

KBC: risultati 2011

Le poste straordinarie appesantiscono i risultati 2011

CDO e Irlanda restano fattori di criticità, mentre il mercato belga sostiene i numeri consolidati

- Con una capitalizzazione di borsa pari a 7,1 miliardi di euro e attivi totali per 285 miliardi di euro, KBC è un gruppo finanziario belga di primaria importanza, attivo nei servizi bancari, assicurativi e nella gestione del risparmio.
- Nel corso degli ultimi 10 anni KBC ha perseguito una strategia di espansione verso i mercati dell'Europa centrale e orientale, ove detiene quote di mercato significative.
- Il Gruppo ha generato nell'esercizio 2011 un profitto netto di soli 13 milioni di euro, da 1.860 milioni di euro del 2010. I risultati hanno risentito di numerose poste straordinarie, collegate alla svalutazione dei bond greci in portafoglio e ad accantonamenti relativi ad attività in Ungheria e in Irlanda. L'attività *retail* sul mercato belga ha contribuito in maniera determinante e stabile alla formazione dell'utile consolidato.
- L'esposizione verso l'Irlanda rappresenta, invece, un fattore di criticità per il Gruppo, che si attende per il 2012 accantonamenti aggiuntivi per 500-600 milioni di euro. Anche il portafoglio prodotti derivati (CDO e ABS) costituisce un elemento critico, nonostante il management abbia già effettuato importanti svalutazioni.
- I *ratio* patrimoniali sono elevati e in progressivo miglioramento. Il rapporto tra depositi e prestiti, valutato a livello consolidato, non è del tutto soddisfacente, ma è compensato da una dinamica molto conservativa sul mercato belga.
- Il profilo del debito è piuttosto equilibrato e, secondo quanto dichiarato dal management, le scadenze per il 2012 sono già state interamente "coperte" e ora il focus si sposta sul rifinanziamento degli importi in scadenza nel 2013.
- Il CDS a 5 anni Senior della banca, che sintetizza la rischiosità percepita dal mercato, evidenzia un differenziale positivo rispetto all'indice Itraxx Senior, dal momento che i fattori di criticità sopra evidenziati pesano sulla valutazione creditizia di tale emittente, soprattutto nelle fasi di maggiore avversione al rischio (ad esempio tra ottobre e novembre del 2011, si cfr. grafico).

28 marzo 2012

Nota societaria

Nota ad hoc

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

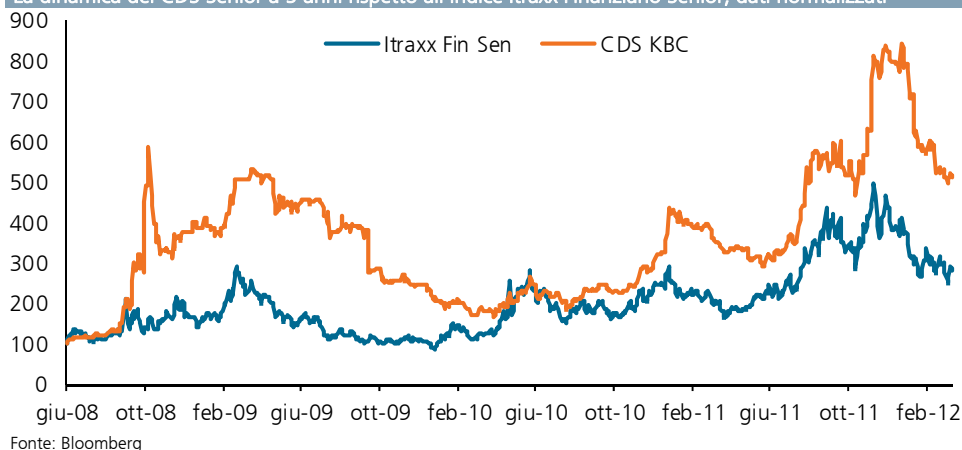
Serena Marchesi

Analista Finanziario

Cecilia Barazzetta

Research Assistant

La dinamica del CDS Senior a 5 anni rispetto all'indice Itraxx Finanziario Senior, dati normalizzati



I rating a lungo termine

Standard & Poor's

KBC Bank	A-
KBC Group	BBB+
SACP	bbb+

Moody's

KBC Bank	A1 (in revisione)
KBC Group	A2 (in revisione)
SACP	Baa1

Nota: SACP= Stand Alone Credit Profile o rating autonomo. Fonte: Agenzie di rating

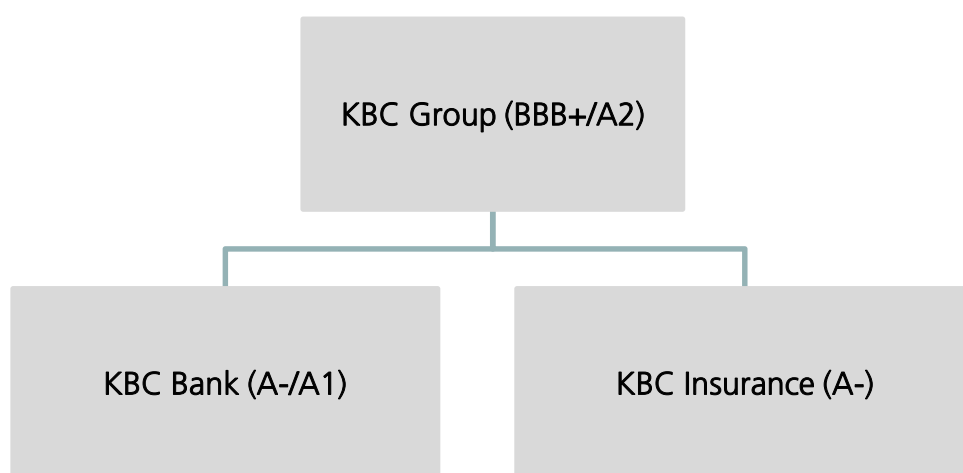
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 27.03.2012.

Risultati 2011: pesano le poste *one-off*

Con una capitalizzazione di borsa pari a 7,1 miliardi di euro (dati aggiornati al 23 marzo 2012; fonte Bloomberg) e attivi totali per 285 miliardi di euro, di cui 241 miliardi sono rappresentati dagli attivi di KBC Bank (dati societari aggiornati al 31 dicembre 2011), KBC è un gruppo finanziario belga di primaria importanza, attivo nei servizi bancari, assicurativi e nella gestione del risparmio.

La struttura legale del Gruppo è rappresentata nel diagramma sotto riportato. Sia KBC Bank che KBC Insurance sono possedute al 100% da KBC Group.

La struttura del Gruppo



Nota: i rating riportati fra parentesi sono quelli a lungo termine di Standard & Poor's e Moody's, rispettivamente. Fonte: KBC, Debt Presentation

Nel corso degli ultimi 10 anni KBC ha perseguito una strategia di espansione verso i mercati dell'Europa centrale e orientale e attualmente le aree *core*, oltre al Belgio, sono la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Slovacchia e la Bulgaria. Nella tabella sotto presentata sono evidenziati i principali mercati di presenza del Gruppo.

KBC: i principali mercati di presenza in termini di asset e quote di mercato			
	Abitanti (milioni)	Attivi (mld di euro)	Quote mercato prestiti e depositi (%)
Belgio	10	159	19
Repubblica Ceca	10	37	20
Ungheria	5	9	10
Slovacchia	10	6	9
Bulgaria	8	1	3

Fonte: KBC, Debt Presentation febbraio 2012

KBC ha chiuso il 4° trimestre 2011 con un utile netto di 437 milioni di euro, dai 724 milioni di euro del corrispondente periodo del 2010. Il risultato netto depurato delle componenti straordinarie e delle poste non ripetibili (*net underlying profit*) è stato pari a 161 milioni di euro (rispetto a una perdita di 248 milioni nel 3° trimestre dell'anno e piuttosto stabile verso i 158 milioni nel medesimo periodo del 2010). Su base cumulativa il Gruppo ha generato nell'esercizio 2011 un profitto netto di soli 13 milioni, da 1.860 milioni (1.098 milioni di euro se si fa riferimento ai numeri *underlying* 2011).

Overview del Gruppo

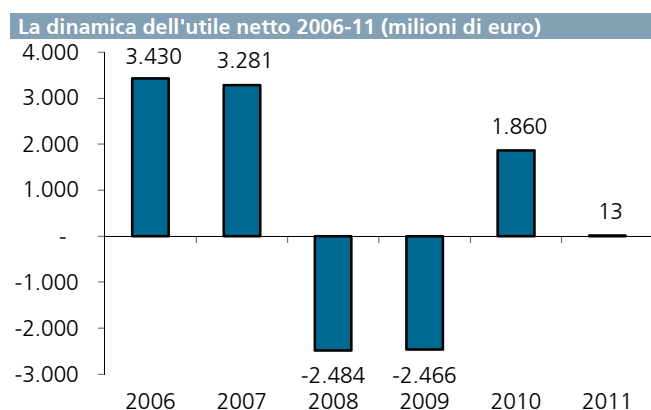
I principali mercati di presenza

Gli ultimi risultati trimestrali

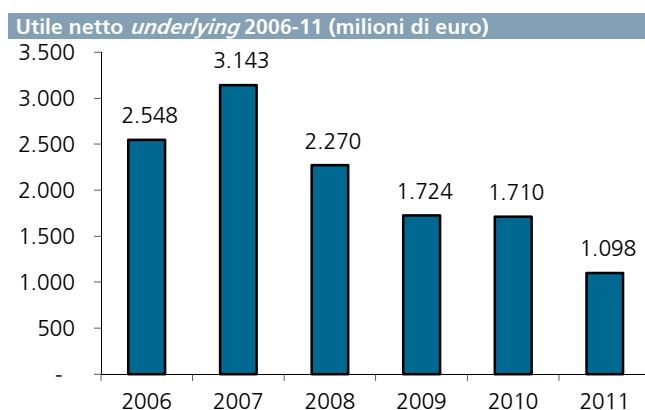
KBC: i dati chiave						
Mln euro	4° trim. 2011	4° trim. 2010	Var. %	2011	2010	Var. %
Risultato netto	437	724	-39,6	13	1.860	-99,3
Utile per azione	0,63	1,69	-62,7	-1,93	3,72	-151,9
Risultato netto <i>underlying</i>	161	158	1,9	1.098	1.710	-35,8
Utile per azione <i>underlying</i>	-0,19	0,06	NS	1,26	3,28	-61,6
Suddivisione per macro area						
Belgio	251	255	-1,6	802	1.051	-23,7
Europa Centrale e Orientale	98	158	-38,0	327	570	-42,6
Merchant Banking	-153	-228	-32,9	-110	133	NS
Altre aree	-35	-16	118,8	79	-40	NS

Nota: NS= non significativo. Fonte: KBC, Relazione trimestrale

Nei grafici sotto riportati si evidenzia la dinamica dei risultati 2006-11, sulla base dell'utile netto (sia riportato che "normalizzato").



Fonte: KBC



Fonte: KBC

Le principali componenti straordinarie che hanno influenzato i risultati del Gruppo nell'ultimo trimestre del 2011 sono state le seguenti:

1. Svalutazione dei titoli greci in portafoglio per un importo addizionale di 62 milioni di euro. Al 31 dicembre 2011 il gruppo presentava un'esposizione sui bond ellenici pari a 200 milioni di euro, rispetto a 600 milioni circa del dicembre 2010;
2. Un accantonamento di 47 milioni di euro collegato all'eventuale rimborso del bond KBC IFIMA 5-5-5, collocato presso la clientela retail e collegato al merito di credito di 5 paesi tra cui la Grecia;
3. Un accantonamento di 82 milioni di euro riconducibile all'introduzione in Ungheria di una legislazione favorevole ai detentori di mutui in valuta estera, cui viene offerta la possibilità di chiudere le proprie posizioni debitorie a condizioni vantaggiose. La differenza tra i tassi di mercato e i tassi concessi risulta a carico delle banche;
4. Un accantonamento per perdite su crediti pari a 164 milioni di euro, collegato alla dinamica del ciclo in Irlanda. L'economia irlandese resta, infatti, molto debole e anche per il 2012 il management del Gruppo stima che la situazione rimarrà difficile e che si renderanno necessari accantonamenti aggiuntivi per un importo stimato di 500-600 milioni di euro.

Le principali poste straordinarie del 4° trimestre 2011

L'esposizione verso i titoli governativi dei paesi periferici dell'Eurozona				
Mld euro	31.12.2011	30.06.2011	31.12.2010	Var. annuale (%)
Portogallo	0,1	0,3	0,3	-0,7
Irlanda	0,4	0,4	0,5	-0,2
Italia	2,1	6,1	6,4	-0,7
Grecia	0,2	0,5	0,5	-0,6
Spagna	1,9	2,2	2,2	-0,1
Totale	4,8	9,6	10	-0,5

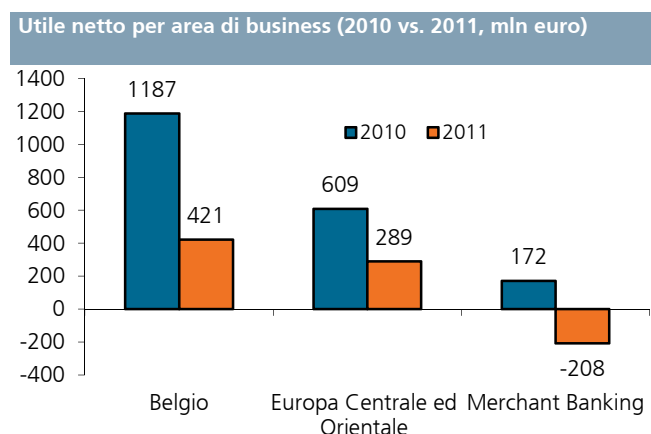
Fonte: KBC

Al fine di ridurre la volatilità dei propri risultati KBC ha continuato a lavorare in direzione di un alleggerimento del portafoglio di prodotti derivati costituiti da ABS e CDO. Nel corso dell'ultimo trimestre il management ha provveduto a un'ulteriore riduzione delle posizioni in essere per 200 milioni di euro, cui vanno aggiunti 1,7 miliardi di euro nel gennaio 2012 (con un impatto stimato di 60-70 milioni di euro sul conto economico del 1° trimestre 2012). A fine dicembre il valore nominale del portafoglio di CDO e ABS della banca belga risultava pari a 20,4 miliardi di euro. A partire da metà 2007 KBC ha effettuato svalutazioni per un totale di 5,5 miliardi di euro; inoltre, grazie al complesso sistema di garanzie fornite dal Governo belga per coprire le esposizioni di KBC rispetto ai derivati, le eventuali perdite legate al valore del portafoglio andranno a pesare direttamente sul bilancio per un ammontare limitato.

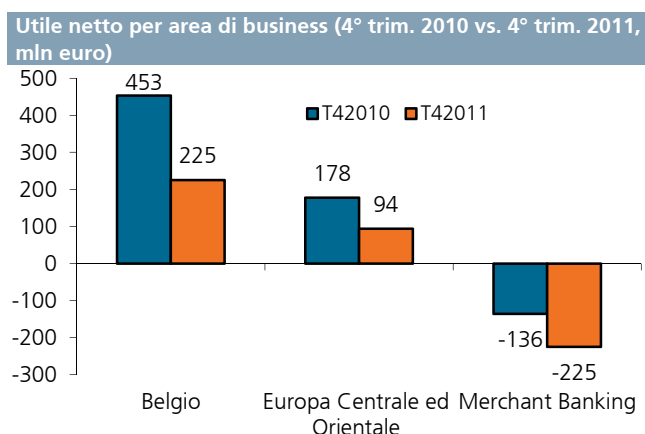
Il portafoglio di prodotti derivati

Al di là di tali componenti straordinarie i risultati del Gruppo (sia valutati su base annuale che trimestrale) sono stati sostenuti dalle performance realizzate dal Gruppo in Belgio (73% dell'utile netto *underlying* nell'esercizio 2011). Il settore assicurativo, in particolare, ha avuto un trimestre eccellente. Resta, invece, critica la situazione nel segmento del Merchant Banking, su cui pesa l'esposizione verso l'Irlanda (attraverso KBC Bank Ireland, attiva dal 1973 e posseduta al 100% da KBC Bank).

Le performance sostenute dai risultati sul mercato belga e dal business assicurativo



Fonte: KBC, Bilancio societario



Fonte: KBC, Bilancio societario

Il costo del rischio di credito è diminuito nel corso del 2011, ma come si può vedere dalla tabella la situazione è molto differenziata a seconda delle aree. In Belgio il costo del rischio credito è decisamente basso (10 punti base) mentre resta piuttosto elevato sia nei paesi dell'Europa orientale che in Irlanda.

Il costo del rischio di credito

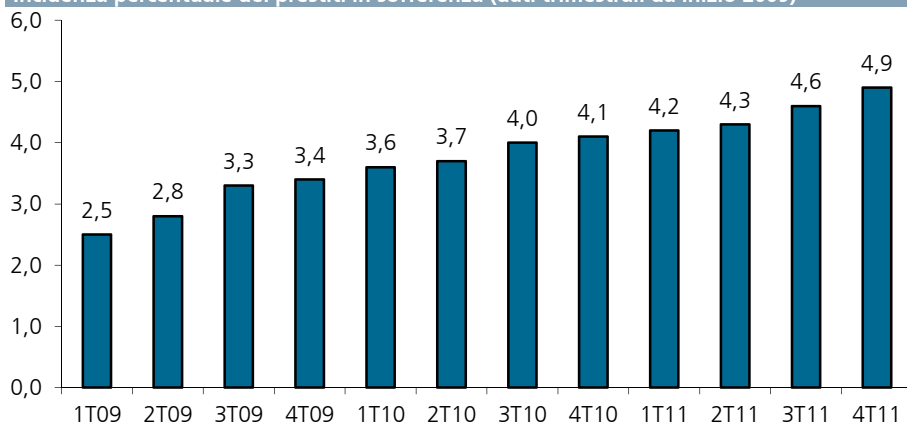
Analisi per aree di business: portafoglio prestiti (miliardi di euro) e costo del rischio di credito (%)						
Aree di business	Portafoglio prestiti	2007	2008	2009	2010	2011
Belgio	57	0,13	0,09	0,15	0,15	0,10
Europa Centrale e Orientale (CEE)*	30	0,26	0,73	1,70	1,22	1,59
Merchant Banking (inclusa Irlanda)	53	0,02	0,48	1,19	1,38	1,36
Totale	156	0,13	0,46	1,11	0,91	0,82

Nota: (*) Il portafoglio prestiti è costituito da 19 miliardi di euro in Repubblica Ceca, 6 miliardi di euro in Ungheria, 4 miliardi di euro in Slovacchia e 1 miliardo in Ungheria. Fonte: KBC

Il portafoglio prestiti è rappresentato per il 41% da mutui residenziali, per il 48% da prestiti alle imprese, per la parte restante da credito al consumo e altre tipologie di prestiti retail. L'incidenza percentuale dei prestiti in sofferenza (*Non Performing Loan*, scaduti da oltre 90 giorni) appare, a livello consolidato, in progressiva crescita e ha toccato, nell'ultimo trimestre, quota 4,9%.

Cresce l'incidenza percentuale dei prestiti in sofferenza (NPL), ma...

Incidenza percentuale dei prestiti in sofferenza (dati trimestrali da inizio 2009)



Nota: 1T09 a indicare il 1° trimestre del 2009 e così via. Fonte: KBC, Analyst Presentation

Da un'analisi dettagliata del livello dei prestiti in sofferenza rispetto alle diverse Business Unit (BU) è possibile osservare come a fronte di percentuali stabili per il mercato belga e per quello dell'Europa Centrale e Orientale (CEE), i valori relativi al settore di Merchant Banking sono risultati in netto aumento (dal 5,2% al 7,8%). Su quest'ultimo dato, infatti, ha pesato l'aggravarsi dei problemi sul mercato irlandese, tanto che, al netto di questa componente, il valore della percentuale di prestiti in sofferenza si fermerebbe al 3,3%.

...esiste una forte disomogeneità tra le diverse BU

Livello dei *Non Performing Loan* (NPL ratio) nelle diverse aree di business

	Merchant Banking	MEB (esclusa Irlanda)	Europa centro-orient.	Belgio
1° trim. 2009	2,7	2,2	2,4	1,5
2° trim. 2009	3,3	2,5	3,1	1,5
3° trim. 2009	3,7	2,8	4,0	1,5
4° trim. 2009	3,9	3,0	4,1	1,5
1° trim. 2010	4,0	2,7	4,6	1,6
2° trim. 2010	4,1	2,5	5,2	1,5
3° trim. 2010	4,8	2,9	5,6	1,5
4° trim. 2010	5,2	2,8	5,6	1,5
1° trim. 2011	5,6	3,0	5,7	1,6
2° trim. 2011	6,4	3,2	5,3	1,5
3° trim. 2011	7,1	3,3	5,7	1,6
4° trim. 2011	7,8	3,3	5,6	1,5

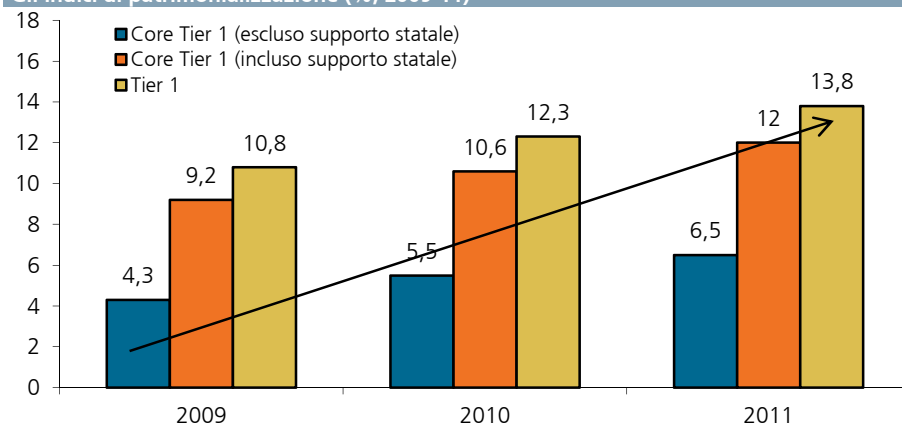
Fonte: KBC

Ratio patrimoniali e liquidità

I *ratio* patrimoniali sono elevati e in progressivo miglioramento (si cfr. il grafico). Il *Core Tier 1 ratio*, includendo il supporto finanziario fornito dallo Stato è pari al 12%, dal 10,6% al 31 dicembre 2010. Includendo anche gli strumenti ibridi di capitalizzazione il *Tier 1 ratio* si porta al 13,8%.

Ratio patrimoniali buoni e in miglioramento.

Gli indici di patrimonializzazione (% , 2009-11)

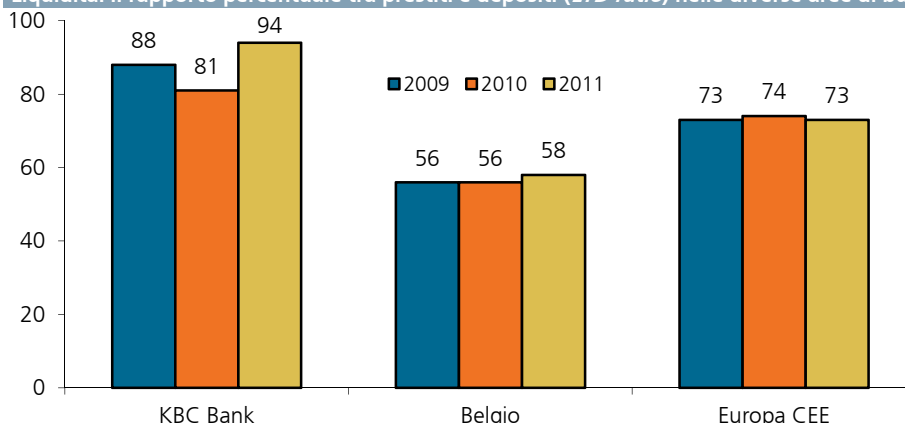


Fonte: KBC

Per quanto riguarda la liquidità il rapporto tra prestiti e depositi, misurato a livello consolidato, appare in peggioramento, ma anche qui si nota una situazione fortemente differenziata a seconda delle diverse aree di business. Le attività in Belgio appaiono, infatti, caratterizzate da un rapporto molto più conservativo tra impieghi e depositi, e i *ratio* appaiono inoltre in miglioramento.

Liquidità, LTD ratio buono in Belgio, più "tirato" a livello consolidato, ma...

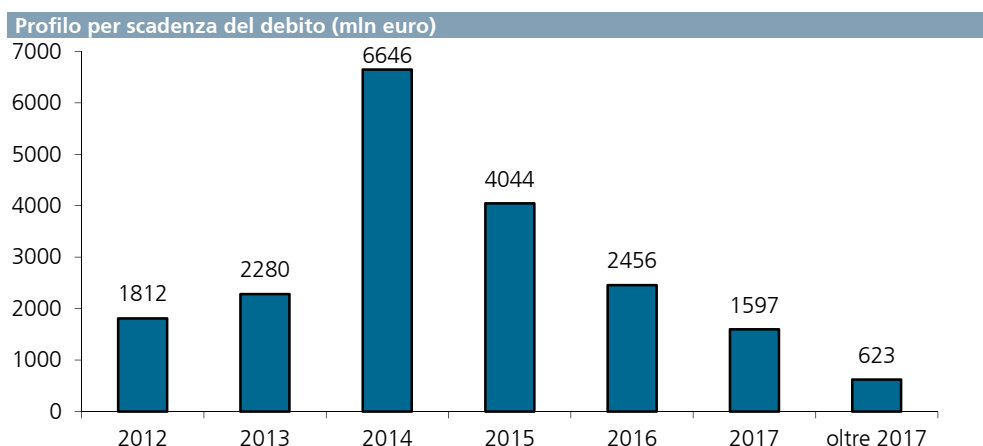
Liquidità: il rapporto percentuale tra prestiti e depositi (*LTD ratio*) nelle diverse aree di business



Fonte: KBC

La liquidità è, inoltre, supportata da un profilo abbastanza equilibrato nelle scadenze del debito e da un ampio portafoglio di titoli stanziabili in BCE. Secondo quanto riportato dal gruppo, le scadenze per il 2012 sono già state interamente "coperte" e ora il focus si sposta sul rifinanziamento degli importi in scadenza nel 2013.

...il profilo del debito appare equilibrato



Fonte: Bloomberg

I rating: ridotte le valutazioni di credito, pesano soprattutto i nuovi criteri delle agenzie per la valutazione delle banche

Il giudizio delle agenzie di rating a riguardo del profilo di merito creditizio di KBC Bank ha subito e sta subendo importanti revisioni, derivanti principalmente dalle variazioni dei criteri di valutazione del rating per i gruppi bancari che sono state annunciate in maniera trasversale da tutte le principali agenzie di rating. Mentre gli analisti di Standard & Poor's sono già intervenuti ad abbassare il giudizio assegnato alla banca belga, Moody's per ora ha solo annunciato di aver messo sotto osservazione KBC per un possibile downgrade.

KBC Bank: rating in revisione

La prima agenzia ad abbassare il rating di KBC è stata S&P, che l'8 dicembre del 2011 ha annunciato un taglio di un *notch* per il giudizio di merito creditizio sul debito di lungo termine della banca, da A ad A-. Il giudizio assegnato all'emittente riflette quindi il valore del rating autonomo (*Stand Alone Credit Profile*) di KBC, pari a bbb+, aumentato però di un *notch* per via del potenziale supporto straordinario che il Governo fornirebbe all'istituto in caso di difficoltà. Se da un lato l'elevato livello del SACP assegnato da S&P è frutto di un "forte" posizionamento del business caratteristico, di livelli di capitalizzazione e ricavi "moderati", di una posizione di rischio "adeguata", di una capacità di finanziamento "nella media" rispetto ai concorrenti e di un "adeguato" livello di liquidità, d'altra parte l'incremento del rating dovuto al supporto esterno prende in considerazione l'"elevata" rilevanza sistemica di KBC per il Governo belga. S&P inoltre ha assegnato un Outlook Stabile al rating di questo emittente; nel motivare tale decisione ha specificato che, qualora le condizioni economiche del mercato dovessero peggiorare ulteriormente, il SACP di KBC non subirebbe comunque ulteriori aggiustamenti al ribasso, perché beneficerebbe di un aumento dell'integrazione derivante dal supporto governativo. Anche qualora vi dovesse essere un taglio del rating sovrano belga, il giudizio relativo alla banca rimarrebbe stabile sui livelli attuali.

S&P taglia il rating ad A-, Outlook Stabile

Ancora in divenire invece è la revisione del merito creditizio assegnato a KBC da parte di Moody's, che, in data 15 febbraio 2012, ha annunciato di aver messo sotto osservazione il rating autonomo (*stand-alone*) della banca, attualmente ancora fermo a Baa1 per il debito di lungo periodo. Secondo quanto riferito dall'agenzia, il giudizio di merito creditizio potrebbe subire un downgrade di uno o due livelli a causa della revisione in atto sui rating di tutte le banche europee derivante dal peggioramento del contesto macroeconomico, dalle tensioni sui canali di finanziamento degli istituti di credito e, infine, dalle pressioni sui profitti.

Moody's mette sotto osservazione il rating, atteso un downgrade di 1-2 notch

Nel caso specifico di KBC, il rating assegnato alla banca si è mantenuto piuttosto elevato finora alla luce di diversi punti di forza:

Punti di forza

- I buoni fondamentali dell'istituto, in particolare la forte presenza in Belgio e in alcuni paesi dell'Europa Centrale e dell'Est (CEE);
- Un profilo di liquidità solido derivante da un livello dei depositi storicamente sostenuto e stabile sui mercati di riferimento;
- L'elevata redditività delle attività controllate sui mercati CEE.

Il valore del rating *stand-alone* di KBC è poi ulteriormente integrato da un elevato grado di supporto sistemico garantito alla banca dal Governo belga, tanto che il merito creditizio del gruppo è valutato pari ad A1, ossia di 3 *notch* al di sopra del rating autonomo.

Elevata rilevanza sistemica

Nonostante i molti punti di forza che KBC vanta, il contesto attuale e la crescente incertezza riguardo alla capacità della banca di rimborsare, entro la fine del 2013, gli strumenti ibridi di capitale sottoscritti nel 2008 da Commissione UE, Stato Belga e Governo regionale delle Fiandre contribuiscono ad aumentare la probabilità di un downgrade. Tra gli elementi di maggior criticità l'agenzia di rating individua:

L'incertezza del contesto e il rimborso del prestito statale pesano sul rating

- Un ulteriore deterioramento della performance dei portafogli di prestiti in Irlanda e in alcuni mercati CEE;
- Un aumento dei tassi di insolvenza per gli emittenti corporate tale da generare ulteriori perdite sui portafogli di CDO;
- Un ulteriore allargamento degli spread di mercato, che potrebbe da un lato modificare la valorizzazione dei portafogli di CDO e dall'altro influire sulle strategie di copertura dai rischi da parte della banca;
- Ulteriori pressioni sui ricavi, che potrebbero compromettere la capacità di KBC di rimborsare il Governo belga nei tempi fissati;
- Peggioramento delle condizioni di finanziamento e della liquidità a disposizione dell'istituto.

Moody's ha fatto sapere che sta valutando un taglio del rating di A1 compreso tra 1 e 2 *notch*, pertanto l'agenzia potrebbe o allinearsi al livello fissato dalla concorrente S&P (A3, nell'ipotesi di un taglio di 2 *notch*), o fermarsi un gradino sopra, ad A2.

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+	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 rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Intesa Sanpaolo pubblica ricerca Retail sulla Società su base regolare. L'ultima nota societaria Credit su KBC Bank è stata pubblicata in data 17.11.2010. Un approfondimento su KBC è contenuto anche nel Mensile Obbligazioni del 16.09.2011.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://retailhub.bancaimi.com/retailhub/COMMENTI-E-ANALISI.html>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com).

Nota metodologica

L'analisi delle obbligazioni e degli emittenti della presente pubblicazione si basa sui rating delle principali agenzie (Fitch, Moody's e Standard&Poor's), sui dati ufficiali pubblicati nelle relazioni periodiche (trimestrali, semestrali ed annuali) della Società, sulle previsioni macroeconomiche realizzate dal Servizio 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 (Asset Swap Spread delle obbligazioni e CDS sull'emittente).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Ai sensi del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999 e successive modificazioni ed integrazioni, Intesa Sanpaolo ha posto in essere idonei meccanismi organizzativi e amministrativi (information barriers), al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni prodotte. Per maggiori informazioni si rinvia al documento "Policy per studi e ricerche" e all'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse" a disposizione sul sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com).

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 della sua famiglia hanno interessi finanziari nei titoli della Società citata nel documento.
- 2. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nella Società citata nel documento.
- 3. 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 ad uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Research Assistant

Cecilia Barazzetta

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi