

Commonwealth Bank of Australia (S&P: AA-/n; Moody's: Aa2/n; Fitch: AA-/n)

Risultati semestrali sopra le attese, fondamentale in prospettiva la tenuta del mercato domestico

Con attivi totali pari a 972 miliardi circa di AUD (dollari australiani) al 31 dicembre 2016, Commonwealth Bank of Australia (CBA) è la principale banca *retail* in Australia. Oltre ad offrire i tradizionali servizi di intermediazione bancaria, negli ultimi anni il Gruppo ha ampliato la gamma dei prodotti offerti e ciò ha permesso un consolidamento della posizione rispetto ai principali gruppi concorrenti.

Soddisfazione e fidelizzazione della clientela, innovazione tecnologica, miglioramento nella produttività, rafforzamento patrimoniale e attenzione alla flessibilità finanziaria sono stati nell'ultimo decennio i punti cardine della strategia di CBA.

I dati di bilancio al 31 dicembre 2016 (1° semestre fiscale 2017) hanno evidenziato un calo del margine di interesse, ma il reddito operativo e l'utile netto post tasse (NPAT) sono cresciuti del 6% su base annua. Tali risultati, nel complesso positivi e superiori alle stime di consenso, sono stati ottenuti in un contesto macroeconomico che ha visto l'Australia, mercato di riferimento del Gruppo, attraversare una fase che il management ha definito di debolezza transitoria.

La situazione patrimoniale appare soddisfacente grazie a un CET1 in crescita, a un *leverage ratio* solido e a una liquidità adeguata. Il profilo di *funding* risulta in miglioramento ma la dipendenza dal mercato dei capitali resta elevata, così come la quota relativa di finanziamento a breve.

Solido è il profilo di rating di CBA che vede tutte le tre principali agenzie allineate su un giudizio in area doppia A con prospettive negative. Più nel dettaglio, se per Standard & Poor's e Fitch la valutazione del merito di credito è pari ad AA-, per Moody's si attesta un gradino al di sopra (Aa2).

In attesa dei risultati dell'esercizio 2017 (che verranno comunicati al mercato il 10 agosto 2017) assegniamo all'emittente una view di credito Neutrale, dal momento che il rapporto tra punti di forza ed elementi di debolezza appare, a nostro avviso, abbastanza bilanciato. Non è escluso che i rating – che attualmente incorporano un orientamento *highly supportive* da parte del Governo – possano essere limati, ma non ci attendiamo che ciò possa avere riflessi importanti sul fronte della percezione del rischio di questo emittente.

22 marzo 2017

11.42 CET

Data e ora di produzione

22 marzo 2017

11.52 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

La rischiosità percepita sul mercato per CBA (CDS a 5 anni Senior)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg aggiornati al 20 marzo 2017

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 20.03.2017.

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

Profilo societario

Descrizione attività

Con attivi totali pari a 972 miliardi circa di AUD (dollari australiani) al 31 dicembre 2016 e asset in gestione, alla medesima data, per 207 mld di AUD, Commonwealth Bank of Australia (CBA) è la principale banca *retail* in Australia. Oltre ad offrire i tradizionali servizi di intermediazione bancaria, negli ultimi anni il Gruppo – che include la banca e le sue filiali operative – ha ampliato la gamma di prodotti offerti spaziando dalle gestioni patrimoniali ai prodotti assicurativi e pensionistici fino ai servizi di *funding*, ciò ha permesso un consolidamento della posizione rispetto ai principali gruppi concorrenti, che sono rappresentati da Australia & New Zealand Banking Group (ANZ), National Australia Bank Ltd (NAB) e Westpac Banking Group.

Anche se l'Australia resta il mercato di riferimento del Gruppo, CBA vanta una discreta presenza a livello internazionale, con filiali operative in Nuova Zelanda, Gran Bretagna, Sud Africa e Asia-Pacifico. Con riferimento all'area asiatica il Gruppo è presente in Cina, India, Indonesia, Singapore, Vietnam e Hong Kong.

CBA è una società per azioni quotata alla borsa di Sidney e ha una capitalizzazione di mercato di 145 mld di AUD (pari a 104 mld di euro; dati e cambio aggiornati alle chiusure del 17 marzo 2017).

In termini di struttura organizzativa, il Gruppo si articola in sei diversi segmenti che comprendono Retail Banking Services (RBS), Business and Private Banking (BPB), Institutional Banking and Markets (IB&M), Wealth Management (WM), New Zealand (NZ) e Bankwest.

