie (Fitch, Moody's e Standard&Poor's), sui dati ufficiali pubblicati dalla Società nelle proprie relazioni periodiche (trimestrali, semestrali ed annuali), sulle notizie disponibili attraverso le fonti di stampa e gli strumenti informativi (Bloomberg e Reuters), sulle previsioni macroeconomiche realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e sulla valutazione delle prospettive del merito di credito degli emittenti, anche sulla base delle informazioni estrapolabili dalle quotazioni di mercato dei titoli (dinamica del rendimento e del premio al rischio misurato come Asset Swap Spread) e dal costo della protezione dal rischio di insolvenza (CDS sull'emittente).

### Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base dei report pubblicati periodicamente dalle agenzie sui singoli emittenti o sui settori, delle notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunte dal provider FactSet (JCF) e rielaborate e commentate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

## Definizioni delle raccomandazioni sull'emittente

La ricerca *retail* credito presenta dei giudizi la cui interpretazione sintetica è riportata nella tabella seguente. L'attribuzione del giudizio si basa sull'analisi fondamentale elaborata a partire dai dati di bilancio e dai dati ufficiali (presentazioni, comunicati stampa) dell'emittente.

Raccomandazioni emittente	
Giudizio	Interpretazione
Positiva	Miglioramento dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Moderatamente Positiva	Moderato miglioramento dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Neutrale	Andamento sostanzialmente stabile dei fondamentali in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Moderatamente Negativa	Moderato peggioramento dei fondamentali o scarsa visibilità in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Negativa	Peggioramento dei fondamentali o scarsa visibilità in un orizzonte temporale di 12 mesi.
Sospesa	La credit view sull'emittente è stata sospesa poichè sulla base dei dati fondamentali non ci sono elementi sufficienti per determinare una view. La credit view precedente, se espressa, non è più valida.
Non assegnata	L'emittente è o potrebbe essere oggetto di copertura da parte della Direzione Studi e Ricerche ma non viene assegnata una credit view, o volontariamente o in applicazione delle normative e/o politiche aziendali previste (ad esempio, nel caso in cui il Gruppo Intesa Sanpaolo svolga il ruolo di Advisor in una fusione o transazione strategica o di Lead Manager o Bookrunner in un'operazione di cui l'emittente è oggetto).

Nel caso di eventi di rilievo, potenzialmente in grado di determinare una modifica della credit view, viene segnalato che la stessa è in revisione. Tale aggiornamento non implica necessariamente una modifica della credit view.

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
KONINKLIJKE KPN NV	Neutrale	16.11.2016

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2016)						
Numero di società coperte: 14	POSITIVO	MODERATAMENTE		NEUTRALE	MODERATAMENTE	
		POSITIVO	NEGATIVO		NEGATIVO	NEGATIVO
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Clients Intesa Sanpaolo *	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Nota: \* Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

## 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/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/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 separazione 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 [www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

## 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 sulla Società citata 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 strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli della Società citata nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nella Società citata nel documento.
3. L'analista citato 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 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 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 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:** Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi