

General Electric (S&P: AA-/Stabile; Moody's: A1/Stabile)

Risultati 2016 discreti, ma il rischio di esecuzione ed i flussi di cassa restano fattori critici

General Electric (GE) è una multinazionale industriale attiva nei settori energia, aviazione, salute, trasporti ed elettronica. Si tratta di uno tra i principali gruppi mondiali in termini di dimensioni del fatturato, diversificazione del portafoglio di business e diffusione geografica.

Oltre alla divisione industriale esiste anche un braccio finanziario, rappresentato da GE Capital Corporation (GECC), ma GE sta operando da tempo una profonda trasformazione che prevede una focalizzazione sulle attività *core* di natura industriale. Nell'aprile del 2015 è stato annunciato formalmente un piano - GE Capital Exit Plan - per accelerare tale processo. In parallelo, il Gruppo ha confermato nell'ultimo biennio il proprio dinamismo sul fronte M&A (Alstom nel 2015, Baker Hughes nel 2016).

GE ha archiviato l'esercizio 2016 con un fatturato consolidato in crescita di oltre il 5%, grazie alla soddisfacente dinamica delle attività industriali. Il profitto operativo industriale ha però segnato una leggera flessione, principalmente legata alla performance della divisione Oil&Gas, mentre l'utile netto ha beneficiato delle minori perdite dell'area finanziaria. La generazione di cassa delle attività operative è aumentata, ma sulla flessibilità finanziaria del Gruppo pesano, in questa fase di profondo cambiamento di strategia, sia le acquisizioni effettuate che una politica finanziaria relativamente aggressiva.

Per il 2017 il management ha indicato obiettivi finanziari nel complesso piuttosto sfidanti che prevedono, tra gli altri, i seguenti target: utile per azione nella forchetta 1,60-1,70 dollari, crescita organica del 3%-5%, miglioramento di 100pb dei margini operativi industriali, generazione di cassa delle attività operative compresa nella forchetta 11-15 miliardi di dollari.

L'evidente solidità del business è stata accompagnata negli ultimi anni da un indebolimento finanziario, come emerge anche dalla dinamica dei rating assegnati dalle agenzie. Al margine dei rischi di esecuzione delle operazioni effettuate, i prossimi anni potrebbero consentire una maggiore focalizzazione sul miglioramento del debito e sul rafforzamento dei flussi di cassa. Resta sempre l'incognita delle scelte in termini di dividendi e di riacquisto azioni che, come evidente, vanno a favorire gli azionisti a scapito degli obbligazionisti. Alla luce di tali considerazioni esprimiamo una view di credito Neutrale, frutto appunto di un bilanciamento tra questi differenti fattori.

26 aprile 2017

13:25 CET

Data e ora di produzione

26 aprile 2017

13:35 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

Cecilia Barazzetta
Analista Finanziario

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg aggiornati al 24 aprile 2017

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 24.04.2017.

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

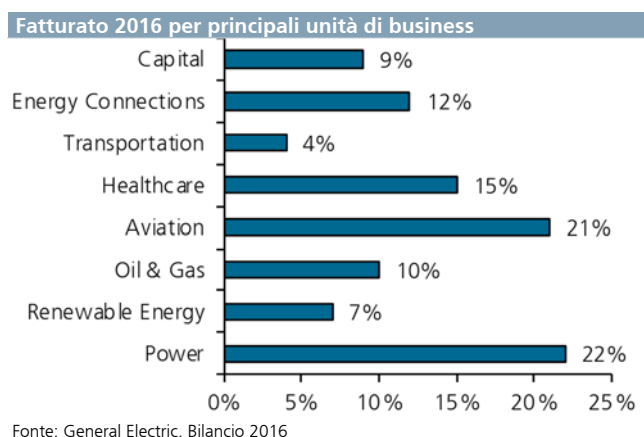
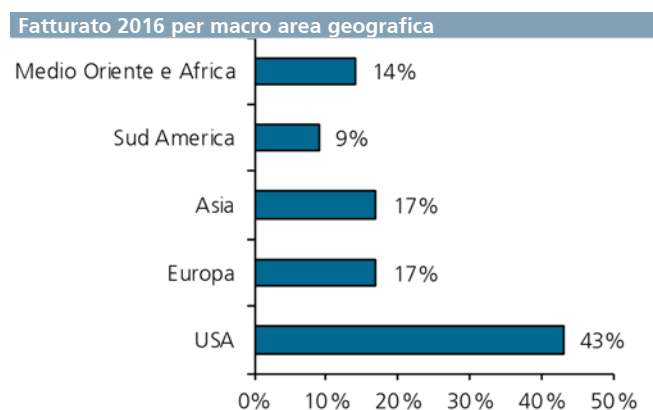
Profilo societario

Descrizione attività

Con un fatturato consolidato pari a 124 miliardi di dollari alla fine del 2016, General Electric (GE) è uno tra i principali gruppi mondiali in termini di dimensioni del fatturato, diversificazione del portafoglio di business e diffusione geografica (con una presenza in 175 Paesi). Come emerge dal grafico sotto riportato, nel 2016 la contribuzione dei mercati esteri al fatturato consolidato è stata del 57%, in leggero aumento rispetto al 55% del 2015 e al 56% del 2016. In termini di attivi totali gli Stati Uniti rappresentano il 51% degli asset del Gruppo (dati al 31 dicembre 2016).

La struttura dimensionale assicura al Gruppo un vantaggio competitivo notevole, con posizioni di mercato rilevanti in settori che presentano elevate barriere all'entrata. La diversificazione del business consente inoltre di mitigare i rischi legati alla concentrazione, alla volatilità e all'eventuale ciclicità delle singole macro-aree di attività.

Posizioni rilevanti in settori con elevate barriere all'entrata



Più in dettaglio, GE si presenta come un conglomerato industriale attivo nei settori energia, aviazione, salute, trasporti ed elettronica. Le principali unità di business sono:

Le principali divisioni del Gruppo

- GE Power: è leader mondiale nella generazione di energia, da un ampio spettro di fonti di combustibile;
- GE Renewable Energy: si occupa principalmente di cogenerazione da fonti rinnovabili;
- GE Oil & Gas: opera in tutti i segmenti dell'industria petrolifera e del gas, dalla perforazione ed estrazione al trasporto, dagli impianti di gas naturale liquefatto, ai gasdotti e oleodotti. GE Oil & Gas offre anche soluzioni per la generazione di energia elettrica, per la compressione e lo stoccaggio del gas e per la raffinazione e l'industria petrolchimica;
- GE Aviation: progetta, produce e revisiona componenti e sistemi per l'aeronautica civile e militare;
- GE Healthcare: è leader nelle soluzioni per la cura della salute (sistemi di diagnostica per immagini, farmaci e radio-farmaci diagnostici);
- GE Energy Connections: è la divisione che si occupa di elettrificazione, progettando soluzioni per la trasmissione, distribuzione, gestione, conversione e ottimizzazione dell'utilizzo di energia elettrica in settori industriali *energy-intensive*;

- GE Transportation è leader globale nella costruzione di materiale ferroviario, marino, minerario e industriale per il settore di produzione di energia.

Oltre alla divisione industriale esiste anche un braccio finanziario, rappresentato da GE Capital Corporation (GECC). Il *core business* di GECC è costituito dall'erogazione di prestiti a clientela privata e a società appartenenti al segmento intermedio del mercato (*mid market*), distribuite tra diversi settori e aree geografiche. Il contributo relativo di GECC al fatturato e ai risultati consolidati è progressivamente diminuito negli ultimi esercizi, in maniera coerente con la strategia del Gruppo di focalizzarsi sulle attività industriali.

GE Capital Corporation

Strategia e sviluppi recenti

General Electric sta operando da tempo una profonda trasformazione che prevede una focalizzazione sulle attività *core* di natura industriale ed un progressivo ridimensionamento di quelle di natura finanziaria. Nel corso dell'ultimo decennio il portafoglio di GE è profondamente cambiato e la contribuzione delle attività industriali ai profitti del Gruppo è passata dal 45% al 90% circa, come evidenziato dal CEO nell'ultimo bilancio.

Focalizzazione verso le attività *core* industriali e ridimensionamento della componente finanziaria

Nell'aprile del 2015 GE ha annunciato formalmente un piano - GE Capital Exit Plan - per accelerare la contrazione delle attività nei servizi finanziari del Gruppo attraverso la vendita della maggior parte degli attivi di GECC. L'obiettivo del piano era indicato in dismissioni per 200 miliardi di dollari da effettuarsi nell'arco di 24 mesi. Alla fine del 2016 il target risultava quasi raggiunto, con disinvestimenti perfezionati per 190 miliardi di dollari ed accordi da chiudere nel 2017 per ulteriori 7 miliardi di dollari.

Oltre all'acquisizione delle attività di generazione e trasmissione di energia di Alstom (operazione chiusa nel novembre del 2015 del valore di circa 10 miliardi di dollari), va appunto nella direzione di un potenziamento dell'area industriale l'accordo sottoscritto a fine 2016, avente per oggetto la fusione della divisione Oil&Gas di GE con Baker Hughes, una delle maggiori società nel comparto dei servizi petroliferi. L'intesa prevede che General Electric controlli la nuova società con il 62,5% del capitale, mentre il 37,5% sarà detenuto Baker Hughes. L'operazione, dell'importo di 30 miliardi di dollari, è la più significativa nella storia di GE, una multinazionale caratterizzata da sempre da un forte dinamismo sul fronte delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A). La fusione tra GE Oil&Gas e Baker Hughes che, secondo le ultime indicazioni, dovrebbe divenire operativa entro il primo semestre dell'anno in corso, va a creare un nuovo colosso dei servizi petroliferi, un settore in fase di consolidamento.

Le operazioni recenti più significative: Alstom e Baker Hughes

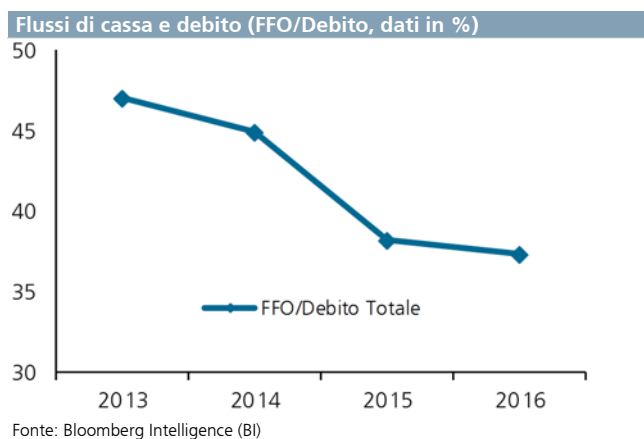
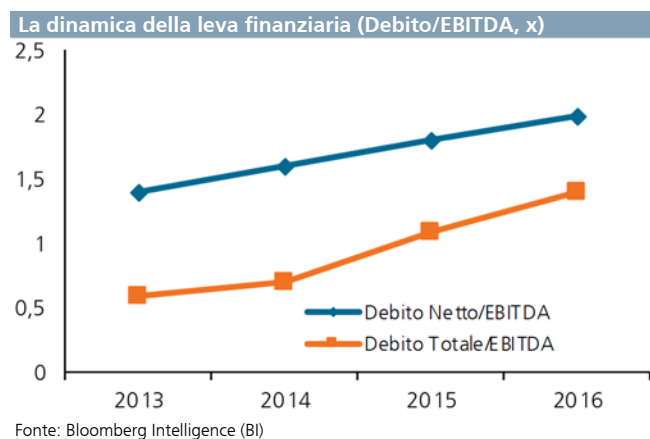
Punti di forza / opportunità – Punti di debolezza / rischi

Punti di forza

- Posizioni competitive molto solide nelle principali aree di business
- Redditività elevata, sia in termini assoluti che in relazione ai parametri dei principali concorrenti
- Flusso di investimenti consistente, tale da assicurare il rafforzamento della posizione competitiva

Punti di debolezza

- Leverage elevato, soprattutto tenendo conto di alcune poste fuori bilancio
- Politica finanziaria piuttosto aggressiva, sbilanciata a favore degli azionisti
- Flussi di cassa deboli, anche se in miglioramento
- Rischio di esecuzione delle acquisizioni effettuate, in termini di sinergie e raggiungimento di performance operative



I risultati dell'esercizio 2016

Nell'analizzare brevemente i risultati del 2016 è importante, in via preliminare, mettere in luce come i numeri consolidati dell'esercizio 2016 siano stati significativamente influenzati dalle operazioni societarie effettuate nell'ultimo biennio: tra queste, l'acquisizione di Alstom nel 2015, la cessione di alcune attività collegate alla contrazione delle attività nei servizi finanziari e, nel giugno 2016, la vendita della divisione Appliances, uno dei principali produttori di elettrodomestici per la cucina e di lavatrici negli Stati Uniti.

I numeri che vengono riportati nella tabella sottostante sono redatti da GE secondo i principi contabili americani US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) e sono elaborati con l'obiettivo di rendere confrontabile l'esercizio 2016 rispetto al precedente. Ciò premesso, GE ha archiviato l'esercizio 2016 con un fatturato consolidato in crescita di oltre il 5%, grazie alla soddisfacente dinamica delle attività industriali che, come già evidenziato, rappresentano il *core business* del Gruppo. Le unità di business che hanno segnato i migliori risultati in termini di incremento delle vendite sono stati GE Power (+25%) e GE Renewable Energy (+44%). Positiva ma decisamente più modesta la crescita del turnover nelle divisioni Aviation (+6%) ed Healthcare (+4%). In marginale incremento (+1% circa) anche il volume di attività collegato ai servizi finanziari, malgrado la flessione del fatturato su base organica, al netto delle variazioni del perimetro di consolidamento e dell'effetto cambi.

Il Gruppo vanta una buona dinamica di medio periodo sia in termini di crescita che di profitti. Tra il 2013 ed il 2016 il tasso di crescita organica del fatturato delle attività industriali è stato pari al 3% mentre i profitti industriali e "verticali" (ove con verticali si fa riferimento alle attività di natura non industriale che il Gruppo intende proseguire dopo il pieno completamento delle dismissioni previste dal piano GE Capital Exit Plan) sono cresciuti ad un tasso annuo composto del 7%.

Nell'esercizio 2016 il profitto operativo industriale (*Industrial Segment Profit*) ha segnato una leggera flessione (-2% circa), principalmente legata alla performance della divisione Oil&Gas: quest'ultima ha visto una contrazione dei profitti del 40% circa a causa dell'effetto combinato sfavorevole di una flessione dei volumi, dei prezzi e della produttività. L'utile operativo da attività continuative è significativamente aumentato e l'utile netto è risultato pari a 8,2 miliardi di dollari, dopo che il 2015 si era chiuso con una perdita netta di 6,1 miliardi, collegata proprio alla performance della divisione finanziaria.

GE: dati chiave, 2016 vs. 2015			
Miliardi USD	2016	2015	Variazione a/a
Fatturato consolidato	123,7	117,4	5,4%
di cui da Attività Industriali	114,9	108,4	6,0%
di cui da Servizi Finanziari	10,9	10,8	0,9%
Costi e spese	114,7	109,2	5,0%
Profitto operativo industriale	17,6	18	-2,2%
Profitto da Servizi finanziari	-1,2	-7,9	-84,8%
Margine operativo industriale (pb)	11,4	11,7	-30pb
Utile operativo da attività continuative	9,2	1,7	441,2%
Utile netto	8,2	-6,1	NS
Utile/perdita per azione (in USD)	0,89	-0,61	NS
Utile per azione da attività industriali e Verticali	1,49	1,31	13,7%
Attivi totali	350,4	372,1	-5,8%
Flussi di cassa attività operative (CFOA)	30	16,4	82,9%
di cui dividendi da GE Capital	20,1	4,3	367,4%
Cash e quasi-cash	48,1	70,5	-31,8%

Fonte: General Electric, Bilancio 2016

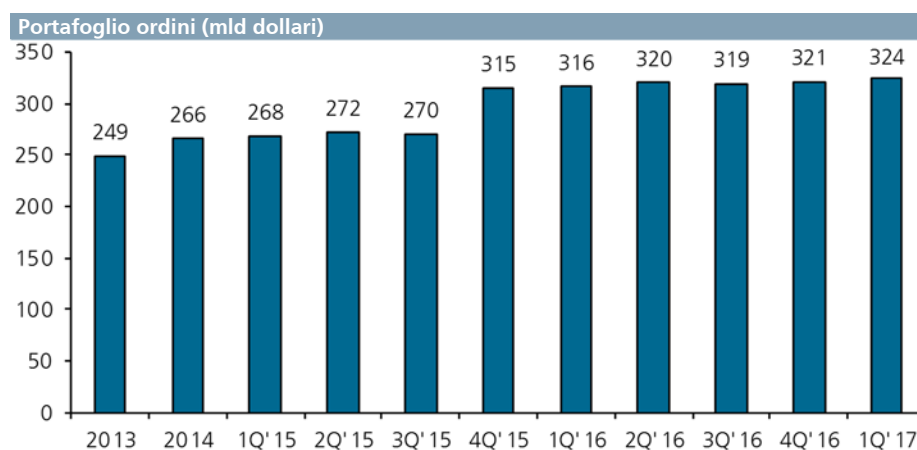
La generazione di cassa delle attività operative (CFOA, Cash From Operating Activities) è significativamente aumentata: la crescita è in gran parte imputabile al forte aumento dei dividendi da parte di GECC, unito ad un contestuale miglioramento (3,6 miliardi di dollari) nella gestione del capitale circolante. La liquidità (cash e quasi-cash) è invece diminuita: sulla flessibilità finanziaria del Gruppo (che pure resta abbastanza elevata) pesano, in questa fase di profondo cambiamento di strategia, sia le acquisizioni che una politica finanziaria piuttosto aggressiva. Nel corso del 2016 GE ha trasferito 30,5 miliardi agli azionisti attraverso la distribuzione di dividendi (8,5 miliardi) ed operazioni di riacquisto azioni per ben 22 miliardi. Per il 2017 l'orientamento resta sempre favorevole agli azionisti con dividendi attesi stabili e *buyback* consistenti, anche se in calo (si confrontino sotto i target del 2017).

Al margine della diffusione dei risultati, il CEO ha dichiarato che nel 2016 il Gruppo ha proseguito nel raggiungimento dei propri obiettivi e ha continuato a promuovere la crescita e gli investimenti in tecnologia.

Per il 2017 il management ha indicato obiettivi finanziari nel complesso piuttosto sfidanti. Più in dettaglio sono stati evidenziati i seguenti target: utile per azione nella forchetta 1,60-1,70 dollari (1,45-1,55 dollari il target del 2016), crescita organica del 3%-5% (2%-4% nel 2016), miglioramento dei margini operativi industriali (con indicazione di un incremento minimo di 100pb raggiungibile principalmente attraverso una riduzione dei costi strutturali di 1 miliardo di dollari tra il 2017 ed il 2018), generazione di cassa delle attività operative (CFOA) compresa nella forchetta 11-15 miliardi di dollari (12-14 miliardi il target 2016), un Free Cash Flow incluse le eventuali cessioni di 16-20 miliardi di dollari, dividendi per 8 miliardi (target stabile rispetto al 2016) e riacquisto di azioni proprie per 11-13 miliardi (18 miliardi nel 2016).

Target 2017 sfidanti (il confronto con il 2016)

In occasione della comunicazione dei risultati del 1° trimestre 2017, GE ha aggiornato il portafoglio ordini (*backlog orders*), cioè gli ordini già ottenuti ma ancora da soddisfare. Tale grandezza fornisce utili informazioni sul possibile livello prospettico del fatturato. In questo senso i dati rilasciati risultano piuttosto incoraggianti.



Fonte: General Electric, Trimestrale al 31 marzo 2017

Rating

L'eredità della crisi si è tradotta in una revisione del merito di credito assegnato al Gruppo General Electric che, dagli anni '90 fino al 2009, aveva conservato la valutazione massima sia da parte di Moody's che di S&P. Dopo la prima serie di tagli in coincidenza con lo scoppio della crisi del 2008, vi sono stati negli ultimi due anni ulteriori interventi, come effetto del cambio di strategia del Gruppo. Attualmente le tre agenzie si dividono nella valutazione del merito di credito, con i rating assegnati da S&P e Fitch che rimangono in area doppia A mentre Moody's ha espresso un giudizio più conservativo portando il rating ad A1 nell'aprile del 2015. Si tratta quindi di uno scenario di *split rating* nel quale prevalgono valutazioni differenti; in queste circostanze il mercato tende a posizionarsi (in termini di CDS e di spread, ossia di premio al rischio sul debito dell'emittente) sul rating più severo, ossia quello di Moody's.

Rating in area AA per il Gruppo

General Electric: i rating delle agenzie a confronto			
	Moody's	S&P	Fitch
Rating di lungo termine	A1	AA-	AA-
Outlook	Stabile	Stabile	Stabile
Ultima variazione	Declassamento di un notch il 10.04.2015	Declassamento di due notch il 23.09.2016	Inizio copertura 02.08.2016

Fonte: Bloomberg

Secondo le valutazioni espresse proprio da Moody's in una nota del novembre 2016, successiva all'operazione Baker Hughes, il rating di A1 continua a riflettere la forte posizione competitiva e la dimensione importante del Gruppo, che può contare su un elevato grado di differenziazione sia in termini di prodotti che di distribuzione geografica. L'agenzia si aspetta infatti che le attività di GE saranno in grado di generare un robusto flusso di ricavi, livelli di profittabilità duraturi e solidi flussi di cassa. Se dunque l'analisi del business e dei risultati operativi appare estremamente incoraggiante, qualche debolezza emerge con riferimento al profilo finanziario, alla luce della decisione della capogruppo di ridimensionare le attività della controllata GECC (GE Capital Corporation). Le stime più recenti di Moody's vedono GE su livelli medi più bassi rispetto a quelli dei *competitor*, con la prospettiva di possibili ulteriori deterioramenti. L'agenzia dice di aspettarsi un incremento solo modesto per i flussi di cassa derivanti dalle attività industriali nei prossimi 12-18 mesi, a fronte di un livello di leva finanziaria che rimane elevato anche a causa dell'impatto dei costi di gestione dei piani pensionistici. A questo si aggiungono gli oneri e le garanzie che la capogruppo GE ha fornito in sede di dismissione della maggior parte delle attività di GECC. Infine anche il profilo di liquidità di GE appare indebolito a seguito dell'acquisizione di alcune attività di Alstom e dopo le recenti iniziative di remunerazione degli azionisti. Il giudizio di fondo rimane però positivo e con un outlook stabile; Moody's si aspetta infatti che il management porterà a compimento con successo i vari processi di ristrutturazione già avviati e riuscirà ad implementare il piano industriale annunciato per i prossimi 2-3 anni.

Moody's: leva finanziaria elevata e profilo di liquidità indebolito, ma la valutazione rimane positiva

Di stampo più ottimista appaiono le valutazioni di S&P che, da settembre 2016, assegna a GE un rating di AA- ed esprime un giudizio relativamente positivo sulle grandezze finanziarie del Gruppo. L'agenzia stima infatti che la politica finanziaria della capogruppo si rivelerà sufficientemente conservativa per finanziare lo sviluppo del business e la strategia piuttosto aggressiva di remunerazione degli azionisti. L'outlook stabile assegnato da S&P a questo emittente incorpora una leva finanziaria, misurata in termini di debito adjusted/EBITDA, al di sotto della soglia di 2,5x ed un rapporto tra debito e flussi di cassa in area 30-35%. Tra i punti di forza del Gruppo l'agenzia cita il ciclo continuo di investimenti in nuove tecnologie e le operazioni condotte in modo piuttosto mirato per espandere ulteriormente le proprie aree di business. Rispetto a Moody's, S&P valuta più positivamente anche la decisione di dismettere gran parte delle attività finanziarie. Tale operazione avrebbe infatti portato un miglioramento del profilo di liquidità, limitando la necessità di ricorrere a fonti di *funding* di breve termine. Infine il

S&P valuta positivamente le scelte strategiche del Gruppo

forte grado di diversificazione nelle attività integrate nel Gruppo ha portato l'agenzia a riconoscere un *notch* di aumento nel rating finale assegnato a GE.

Credit view: Neutrale

Riteniamo che sotto il profilo del business GE possa vantare punti di forza molto importanti in termini sia di diversificazione geografica e di prodotto che, soprattutto, di posizionamento competitivo in settori caratterizzati da elevate barriere all'entrata. L'analisi di medio-lungo periodo del fatturato e dei margini evidenzia una buona tenuta di fondo del Gruppo nelle diverse fasi del ciclo. Come segnalato in apertura negli ultimi anni GE ha operato un'ampia trasformazione, con una drastica ridefinizione del portafoglio a favore delle attività strettamente industriali. Le ultime operazioni effettuate - Alstom e Baker Hughes - dovrebbero apportare nei prossimi anni sinergie importanti anche se, soprattutto nel caso di Baker Hughes, gli effetti concreti delle scelte strategiche sono ancora da verificare.

La solidità del business è stata accompagnata negli ultimi anni da un indebolimento finanziario imputabile, da un lato, proprio alle trasformazioni in atto e, dall'altro, alla volontà del management di mantenere una politica finanziaria molto favorevole agli azionisti. Anche se gli indici di leverage restano più deboli rispetto a quelli dei principali concorrenti (ad esempio Siemens, Honeywell International Inc., ABB Ltd) riteniamo che, al margine dei rischi di esecuzione delle operazioni effettuate, i prossimi anni potrebbero consentire una maggiore focalizzazione sul miglioramento del debito e sul rafforzamento dei flussi di cassa. Resta sempre l'incognita delle scelte in termini di dividendi e di riacquisto azioni che, come evidente, vanno a favorire gli azionisti a scapito degli obbligazionisti.

Alla luce di tali considerazioni esprimiamo una view di credito Neutrale, frutto appunto di un bilanciamento tra questi differenti fattori.

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 General Electric. 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 General Electric 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 31.03.2016.

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 poichè sulla base dei dati fondamentali non ci sono elementi sufficienti per determinare una view. La credit view precedente, se espressa, non è più valida.
Non assegnata	L'emittente è o potrebbe essere oggetto di copertura da parte della Direzione Studi e Ricerche ma non viene assegnata una credit view, o volontariamente o in applicazione delle normative e/o politiche aziendali previste (ad esempio, nel caso in cui il Gruppo Intesa Sanpaolo svolga il ruolo di Advisor in una fusione o transazione strategica o di Lead Manager o Bookrunner in un'operazione di cui l'emittente è oggetto).

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

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
General Electric	Neutrale	26.04.2017

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

Inoltre, si riportano di seguito le seguenti informazioni sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo hanno erogato finanziamenti significativi a favore di GENERAL ELECTRIC COMPANY e del suo gruppo di appartenenza.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Uno degli analisti citati nel documento (Serena Marchesi) è socio AIAF.
4. Gli analisti citati nel documento non ricevono 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, Cristina Baiardi