

Nordea Bank (S&P: AA-/n; Moody's: Aa3/s; Fitch: AA-/s)

Risultati trimestrali discreti, la diversificazione attenua l'impatto dei tassi negativi

Nordea è uno dei maggiori gruppi finanziari della regione nordica. Nordea Bank, la capogruppo, ha una capitalizzazione di mercato pari a circa 46 miliardi di euro e si colloca tra le 10 più importanti banche europee. Nordea svolge attività di banca commerciale, di banca d'investimento e di gestione patrimoniale.

Il Gruppo può contare su posizioni di leadership, oltre che sul mercato domestico svedese, in molti Paesi del Nord-Europa; ha inoltre un discreto network nell'area baltica e un'operatività, sia pure modesta, anche in Russia (3% e 1%, rispettivamente, del portafoglio prestiti).

Il 2016 si è chiuso per il Gruppo Nordea con un margine di interesse in calo del 5% circa a/a, ma l'andamento della componente commissionale ha parzialmente controbilanciato l'effetto sfavorevole dei tassi di interesse negativi. La qualità del credito appare in fase di stabilizzazione, ma restano forti differenze tra le varie aree geografiche e di business. Il rischio di credito appare ancora elevato nel settore "Oil & Offshore".

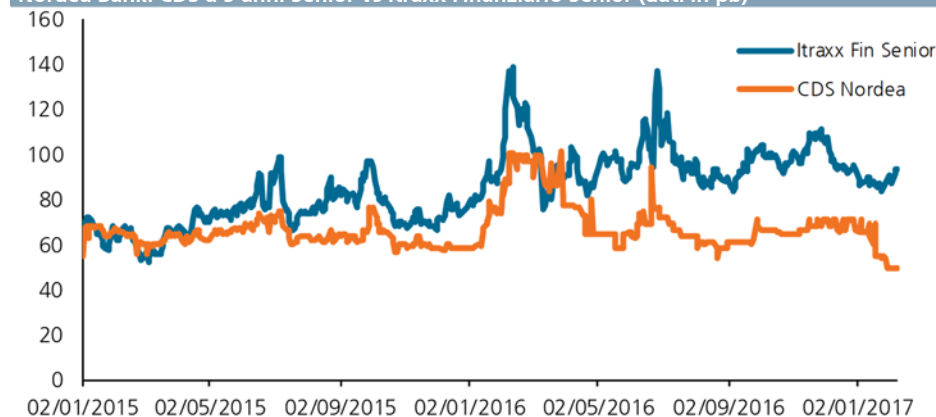
Nordea presenta ratio patrimoniali elevati (CET1 ratio al 18,4% al 31.12.2016) ed una liquidità soddisfacente. Il *funding* è gestito con attenzione, ma il Gruppo nel suo complesso rimane fortemente dipendente dal mercato dei capitali per il finanziamento del proprio debito.

Nordea Bank ha una valutazione creditizia elevata (in area doppia A) da parte delle principali agenzie di rating che ne sottolineano il solido posizionamento competitivo, la redditività stabile (anche se non molto elevata) e la buona qualità degli attivi, nonostante alcune criticità collegate all'esposizione verso segmenti molto ciclici.

In attesa dei risultati del primo trimestre 2017 (che verranno comunicati al mercato il 27 aprile 2017) assegniamo all'emittente una view di credito Neutrale. Fondamentali solidi, modello di business equilibrato e buon posizionamento competitivo sono i principali punti di forza, mentre la redditività modesta, la dipendenza dal mercato dei capitali ed il rischio di esecuzione del piano di razionalizzazione rappresentano, a nostro giudizio, le principali criticità.

Il CDS a 5 anni Senior di Nordea Bank ha registrato da inizio anno un'ulteriore flessione e si trova attestato su livelli assoluti (50pb circa, verso 90pb dell'Itraxx Finanziario Senior) che testimoniano la bassa rischiosità percepita sul mercato per questo emittente.

Nordea Bank: CDS a 5 anni Senior vs Itraxx Finanziario Senior (dati in pb)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg aggiornati al 09.02.2017

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 09.02.2017.

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

9 febbraio 2017

16:10 CET

Data e ora di produzione

9 febbraio 2017

16:20 CET

Data e ora di prima diffusione

Obbligazioni

Inizio copertura

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Serena Marchesi
Analista Finanziario

Profilo societario

Descrizione attività

Con oltre 11 milioni di clienti, attivi totali per 616 miliardi di euro ed una massa gestita di oltre 320 miliardi di euro (dati societari al 31 dicembre 2016), Nordea è uno dei maggiori gruppi finanziari della regione nordica. Il Gruppo è stato costituito nel 2000 ma le sue origini risalgono a banche e compagnie assicurative scandinave già presenti nel diciannovesimo secolo. Nordea Bank AB, la capogruppo, ha una capitalizzazione di mercato pari a 45,9 miliardi di euro circa (fonte Bloomberg, dati aggiornati all'8 febbraio 2017) e si colloca tra le 10 più importanti banche europee. Il titolo azionario è quotato sulle borse di Stoccolma, Helsinki e Copenhagen ed ha un peso del 3,8% all'interno del settore bancario dello Stoxx600.

Struttura e numeri del Gruppo, Nordea Bank la *parent company* svedese quotata

Nordea svolge attività di banca commerciale per privati e aziende (attraverso le Business Unit "Personal Banking" e "Commercial & Business Banking"), di banca d'investimento ("Wholesale Banking") e di gestione patrimoni e distribuzione di prodotti assicurativi ("Wealth Management"). L'attività bancaria tradizionale di banca commerciale ha generato nell'esercizio appena chiuso circa il 40% dell'utile operativo consolidato (*operating profit*), in leggero calo dal 42% del 2015, mentre l'attività di Wealth Management ha accresciuto dal 24% al 26% la propria contribuzione. Gli attivi in gestione (Asset under Management, AuM) sono aumentati del 12% circa; la crescita delle masse gestite e l'incremento dei servizi di private banking hanno guidato la dinamica favorevole della componente commissionale.

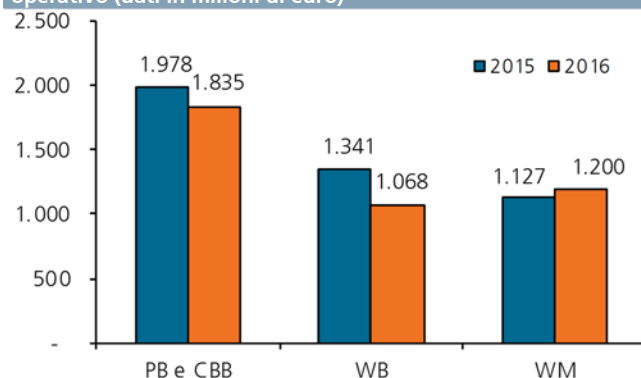
Le principali aree di attività

Il Gruppo può contare su posizioni di leadership, oltre che sul mercato domestico svedese, in molti Paesi del Nord-Europa (Finlandia, Danimarca, Norvegia). Nordea ha inoltre un discreto network nell'area baltica: l'esposizione in questa regione rappresenta tuttavia approssimativamente solo il 3% del portafoglio prestiti del Gruppo (dati aggiornati al dicembre 2016; fonte Nordea). Il Gruppo ha infine un'operatività, sia pure modesta, anche in Russia (1% del *loan book*).

Diversificazione geografica e composizione del portafoglio prestiti

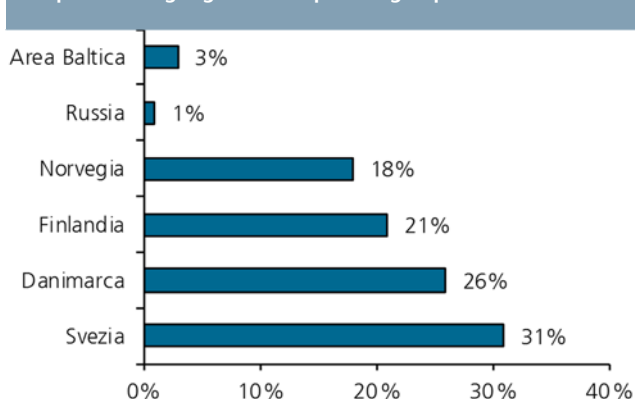
Nordea può essere considerato uno dei gruppi finanziari nordici a più elevata diversificazione: il portafoglio prestiti (309 miliardi di euro al 31 dicembre 2016) è, infatti, omogeneamente suddiviso tra famiglie e imprese (51% e 49%, rispettivamente). Dal punto di vista geografico l'area nordica assorbe il 96% del portafoglio, con un'incidenza piuttosto equilibrata dei singoli Paesi, anche se la reale diversificazione geografica è in parte annullata dal fatto che l'andamento delle economie nordiche risulta abbastanza correlato.

La contribuzione delle diverse aree di business al profitto operativo (dati in milioni di euro)



Note: PB= Personal Banking"; CBB=Commercial & Business Banking; WB=Wholesale Banking; WM=Wealth Management. Fonte: Nordea, Relazione 4° trimestre 2016

La ripartizione geografica del portafoglio prestiti



Fonte: Nordea, Relazione 4° trimestre 2016

Sviluppi recenti e strategia

Ad inizio gennaio 2017 Nordea Bank AB ha concretizzato la propria fusione con le controllate in Danimarca (Nordea Bank Danmark), Finlandia (Nordea Bank Finland Plc) e Norvegia (Nordea Bank Norge ASA), Paesi ove continuerà comunque ad operare attraverso proprie filiali. L'operazione appare chiaramente volta a semplificare la struttura legale del Gruppo, a controllare i costi e ad ottenere maggiore flessibilità nella gestione del capitale e della liquidità. In questo senso l'operazione è da vedersi positivamente in quanto destinata a creare, almeno nel medio termine, sinergie e risparmi, in una fase in cui i bassi tassi di interesse e la crescita economica non brillante rendono difficile per le banche europee e per Nordea stessa raggiungere e mantenere buoni livelli di redditività.

Inizio 2017: semplificazione della struttura societaria

Il CEO della Banca, commentando i risultati del 2016, ha ribadito che la strategia va nella direzione di far leva sulla solidità del bilancio e del modello di business per effettuare investimenti di natura tecnologica, con la creazione di una piattaforma interamente digitale che renda Nordea sempre più competitiva.

Punti di forza / opportunità – Punti di debolezza / rischi

Punti di forza

- Solida posizione di mercato nella regione Nordica, sia nel segmento retail che corporate
- Redditività stabile
- Adeguato livello di capitalizzazione in relazione al profilo di rischio della banca

Punti di debolezza

- Redditività modesta rispetto ai principali concorrenti (*peers*)
- Eccessiva concentrazione del portafoglio prestiti su singoli nomi
- Elevata dipendenza dal mercato per il *funding*: ciò rappresenta un elemento di debolezza, anche se l'agevole accesso al mercato dei capitali e la soddisfacente liquidità compensano tale fattore di "vulnerabilità".

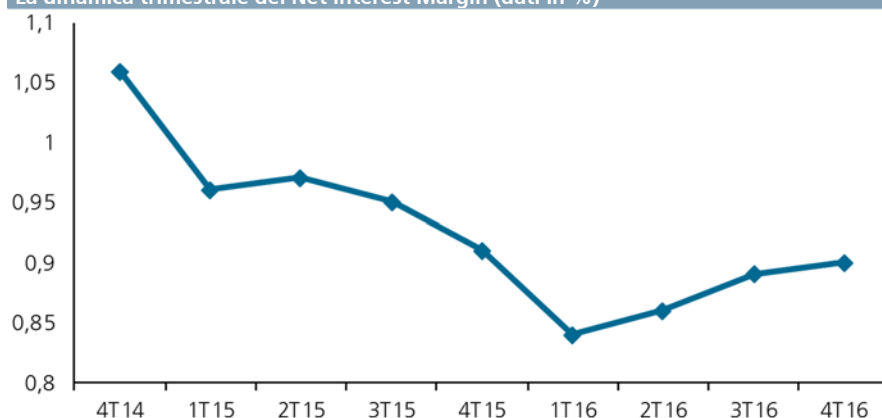
Dati di bilancio

In un contesto ancora caratterizzato da una crescita globale bassa, il 2016 si è chiuso per il Gruppo Nordea con un margine di interesse in calo del 5% circa a/a, escludendo le componenti di natura non ricorrente. L'andamento delle commissioni e di altre fonti di reddito ha parzialmente controbilanciato l'effetto sfavorevole dei tassi di interesse negativi che, nel recente passato, hanno messo sotto severa pressione i margini. E' importante segnalare che il margine di interesse (NIM, acronimo per *Net Interest Margin*) costituisce per Nordea circa il 50% delle entrate totali: in questo senso, la banca svedese risulta particolarmente vulnerabile alla dinamica dei tassi.

In calo il NIM a/a, ma la dinamica è in miglioramento negli ultimi quattro trimestri

L'andamento del NIM negli ultimi trimestri (0,84, 0,86, 0,89 e 0,90, cfr. grafico), coniugato con la dinamica della componente commissionale, offre degli spunti incoraggianti.

La dinamica trimestrale del Net Interest Margin (dati in %)



Fonte: Nordea, Debt Investor Presentation, Q4 2016

Le perdite su crediti sono risultate in netto calo nell'ultimo trimestre del 2016 mentre, con riferimento all'intero esercizio, si è registrato un aumento nell'ordine del 5% a 502 milioni di euro.

Dati chiave di Nordea: 4° trim. 2016 vs 4° trim. 2015 e 2016 vs 2015 (var. %)

Mln Euro	4 trim. 2016	4 trim. 2015	Var. %	2016	2015	Var. %
Margine di interesse	1.209	1.203	0,5	4.727	4.963	-4,8
Componente commissionale	867	821	5,6	3.238	3.230	0,0
Margine di intermediazione (Total Operating Income)*	2.588	2.469	4,8	9.754	9.964	-2,1
Utile operativo lordo (Profit before loan losses)	1.377	1.169	17,8	5.127	5.183	-1,1
Perdite su crediti	-129	-142	-9,2	-502	-479	4,8
Utile operativo netto (Operating Profit)*	1.140	1.114	2,3	4.366	4.791	-8,9
Utile netto (Net Profit)	1.100	848	29,7	3.766	3.662	2,8
Attivi totali (dati in EUR mld)	615,7	646,9	-4,8	615,7	646,9	-4,8
Attivi in gestione (AuM, EUR mld)	322,7	288,2	12,0	322,7	288,2	12,0
ROE (in %)*	12,9	11,6	+130pb	11,5	12,3	-80pb
Cost/income ratio	51,0	49,0	+200pb	48,0	49,0	-100pb
Core Tier 1 Capital Ratio (in %)	18,4	16,5	+190pb	18,4	16,5	+190pb

Nota: Le grandezze contrassegnate da * sono considerate al netto delle componenti straordinarie non ricorrenti; Fonte: Nordea, Relazione 4° trimestre 2016

Su base annuale, la qualità del credito ha sostanzialmente confermato la fase di stabilizzazione dell'ultimo triennio, dopo il miglioramento del 2012-2013. Il costo del rischio di credito annualizzato (*loan loss ratio*) è stato nel 2016 di 15pb (14pb nel 2015, 15pb nel 2014, 21pb del 2013 e 26pb del 2012). Di fatto, il costo medio del rischio di credito continua ad essere estremamente differenziato: è molto basso in Svezia, Norvegia e Finlandia, mentre presenta maggiori criticità in Russia e nell'area baltica e, soprattutto, nel settore "Shipping, Offshore & Oil

Qualità del credito in fase di stabilizzazione, restano ancora forti differenze tra le varie aree

Services" (3% del *credit portfolio*) che riguarda l'attività di finanziamento al trasporto marittimo, all'estrazione di petrolio off-shore e ai servizi a esso collegati.

In tale settore il livello del rischio credito è rimasto molto elevato (90% delle perdite su crediti del quarto trimestre sono attribuibili ad esposizioni nel settore "Oil e Offshore") e, soprattutto, non è atteso migliorare nel breve termine, secondo le valutazioni del management della Banca contenute nell'ultima trimestrale.

Rischio credito ancora elevato nel settore Oil & Offshore

Costo del rischio di credito per area geografica e di business					
dati espressi in punti base	4T2016	3T2016	2T2016	1T2016	4T2015
Loan loss ratio, annualizzato	16	16	15	13	17
Loan loss ratio, Svezia	3	0	3	3	4
Loan loss ratio, Paesi Baltici	10	5	54	35	54
Loan loss ratio, Russia	90	30	120	29	13
Loan loss ratio, Shipping, Offshore & Oil Services	163	200	80	50	26
Provisioning ratio (%)	44	44	42	43	45

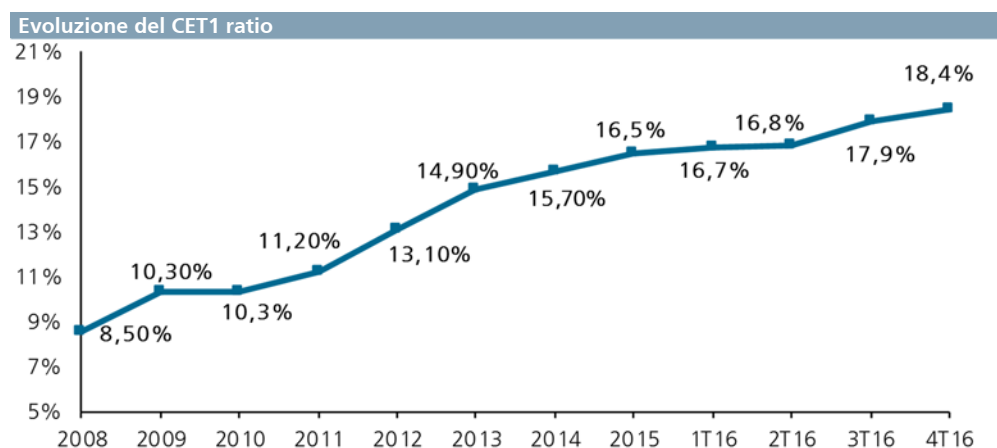
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Nordea aggiornati alla chiusura dell'esercizio 2016

Sul fronte della gestione dei costi, l'esercizio 2016 non è stato particolarmente brillante ed ha evidenziato un aumento del 5% a/a; escludendo però alcune voci legate a progetti specifici, l'aumento risulta più contenuto in area 2%.

Costi appesantiti da progetti speciali

Sotto il profilo patrimoniale, la Banca presenta un Common Equity Tier 1 (CET1) ratio elevato, pari al 18,4% (calcolato secondo i criteri fissati da Basilea 3), segnalando che l'Istituto può contare su un'elevata solidità. Oltre ai livelli assoluti elevati, appare importante segnalare che il Gruppo ha registrato negli ultimi otto anni un trend di costante rafforzamento dei propri indici patrimoniali. Il CEO ha dichiarato che l'attuale livello del CET 1 sarà mantenuto nel 2017. Nordea può inoltre contare su di una liquidità soddisfacente: al 31 dicembre 2016 il buffer di liquidità del Gruppo, che include titoli altamente liquidi e stanziabili in Banca centrale, ammontava a 69 miliardi di euro. Il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), volto ad assicurare che le banche dispongano di risorse sufficienti a superare situazioni di grave tensione di liquidità di durata limitata, ha chiuso il 2016 al 159%. Tale coefficiente evidenzia come la Banca sia in grado di affrontare in totale tranquillità eventuali situazioni di stress finanziario.

Ratio patrimoniali elevati e liquidità ampia



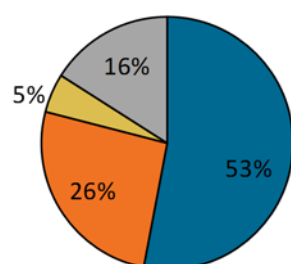
Fonte: Nordea, Relazione 4° trimestre 2016

Il *funding* viene gestito in maniera prudente, con l'obiettivo di concentrarsi sulle scadenze medio-lunghe (82% circa del debito in essere; dati forniti da Nordea alla fine del quarto trimestre 2016) diversificando strumenti e valute di emissione. Secondo le stime di Bloomberg, aggiornate ad inizio febbraio del 2017, il debito in essere ha una scadenza media ponderata di 5 anni e 9 mesi. Nordea può contare su di un agevole accesso al mercato dei capitali: nel 2016 il

Le politiche di *funding*

Gruppo ha emesso bond *benchmark* in euro, dollari e sterline. Come si può vedere dal grafico alla pagina seguente, che riporta la composizione del *funding* per tipologia di strumento, i *covered bond* rappresentano oltre il 50% del debito totale.

Composizione del debito per tipologia di strumento



■ Covered bond ■ Debito senior ■ Debito subordinato ■ Debito a breve termine

Fonte: Nordea, Debt Investor Presentation, Q4 2016

Nordea Bank è un emittente molto attivo di *covered bond* in tutti i mercati nordici. Se poi si considera il debito emesso in corone danesi (DKK), svedesi (SEK) o norvegesi (NOK) - che ammonta nel suo complesso a oltre 100 miliardi di euro di controvalore - l'incidenza dei *covered bond* diviene assolutamente preponderante, con percentuali comprese tra l'84% (per il mercato in NOK) e il 98% per gli strumenti denominati in DKK. I mercati nordici hanno rappresentato una base stabile nei periodi più critici della crisi finanziaria. La Banca è presente sui mercati internazionali con una gestione del debito attenta in termini di diversificazione geografica e valutaria (con bond in euro e dollari ma anche per importi molto più ridotti in sterline, franchi svizzeri e yen).

Covered bond

La percentuale di attivi vincolati a protezione dei *covered bond* è rimasta abbastanza stabile nel tempo, oscillando nell'ultimo triennio tra il 24% ed il 29% circa; al 31 dicembre 2016 il coefficiente di attività segregate (*asset encumbrance ratio*) ammontava al 27%. Le attività non vincolate (*unencumbered asset*) risultano pari al 392% del debito senior *unsecured* (non garantito).

Rating

Come si può vedere dalla tabella riportata alla pagina seguente, Nordea Bank ha una valutazione creditizia elevata (in area doppia A) da parte delle principali agenzie di rating. E' importante segnalare che il rating assegnato dalle agenzie a Nordea Bank è basato su di un'analisi effettuata sui numeri consolidati del Gruppo nel suo complesso. Ad inizio gennaio, a seguito della fusione delle controllate Nordea Bank Danmark, Nordea Bank Finland e Nordea Bank Norge nella *parent company* Nordea Bank, queste tre banche hanno cessato di esistere come entità legali autonome e, di conseguenza, le agenzie hanno ritirato i rating assegnati.

Rating elevato in area AA

Tutte e tre le agenzie evidenziano che Nordea Bank può contare su un solido posizionamento competitivo e su una redditività stabile, anche se non molto elevata. La qualità degli attivi è buona nonostante alcune criticità collegate all'esposizione verso segmenti molto ciclici. Il Gruppo è fortemente dipendente dal mercato per il *funding* e ciò rappresenta un elemento di debolezza, anche se l'agevole accesso sul mercato dei capitali e la soddisfacente flessibilità finanziaria compensano tale fattore di "vulnerabilità".

I fattori di supporto e le considerazioni delle diverse agenzie

Più in dettaglio, Moody's sottolinea come Nordea Bank sia una banca di importanza sistemica in Svezia (rating sovrano AAA, stabile), con gran parte della propria operatività concentrata nei Paesi nordici. Il rating elevato Aa3 riflette la soddisfacente diversificazione geografica all'interno dell'area nordica, la dinamica piuttosto stabile e resiliente degli utili, la discreta efficienza operativa e la buona qualità del credito. In linea con le altre banche nordiche, Nordea Bank presenta un'elevata dipendenza dal mercato per il proprio *funding* e ciò la rende relativamente vulnerabile a cambiamenti nel *sentiment* degli investitori e nelle condizioni di mercato.

L'outlook stabile assegnato ai rating riflette l'opinione di Moody's sulla capacità della Banca di compensare gli effetti negativi del corrente livello dei tassi di interesse attraverso una diversificazione dell'operatività e di mantenere un livello di solidità patrimoniale adeguato. I principali rischi che potrebbero determinare una revisione al ribasso del rating sono legati, sempre secondo l'agenzia, ad un peggioramento del contesto operativo, ad un deterioramento della qualità del credito o all'emergere di un'ulteriore dipendenza dal mercato per il finanziamento del debito.

Nordea Bank: i rating delle agenzie a confronto			
	Moody's	S&P	Fitch
Rating a lungo termine	Aa3	AA-	AA-
Outlook	Stabile	Negativo	Stabile
Debito senior unsecured	Aa3	AA-	AA-
Debito subordinato	Baa1	A-	A+

Fonte: Bloomberg

Fitch sottolinea i punti di forza del modello di business di Nordea (definito come "*strong pan-Nordic universal banking franchise*") e della posizione di mercato in ciascuno dei Paesi nordici in cui è presente. La diversificazione elevata ed il business mix equilibrato supportano il profilo reddituale del Gruppo ed assicurano relativa stabilità di profitti, unita alla capacità di assorbire le perdite a fronte di cambiamenti del contesto operativo.

La valutazione di Standard and Poor's non si discosta da quella delle altre agenzie ma assegna un outlook negativo, legato alla valutazione di un accresciuto rischio economico nei Paesi *core* in cui il Gruppo è presente.

Credit view

In attesa dei risultati del primo trimestre 2017 (che verranno comunicati al mercato il 27 aprile 2017) assegniamo all'emittente una view di credito Neutrale.

Riteniamo infatti che i fondamentali di Nordea siano abbastanza solidi, a fronte di un modello di business equilibrato e di un posizionamento competitivo soddisfacente nell'area nordica. A questo proposito le economie nord-europee (Svezia, Danimarca, Norvegia e Finlandia) hanno risentito della debolezza della crescita globale ma, malgrado ciò, hanno mostrato una buona tenuta di fondo grazie a conti pubblici in ordine e a vantaggi di natura "strutturale". Tutte e quattro i Paesi sono in fase di accelerazione della crescita, dopo un 2016 relativamente debole soprattutto per Danimarca e Norvegia. L'eventuale vendita delle attività in area baltica, che è circolata sulla stampa come possibile ipotesi, potrebbe favorire un ulteriore rafforzamento patrimoniale.

D'altra parte, appare evidente che Nordea ha una redditività modesta ed i risultati restano ancora fortemente condizionati dalla dinamica del margine di interesse, malgrado gli sforzi di diversificazione e di potenziamento di differenti tipologie di entrate. Il piano di razionalizzazione e controllo dei costi presenta inoltre indubbi rischi di esecuzione. Inoltre la dipendenza dal mercato dei capitali resta elevata ed il Gruppo appare vulnerabile a cambiamenti nel *sentiment* degli investitori.

Fondamentali solidi, modello di business equilibrato e buon posizionamento competitivo

Criticità: redditività modesta, dipendenza dal mercato dei capitali ed *execution risk* del piano di razionalizzazione

Glossario

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.
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 rischiosità (a livello di singolo emittente/paese), richiedono un rendimento (o premio al rischio) più elevato sui titoli corporate/emergenti.
Bail-in	"Salvataggio interno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite il diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti, secondo un preciso ordine gerarchico (<i>pecking order</i>)
Bail-out	"Salvataggio esterno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite finanziamento/supporto esterno
Bias	Orientamento di politica monetaria (espansivo o restrittivo) da parte di una Banca Centrale
Common equity Tier 1 (CET 1)	Capitale primario di classe 1, che include il capitale azionario, gli utili non distribuiti, le riserve e il fondo rischi bancari generali
CET1 ratio= Common equity Tier 1 ratio	Rappresenta il rapporto, espresso in percentuale, tra il Capitale primario di classe 1 (CET1) e il totale delle attività ponderate per il rischio (RWA, si veda sotto)
Covered Bond	Obbligazioni bancarie in cui il capitale ed gli interessi sono garantiti 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
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.
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.
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
EBIT	Earnings Before Interest and Tax: utile operativo
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation: margine operativo lordo
Frequent Issuer	Emittente regolare sul mercato dei capitali.
Funding	Con il termine funding si fa riferimento al processo di approvigionamento dei capitali da parte di una banca o di un'azienda industriale
Indice EMBIG	Indice JPMorgan che raggruppa i titoli emergenti denominati in dollari che soddisfano determinati criteri di liquidità
Indice Euro EMBIG	Indice JPMorgan che raggruppa i titoli emergenti denominati in euro che soddisfano determinati criteri di liquidità
Indici Itraxx	Gli indici Itraxx sono indici europei di CDS e rappresentano il prezzo medio delle coperture da un possibile default su diversi basket di emittenti obbligazionari.
Margine di interesse	Nel bilancio di un istituto bancario il margine di interesse è dato dalla differenza tra gli interessi attivi e passivi
Market cap	Capitalizzazione: prezzo per numero di azioni
Non-performing loans (NPL)	Prestiti in sofferenza. In linea generale si tratta di finanziamenti erogati a debitori che non sono più in grado di rimborsarli o per i quali la riscossione è incerta
NPL ratio	Rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
Outlook	Giudizio sulle prospettive future di un emittente (Positivo, Stabile, Negativo).
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).
Relazione prezzo-rendimento	Il prezzo di un'obbligazione è in relazione inversa al rendimento a scadenza della stessa.
ROE	Return On Equity: utile netto/mezzi propri
RWA (Risk-weighted Assets)	Attività ponderate per il loro rischio (creditizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio.
Spread Titoli Governativi (Benchmark Spread)	Differenza di rendimento di un titolo corporate/emergente rispetto ad un titolo governativo di pari durata
Tassi reali	Tassi di interesse al netto del tasso d'inflazione
Total Return	Risultato di un investimento sotto forma di percentuale rispetto all'importo investito. Il rendimento viene calcolato considerando i flussi di cassa prodotti dall'investimento, come dividendi e cedole, nonché gli eventuali guadagni e/o perdite in conto capitale
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

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 Nordea Bank. 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 Nordea Bank 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 26.02.2016.

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.

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.intesasanpaolo.com/scripts/lisir0/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 poiché 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
Nordea Bank	Neutrale	09.02.2017

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2016)					
Numero di società coperte: 14	POSITIVO	MODERATAMENTE POSITIVO	NEUTRALE	MODERATAMENTE NEGATIVO	NEGATIVO
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Clienti Intesa Sanpaolo *	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/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 www.group.intesasnpaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Certificazione dell'analista Attenzione

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