Come si può vedere dai grafici sotto riportati relativi al 1° semestre del 2017 (dal momento che CBA chiude l'anno fiscale nel mese di giugno), la divisione RBS, responsabile dell'offerta di servizi a 360 gradi per la clientela privata e le aziende di piccola dimensione, rappresenta il *core business* del Gruppo contribuendo per circa il 50% dell'utile netto dopo la tassazione (nei bilanci della banca NPAT è acronimo per Net Profit After Tax). Nello stesso tempo il peso di nessuna delle restanti divisioni può considerarsi irrilevante e, pertanto, valutiamo che il business di Commonwealth Bank of Australia sia caratterizzato da una discreta diversificazione. In termini geografici, l'Australia rappresenta il mercato *core* di CBA, ove si origina oltre l'80% dei ricavi consolidati. La buona tenuta evidenziata dall'economia australiana nel corso dell'ultimo quinquennio, malgrado la recente fase di transitoria debolezza, ha di fatto reso la concentrazione geografica di CBA un punto di forza contribuendo a stabilizzare la performance della banca.

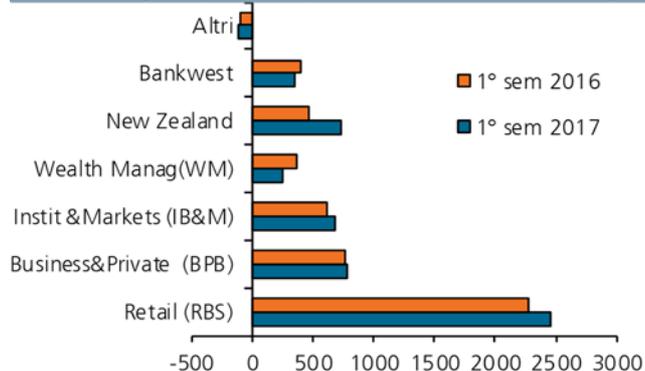
Overview del Gruppo: gamma prodotti articolata e...

...discreta presenza internazionale

Le principali unità di business

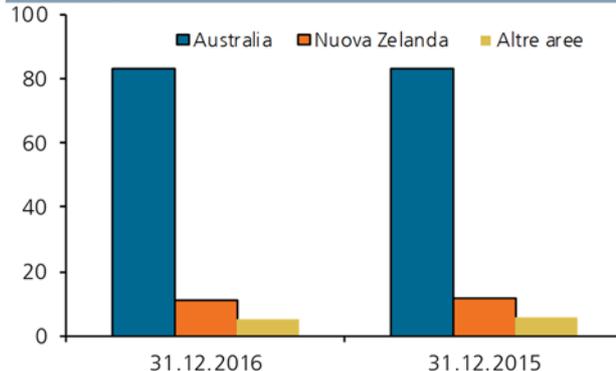
Fondamentale in contributo della divisione retail (RBS)

Contribuzioni delle singole unità di business all'utile netto consolidato (NPAT, mln AUD, 1° sem. 2017 vs. 1° sem. 2016)



Fonte: CBA

Ricavi per area di business (contribuzione %, 1°sem. 2017 vs. 1° sem. 2016)



Fonte: CBA

Strategia

Soddisfazione e fidelizzazione della clientela, innovazione tecnologica, miglioramento nella produttività, rafforzamento patrimoniale e attenzione alla flessibilità finanziaria sono stati nell'ultimo decennio i punti cardine della strategia di CBA. In particolare, il management ha fatto leva sulla *customer satisfaction*, offrendo ai clienti servizi bancari in tempo reale che hanno posto la banca in condizioni di vantaggio competitivo rispetto agli altri istituti bancari australiani. L'innovazione tecnologica ha consentito di mantenere quote rilevanti sul mercato domestico e nel contempo di potenziare la produttività e migliorare l'efficienza. In Australia CBA ha una posizione di leadership nel mercato dei mutui ipotecari (25,4%), dei depositi della clientela retail (29%) e dei prestiti personali (16,9%). Le quote di mercato, fornite dalla stessa CBA e aggiornate a dicembre 2016, appaiono elevate e tendenzialmente stabili, ad indicare la capacità della banca di mantenere nel tempo il proprio posizionamento competitivo.

Focus su innovazione tecnologica

Punti di forza/opportunità – Punti di debolezza/rischi

Punti di forza

- Buona situazione macroeconomica in Australia, mercato *core* del Gruppo;
- Posizionamento competitivo favorevole con quote di mercato rilevanti sia in Australia che, in seconda battuta, anche in Nuova Zelanda;
- Buona flessibilità finanziaria;
- Elevato supporto governativo implicito.

Punti di debolezza

- Relativo peggioramento dell'*asset quality* (pur partendo da livelli assoluti molto soddisfacenti);
- Aumento del rischio nel mercato immobiliare australiano;
- Elevata dipendenza dal mercato dei capitali per il *funding*.

Dati di bilancio

I dati di bilancio al 31 dicembre 2016 (1° semestre fiscale 2017) hanno evidenziato un calo del margine di interesse con un *net interest margin* sceso al 2,11% dal 2,13% del 31 dicembre 2015, penalizzato dal basso livello dei tassi di interesse e da un incremento, seppur modesto, dei costi di finanziamento. Il reddito operativo è però cresciuto del 6% a/a, sostenuto dal buon andamento della componente commissionale e delle attività di trading, nonché dai guadagni una tantum collegati alla cessione della quota detenuta in Visa. Gli oneri relativi alle svalutazioni dei crediti sono cresciuti del 6% a/a a 599 milioni di dollari, ma la qualità degli attivi resta comunque molto elevata e il portafoglio della banca, valutato nel suo complesso, appare sano. L'incidenza percentuale dei prestiti in sofferenza (*problem loan*), per quanto in crescita, è infatti ancora molto contenuta (inferiore all'1%).

Risultati del 1° semestre 2017

L'andamento del Net Interest Margin (NIM)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBA e Bloomberg

L'utile netto post tasse (Statutory NPAT, Net Profit After Tax) è risultato pari a 4,9 miliardi di dollari australiani (+6% sia rispetto allo stesso periodo del 2016 che in confronto al semestre precedente). L'utile netto *cash* (Cash NPAT), ossia la misura di redditività che la banca predilige e che permette di eliminare l'impatto di alcune poste straordinarie non di cassa, è cresciuto del 2% su base annua. Tali numeri confermano la buona redditività di CBA, che evidenzia un ROE soddisfacente in area 16%, anche se in flessione dal 17,3% del medesimo periodo dell'anno fiscale 2016. Da un'analisi dell'utile per area divisionale emerge, da un lato, il contributo positivo di tutte le attività di business e, dall'altro, la dinamica in crescita del comparto Retail Banking Services (RBS) e dell'area Institutional Banking and Markets (IB&M). Sostanzialmente flat l'andamento delle attività di Business and Private Banking e New Zealand, in calo il contributo di Bankwest e del Wealth Management

Utile netto (NPAT) in aumento, ROE su livelli assoluti soddisfacenti

E' bene segnalare che i risultati nel complesso positivi e superiori alle stime di consenso sono stati ottenuti in un contesto macroeconomico che ha visto l'Australia, mercato di riferimento del Gruppo, attraversare una fase che il management ha definito di debolezza transitoria ("*transitory weakness*"). Per il biennio 2017-18, la Banca centrale australiana prevede una stabilizzazione della crescita del PIL nella forchetta 2,5-3,5%. Diversi rimangono comunque gli elementi di supporto alla crescita, tra cui il processo di transizione degli investimenti dal settore minerario ad altri settori dell'economia, l'evoluzione del cambio e l'aumento dei prezzi delle commodity.

Australia: la recente (relativa) debolezza del quadro macroeconomico appare transitoria

CBA – dati economici chiave				
Dati in milioni AUD	31.12.2016	30.06.2016	31.12.2015	Var. a/a
Margine d'interesse	8.743	8.508	8.427	3,7%
Reddito operativo	13.126	12.244	12.362	6,2%
Impairment expense	-599	-692	-564	6,2%
Profitti netti (Statutory NPAT)	4.895	4.600	4.623	5,9%
Profitti netti (Cash NPAT)	4.907	4.637	4.808	2,1%
<i>di cui</i>				
<i>Retail Banking Services (RBS)</i>	2.466	2.268	2.272	8,5%
<i>Business & Private Banking (BPB)</i>	791	748	774	2,2%
<i>Instit. Banking & Markets (IB&M)</i>	683	568	622	9,8%
<i>Wealth Management (WM)</i>	249	236	376	-33,8%
<i>New Zealand</i>	471	417	464	1,5%
<i>Bankwest</i>	355	375	403	-11,9%
Asset totali	971.719	933.001	902.991	7,6%
Attivi in gestione (AUM) - media	206.996	200.075	203.603	1,7%
Return on Equity (ROE, %)	16,0	15,6	17,3	-130pb
Margine d'interesse (%)	2,11	2,14	2,15	-4pb
Costi operativi/ricavi (%)	43,3	42,7	42,1	120pb
Common Equity Tier 1 (Intern.) (%)	15,4	14,4	14,3	110pb
Common Equity Tier 1 (APRA) (%)	9,9	10,6	10,3	-30pb
Leverage Ratio (%)	5,5	5,6	5,6	-10pb

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati societari

Sul fronte costi, il rapporto tra spese operative e ricavi è cresciuto nel 1° semestre del 2017, ma depurando le spese operative dalla componente relativa agli ammortamenti accelerati (indice *underlying*), tale rapporto evidenzia una dinamica più incoraggiante con un rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione (*cost/income ratio*) in flessione al 41,5%, dal 42,1% del medesimo periodo dello scorso esercizio.

Nel 1° semestre 2017 il profilo patrimoniale della banca è rimasto stabile e nel complesso soddisfacente. Al 31 dicembre 2016 il Common Equity Tier 1, conforme ai criteri di Basilea III totalmente implementati, risulta pari al 15,4% (+110pb rispetto all'esercizio precedente): tale valore colloca CBA tra le banche sistemiche meglio patrimonializzate. Il CET 1, calcolato secondo i criteri stabiliti dall'Autorità regolamentare australiana (Australian Prudential Regulation Authority, APRA) risulta invece più basso e pari al 9,9%: la flessione riflette l'impatto di alcuni cambiamenti nelle procedure di calcolo indicate dall'APRA e operativi dal 1° luglio 2016. Anche l'indice di leva finanziaria (*leverage ratio*), cioè il rapporto tra il patrimonio di base (Tier 1) e le esposizioni totali della banca, appare ampiamente superiore al livello minimo regolamentare del 3%. Tale indicatore assicura una buona copertura delle attività di rischio attraverso il capitale proprio della banca. Indicazioni incoraggianti giungono anche dal *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), attestatosi al 135% e in netta crescita rispetto al 123% del 31 dicembre del 2015 (1° semestre 2016) e al 120% del 30 giugno 2016.

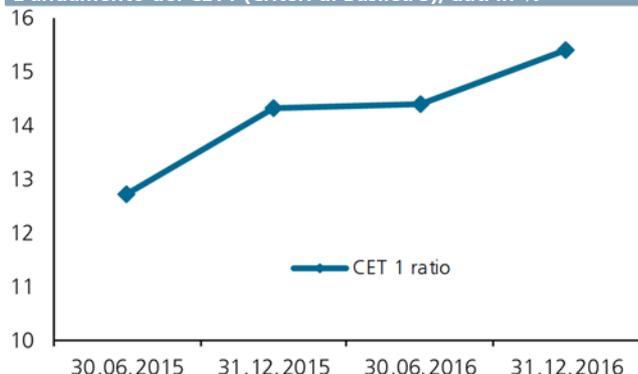
Nell'ultimo semestre, CBA ha beneficiato di un aumento di 541 miliardi di dollari nel valore dei propri depositi (+9% a/a), che contribuiscono così al 66% del *funding* complessivo del Gruppo, una percentuale stabile rispetto al livello di fine 2015. Il debito a breve termine costituisce ancora il 18% del *funding* complessivo, mentre quello a lungo termine (sopra i 12 mesi) il 9%; ciò, unito alla percentuale relativamente contenuta dei depositi, rappresenta indubbiamente un fattore di vulnerabilità per CBA, che dipende dal mercato dei capitali per il finanziamento della propria posizione debitoria. Il management del Gruppo si sta focalizzando sul potenziamento delle emissioni a lungo termine, e la vita media ponderata del debito è attualmente di 4 anni e 2 mesi (3 anni e 9 mesi al 31 dicembre 2015).

Costi penalizzati da ammortamenti accelerati

Situazione patrimoniale: CET1 in crescita, leverage ratio solido e liquidità adeguata

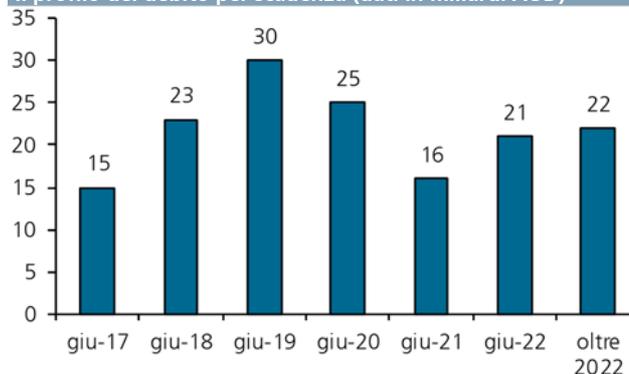
Migliora il profilo di funding ma resta ancora elevata la quota di finanziamento a breve

L'andamento del CET1 (Criteri di Basilea 3), dati in %



Fonte: CBA

Il profilo del debito per scadenza (dati in miliardi AUD)



Fonte: CBA

Rating

Solido è il profilo di rating di CBA che vede tutte le tre principali agenzie allineate su un giudizio in area doppia A con prospettive negative. Più nel dettaglio, se per Standard & Poor's e Fitch la valutazione del merito di credito è pari ad AA-, per Moody's si attesta un gradino al di sopra (Aa2).

Rating elevati in area doppia AA con Outlook Negativo

Tutte le agenzie di rating sottolineano il soddisfacente posizionamento competitivo e la costante capacità di generazione di reddito e tengono inoltre in considerazione l'implicita garanzia statale. La rilevanza sistemica dell'istituto sul mercato australiano porta infatti a due gradini (*notch*) la maggiorazione incorporata nel giudizio finale rispetto al rating autonomo della banca (cosiddetto rating *standalone*), che nel caso di Moody's si attesta ad A1 e nel caso di S&P e Fitch ad A. Anche se non vi sono esplicite garanzie statali, appare ancora oggi altamente probabile un intervento da parte del Governo o della Banca centrale nel caso di eventuali criticità. In linea con gli sviluppi della regolamentazione internazionale l'orientamento altamente supportivo del Governo e la disponibilità a intervenire sembrano però destinati a indebolirsi e ciò potrebbe portare a un contenuto peggioramento nella valutazione creditizia.

Fondamentale nella valutazione il supporto implicito del Governo

CBA: i rating delle agenzie a confronto

	Moody's	S&P	Fitch
Rating a lungo termine	Aa2	AA-	AA-
Outlook	Negativo	Negativo	Negativo

Fonte: Bloomberg

Credit view

In attesa dei risultati dell'esercizio 2017 (che verranno comunicati al mercato il 10 agosto 2017) assegniamo all'emittente una view di credito Neutrale, dal momento che il rapporto tra punti di forza ed elementi di debolezza appare, a nostro avviso, abbastanza bilanciato. Non è escluso che i rating – che attualmente incorporano un orientamento *highly supportive* da parte del Governo – possano essere limati, ma non ci attendiamo che ciò possa avere riflessi importanti sul fronte della percezione del rischio di questo emittente.

Riteniamo che il profilo complessivo di CBA sia piuttosto solido, grazie a un modello di business piuttosto equilibrato, a una strategia lungimirante e a un posizionamento competitivo molto soddisfacente sul mercato di riferimento, l'Australia. A questo proposito, come indicato in precedenza, la recente (relativa) debolezza del quadro macroeconomico del Paese appare transitoria e per il biennio 2017-18 la Banca centrale australiana prevede una stabilizzazione della crescita del PIL nella forchetta 2,5-3,5%.

D'altra parte, appare evidente che CBA ha una redditività relativamente modesta con un margine di interesse che risulta ancora in calo, anche se attestato su valori assoluti più elevati rispetto a quelli dei *competitor*. La diversificazione geografica, sempre rispetto ai gruppi finanziari confrontabili (*peers*), è piuttosto limitata e ciò potrebbe rappresentare un elemento di debolezza nel caso l'economia australiana rallentasse più del previsto. Inoltre, la dipendenza dal mercato dei capitali resta elevata e il Gruppo appare vulnerabile a cambiamenti nel *sentiment* degli investitori.

Punto di forza

Criticità

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+	Ba1
	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 Commonwealth Bank of Australia (CBA). 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 Commonwealth Bank of Australia (CBA) 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scriptlsir0/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
Commonwealth Bank of Australia (CBA)	Neutrale	22.03.2017

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (marzo 2017)					
Numero di società coperte: 5	POSITIVO	MODERATAMENTE		NEGATIVO	0%
		POSITIVO	NEUTRALE		
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	0%	40%	60%	0%
Clients Intesa Sanpaolo *	0%	0%	0%	50%	0%

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, 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 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 citata nel documento è socia 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 Riso
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi