

Informativa finanziaria e analisti finanziari

Prof. Andrea Lionzo

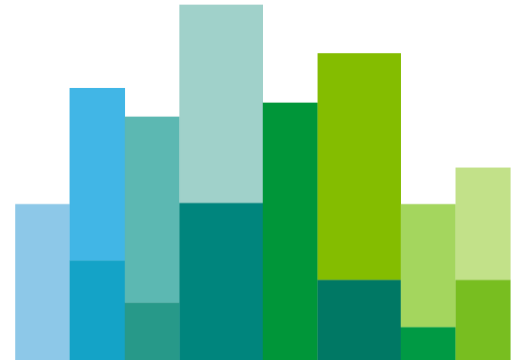


19 febbraio 2024

INDICE

- *Performance* contabili e non-GAAP measures
- Performance di valore
- *Equity Research*

Performance contabili e NON-GAAP measures



Performance contabili e non contabili

Performance contabili

- L'*investor relations manager* deve soddisfare le esigenze informative della comunità finanziaria, interessata a conoscere l'attitudine dell'azienda ad accrescere il valore economico del suo capitale.
- Per comprendere il valore creato dell'azienda, un indicatore fondamentale è rappresentato dalle *performance* dalla stessa realizzate in un certo intervallo temporale di riferimento.
- Nel valutare le *performance* di un'azienda si ritengono sempre più inefficaci le cc.dd. ***performance contabili***.
- Le *performance* contabili riflettono i risultati di bilancio o "GAAP measures" determinati secondo il principio di competenza economica e secondo le regole dei principi contabili di riferimento.

NON-GAAP *measures*

Premessa

- Le aziende continuano a cercare modi più significativi ed efficaci per comunicare con investitori, analisti e *partner* commerciali.
- Utilizzo di **NON-GAAP *financial measures*** per fornire una conoscenza in chiave quantitativa delle *performance* economico-finanziarie dell'azienda e per integrare le risultanze sempre più complesse derivanti dall'applicazione dei GAAP.
- A fronte della complessità sempre maggiore dei *business models*, le aziende utilizzano le NON-GAAP *measures* per comunicare in modo efficace e chiaro le loro *performance* economico-finanziarie.

NON-GAAP *measures*

Definizione

Misura quantitativo-monetaria delle *performance* economico-finanziarie passate e future, della situazione finanziaria ovvero dei *cash flows* relativi all'azienda che includono (escludono) valori che non vengono ricompresi (o sono esclusi) dalle GAAP *measures* direttamente confrontabili.

- Le NON-GAAP *financial measures* non includono operazioni o dati statistici di natura non finanziaria ovvero misure che trovano fondamento sulle informazioni "GAAP".

NON-GAAP *measures*

Esempi

NON-GAAP *measures*

Non
NON-GAAP *measures*

- EBITDA
- EBITDAR
- EBIT
- FFO
- NFP
- Il reddito operativo calcolato escludendo gli *items* "non-recurring" (cc.dd. *adjusted measures*) quali spese di ristrutturazione o *impairment charges*
- Numero di dipendenti, soggetti abbonati o negozi
- ROS o il *gross margin* calcolati utilizzando valori "GAAP"
- Ricavi/costi stimati con riferimento a una nuova linea di prodotto qualora le stime si fondino su calcoli "GAAP"

NON-GAAP *measures*

Past abuses

- Il boom *dot-com* è stato caratterizzato dallo sviluppo di nuovi metodi di misurazione di tipo finanziario volti a comunicare agli investitori interessati il proprio potenziale valore.
- Gli *earnings* e i *press releases* delle *public companies* integravano di frequente le informazioni "GAAP" mediante dei dati pro-forma NON-GAAP.
- Tuttavia, in mancanza di adeguate linee guida e di una chiara definizione della locuzione "pro-forma", gli *earnings* pro-forma calcolati da un'azienda non potevano essere costantemente confrontati con quelli misurati da altre imprese. Ciascuna azienda elaborava proprie misurazioni pro-forma al fine di indirizzare l'attenzione degli investitori su specifiche informazioni.
- La SEC ha segnalato che le informazioni finanziarie NON-GAAP sono suscettibili di indurre in errore gli investitori qualora esse non siano "rappresentate" in maniera appropriata.

NON-GAAP *measures*

Caso Groupon

- Il dichiarato utilizzo da parte di Groupon di NON-GAAP *financial measures* ha reso evidente il crescente ricorso nell'ambito dell'informativa trasmessa da parte delle aziende di questo tipo di indicatori.
- Quando Groupon nel 2011 ha presentato l'IPO, ha dichiarato: "*We don't measure ourselves in conventional ways*".
- L'introduzione di NON-GAAP *measures* da parte di Groupon quali l'"*adjusted consolidated segment operating income*" (*adjusted CSOI*) è stata criticata dalla comunità degli investitori, tra cui la SEC.
- In realtà, a fronte di *business* in continua evoluzione e sempre più complessi, le NON-GAAP *measures* consentono alle aziende di trasmettere in modo più efficace delle informazioni *useful* agli *stakeholders*.

NON-GAAP *measures*

Regole SEC: *Regulation G* e *Item 10(e)*

- Il fine ultimo della SEC è quello di assicurare che le informazioni che differiscono da quelle presentate nei bilanci redatti sulla base dei GAAP non siano fuorvianti per gli investitori.
- A tal fine la SEC ha predisposto alcune regole che disciplinano le NON-GAAP *financial measures*. In particolare, la SEC ha introdotto:
 - la "**Regulation G**": una disposizione antifrode che si applica a tutte le comunicazioni aziendali (*i.e. press releases, conference calls, webcasts, etc.*);
 - l'"**Item 10(e)**" che regola la predisposizione dei documenti ufficiali archiviati presso la SEC.

NON-GAAP *measures*

Regulation G

- Sono soggette alla *Regulation G* tutte le *disclosures* pubbliche contenenti NON-GAAP *financial measures*, siano esse diffuse in forma scritta, oralmente, telefonicamente, tramite *webcast* o *broadcast*.
- Tra le *disclosures* disciplinate dalla *Regulation G* rientrano:
 - *press releases*;
 - *investor presentations*;
 - *conference calls*.
- È necessario pertanto porre attenzione alla *disclosure* relativa alle NON-GAAP *financial measures* in tutte le informazioni trasmesse al pubblico.

NON-GAAP *measures*

Regulation G

Regualtion G	
Ambito di applicazione	Tutte le disclosures pubbliche previste dal Securities Exchange Act relative a informazioni che contengono NON-GAAP financial measures, incluse: press releases, conference calls, investor presentations, etc..
Disclosure richiesta	Quando viene resa pubblica una NON-GAAP financial measure, la società deve: - calcolare e rappresentare ai sensi dei GAAP la più simile financial measure direttamente comparabile; - riconciliare le differenze tra la NON-GAAP financial measure e la più simile GAAP measure direttamente comparabile.
Divieti	La società non può rendere pubblica alcuna NON-GAAP financial measure qualora contenga una dichiarazione falsa di un fatto materiale ovvero ometta un fatto materiale necessario affinché l'informazione non sia fuorviante.

NON-GAAP *measures*

Item 10(e)

- L'item 10(e):
 - regola la redazione dei documenti ufficiali archiviati presso la SEC ai sensi del *Securities Act* e dell'*Exchange Act*;
 - proibisce la presentazione delle NON-GAAP *financial measures* nei bilanci di esercizio degli emittenti e nelle relative *Note*, nonché in ogni altra informazione finanziaria pro-forma che si richiede di divulgare ai sensi della *Regulation S-X*.
- L'Item 10(e) si applica tipicamente a:
 - *Summary Financial Information*;
 - *Selected Historical Financial Information*;
 - *Management's Discussion and Analysis*;
 - ogni altra sezione dei prospetti informativi e *report* periodici che contengano NON-GAAP *financial measures*.

NON-GAAP *measures*

Item 10(e)

Item 10(e)

Ambito di applicazione

I documenti ufficiali depositati presso la SEC, tra cui:

- *Securities Act Registration Statements*;
- *Annual Reports on Form 10-K*;
- *Quarterly Reports on form 10-Q*;
- *Current Reports on Form 8-K*;
- *Proxy Statements*.

Disclosure richiesta

Quando l'emittente presenta una NON-GAAP *financial measure* deve:

- calcolare e rappresentare ai sensi dei GAAP la più simile *financial measure* direttamente comparabile;
- riconciliare le differenze tra la NON-GAAP *financial measure* e la più simile GAAP *measure* direttamente comparabile;
- Spiegare le ragioni per cui il *management* ritiene che la presentazione delle NON-GAAP *financial measures* fornisca informazioni *useful*;
- motivare, se del caso, le ulteriori finalità per cui il *management* utilizza tali NON-GAAP *financial measures*.

NON-GAAP *measures*

Item 10(e)

Item 10(e)

Divieti

L'emittente non può:

- escludere gli oneri o le passività che richiedono o richiederanno il regolamento in contanti dalle NON-GAAP *financial measures* (eccetto per l'EBIT e L'EBITDA);
- "aggiustare" una NON-GAAP *financial measure* per eliminare o ridurre gli effetti prodotti da *items* non ricorrenti, infrequenti, inusuali quando è ragionevolmente probabile che tale fatto si ripeterà entro due anni ovvero si sono verificati fatti simili nei due anni precedenti;
- utilizzare appellativi o descrizioni di NON-GAAP *financial assets* analoghi, o simili se creano confusione, agli appellativi o alle descrizioni utilizzate per i GAAP *financial measures*.

La società può "aggiustare" gli oneri ricorrenti nei due anni precedenti o futuri, ma l'aggiustamento non può essere classificato come non ricorrente, non frequente o inusuale.

Elementi per la lettura del bilancio

La nozione di indicatore alternativo di performance

- «Ai fini dei presenti orientamenti uno IAP è inteso come un indicatore finanziario di performance finanziaria, posizione finanziaria netta o flussi di cassa storici o futuri, diverso da un indicatore finanziario definito o specificato nella disciplina applicabile sull'informativa finanziaria» (§ 17).
- I soggetti che diffondono gli IAP sono tenuti a:
 - definire gli IAP utilizzati, illustrarne la composizione e le ipotesi eventualmente alla base della loro determinazione;
 - corredare gli IAP di una terminologia esplicativa;
 - riconciliarne l'importo con il totale parziale o complessivo di bilancio;
 - chiarire la rilevanza e l'affidabilità dello IAP presentato;
 - fornire le informazioni su basi comparative.

Elementi per la lettura del bilancio

La nozione di indicatore alternativo di performance

- La Consob ha regolamentato la diffusione degli IAP, in particolare, mediante:
 - la Comunicazione n. DEM/6064291 del 28 luglio 2006 ("**Comunicazione Uno**");
 - la Comunicazione n. DEM/6064293 del 28 luglio 2006 ("**Comunicazione Due**");
 - la Comunicazione n. 0092543 del 3 dicembre 2015, con la quale ha stabilito che ogni precedente riferimento ai documenti ESMA è sostituito dagli Orientamenti.
- La Consob con la Comunicazione n. DEM/6064293 del 28 luglio 2006 ha richiesto l'indicazione nelle note illustrative della posizione finanziaria netta. La Consob ha altresì stabilito che *"... ai fini della definizione della posizione finanziaria netta si fa rinvio a quanto indicato sull'argomento nella Raccomandazione del CESR del 10 febbraio 2005 "Raccomandazioni per l'attuazione uniforme del regolamento della Commissione Europea sui prospetti informativi"*.

Elementi per la lettura del bilancio

La nozione di indicatore alternativo di performance

- L'ESMA ha diffuso in data 4 marzo 2021 i “nuovi” orientamenti in tema di prospetto, fornendo uno schema di illustrazione della posizione finanziaria netta in parte diverso rispetto a quello precedente.
- La Consob, con il Richiamo di Attenzione n. 5/21 datato 29 aprile 2021, ha stabilito che “... a partire dal 5 maggio 2021, ..., i riferimenti contenuti in precedenti comunicazioni della CONSOB alle sopra richiamate Raccomandazioni CESR sul prospetto s'intendono sostituiti con gli Orientamenti ESMA in oggetto (n.d.r.: i “nuovi” orientamenti), ivi inclusi i riferimenti presenti nella Comunicazione n. DEM/6064293 del 28-7-2006 in materia di posizione finanziaria netta”.
- La composizione della posizione finanziaria netta nelle due successive versioni degli Orientamenti ESMA è illustrata nelle tabelle che seguono.

Elementi per la lettura del bilancio

PFN (Posizione Finanziaria Netta)

Nuovo Prospetto (Orientamento 39 ESMA del 4 marzo 2021)

A	Disponibilità liquide.....
B	Mezzi equivalenti a disponibilità liquide
C	Altre attività finanziarie correnti
D	Liquidità (A + B + C).....
E	Debito finanziario corrente (inclusi gli strumenti di debito, ma esclusa la parte corrente del debito finanziario non corrente).....
F	Parte corrente del debito finanziario non corrente
G	Indebitamento finanziario corrente (E + F)
H	Indebitamento finanziario corrente netto (G - D).....
I	Debito finanziario non corrente (esclusi la parte corrente e gli strumenti di debito)
J	Strumenti di debito
K	Debiti commerciali e altri debiti non correnti
L	Indebitamento finanziario non corrente (I + J + K)
M	Totale indebitamento finanziario (H + L).....

Vecchio Prospetto (Raccomandazione CESR del 10 febbraio 2005)

A.	Cassa.....
B.	Altre disponibilità liquide (dettagli).....
C.	Titoli detenuti per la negoziazione.....
D.	Liquidità (A) + (B) + (C).....
E.	Crediti finanziari correnti.....
F.	Debiti bancari correnti.....
G.	Parte corrente dell'indebitamento non corrente.....
H.	Altri debiti finanziari correnti.....
I.	Indebitamento finanziario corrente (F)+(G)+(H).....
J.	Indebitamento finanziario corrente netto (I) – (E) – (D).....
K.	Debiti bancari non correnti.....
L.	Obbligazioni emesse.....
M.	Altri debiti non correnti.....
N.	Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M).....
O.	Indebitamento finanziario netto (J) + (N).....

- La PFN fornisce una misura del livello di indebitamento finanziario della società al netto delle relative attività finanziarie da intendere in ottica «cash equivalent»

Elementi per la lettura del bilancio

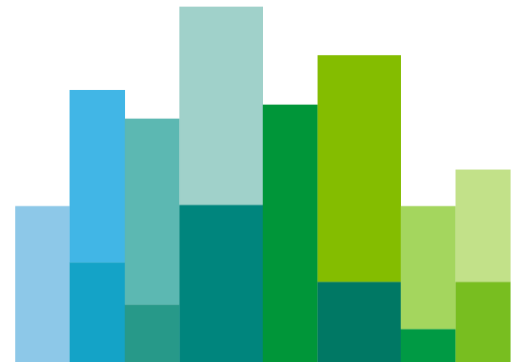
EBITDA (Earning Before Interests Tax Depreciation and Amortization)

- L'acronimo identifica con chiarezza la natura della grandezza, che esprime l'utile prima delle tasse, degli interessi passivi e degli ammortamenti. L'Ebitda ha un duplice significato: (i) misura il margine economico (MOL, nella prassi italiana) destinato a "coprire", gli ammortamenti, correlati agli investimenti, gli interessi passivi, espressione delle scelte di struttura finanziaria, e le imposte, che rappresentano un vincolo cui va soggetta la gestione; (ii) è una proxy del flusso di cassa generato dalla gestione.

EBIT (Earning Before Interests and Tax)

- È l'utile ante imposte dell'azienda unlevered senza considerare l'effetto fiscale. Esso sconta l'impatto degli ammortamenti.

Performance di valore



Performance di valore

Performance contabili

- Limiti delle *performance* contabili:
 - i risultati di bilancio sono condizionati dalle norme di legge;
 - l'adozione delle cc.dd. politiche di bilancio consentono di pilotare il risultato di esercizio in forza dei diversi interessi che confluiscono nel bilancio;
 - i risultati di bilancio sono valori a consuntivo;
 - i risultati di bilancio prescindono in larga parte dai rischi sottostanti alla gestione;
 - a meno del verificarsi di precise condizioni, gli *intangible assets* non sono rilevati in bilancio;
 - i risultati di bilancio non considerano il valore finanziario del tempo in funzione della remunerazione del capitale.

Performance di valore

Esempi di performance di valore

- Alla luce delle limitazioni delle *performance* contabili, sono state elaborate misurazioni delle cc.dd. **performance di valore** che tengono conto delle variazioni del valore economico verificatesi nel periodo di riferimento.
- Le *performance* di valore trovano espressione nei seguenti indicatori:
 - Variazione del Capitale Economico (ΔW);
 - *Economic Value Added* (EVA);
 - Risultato Economico Integrato (REI).

Performance di valore

Variazione del Capitale Economico

- L'espressione ideale che esprime la *performance* di periodo è uguale a:

$$\Delta W_{tk} + D_{tk} - \Delta C_{tk}$$

- ΔW_{tk} = variazione del capitale economico nell'esercizio tk
 - D = dividendi distribuiti
 - ΔC_{tk} = eventuale incremento di capitale proprio
-
- Il calcolo della variazione del capitale economico risulta tuttavia complicato e dispendioso in quanto postula la sistematica implementazione dei metodi di valutazione d'azienda. Pertanto, sono stati elaborati indicatori di più agevole determinazione che si rifanno alle logiche del Capitale Economico.

Performance di valore

Economic Value Added

- L'EVA costituisce la misura dell'*extra*-profitto normalizzato che un investimento è in grado di generare, su base annua, dopo che siano stati remunerati tutti i fattori produttivi e sia stata attribuita la congrua remunerazione al capitale investito nell'attività.

$$\text{EVA} = \text{Nopat} - \text{wacc} * \text{CI}$$

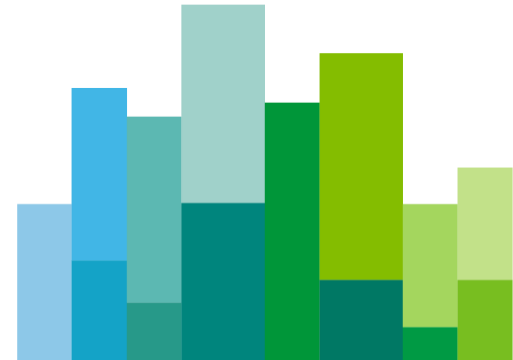
- Nopat = reddito operativo netto
 - Wacc= costo medio ponderato delle fonti di finanziamento
 - CI = capitale investito nell'attività
-
- $\text{EVA} > 0$ se il rendimento del capitale investito (Nopat/CI) è maggiore del costo del capitale investito.
 - $\text{Eva} < 0$ se il rendimento del capitale investito è inferiore del costo del capitale investito.

Performance di valore

Economic Value Added

- Il processo di normalizzazione consiste nella rettifica dei dati desunti dalla contabilità al fine di rappresentare il capitale "effettivamente" investito nella gestione operativa con lo scopo di neutralizzare prioritariamente il principio della competenza economica.
- Tra le poste di bilancio oggetto di rettifica rientrano:
 - le rimanenze: se valutate con il metodo LIFO vanno rettificate valorizzandole al metodo FIFO annullando la "riserva LIFO";
 - l'avviamento: il capitale operativo deve essere incrementato del valore complessivo dell'avviamento, se non contabilizzato;
 - gli *intangible assets*: il capitale operativo deve essere incrementato delle relative quote di ammortamento evidenziando l'intero valore degli *intangibles*;
 - fondi svalutazione e altre poste di rettifica (inclusi ratei e risconti): i valori inclusi in tali poste si aggiungono al capitale operativo;
 - fondi imposte differite e altri fondi imposte: dovendo raccordare le imposte maturate (per competenza) con le imposte pagate vanno a incrementare il capitale operativo;
 - TFR: avendo natura di passività potenziale va aggiunto al capitale investito.
- Tali rettifiche devono essere riflesse in maniera speculare nella determinazione del risultato operativo.

Equity Research



Equity Research

Overview

- Gli *Equity Research* predisposti dagli analisti finanziari permettono di esprimere la percezione maturata dalla comunità finanziaria sulle condizioni attuali o prospettive di una società.
- Attraverso tali documenti analisti indipendenti e qualificati raccomandano, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento riguardante emittenti, o i relativi strumenti finanziari, esprimendo altresì pareri sul valore o il prezzo attuale e futuro degli stessi.
- Gli *Equity Research* godono di larga diffusione nella comunità finanziaria in forza di:
 - la professionalità dei loro redattori;
 - la completezza delle basi informative a cui gli stessi possono accedere;
 - la periodica sistematicità delle indagini condotte;
 - la reputazione delle banche d'affari che, "spendendo" il loro marchio, diffondono tali studi.
- Le raccomandazioni espresse negli *Equity Research* sono sovente alla base di "ritocchi" al rialzo o al ribasso dei titoli quotati quale espressione del "*sentiment*" maturato dagli operatori più qualificati in merito all'andamento prospettico dell'emittente e all'appetibilità dei relativi titoli.

Equity Research

Formazione delle previsioni di *consensus*

- Il processo di elaborazione di un *Equity Research* può essere suddiviso in due fasi cui corrisponde lo svolgimento di due attività:
 - un'attività di ricerca in cui l'analista analizza la società oggetto di stima, i *competitors* e l'andamento del settore di riferimento;
 - un'attività di previsione in cui l'analista, tramite l'applicazione di appositi metodi di valutazione, stima il valore economico dell'azienda assegnandole un certo *target price*.
- L'analisi svolta ha come obiettivo l'espressione di un giudizio sull'emittente, ovvero sui relativi strumenti finanziari, che si esplica con tre possibili risultati:
 - *Sell*;
 - *Buy*;
 - *Hold*.
- Il giudizio dipende dal confronto tra il prezzo corrente di mercato e il *target price* individuato dall'analista finanziario.

Equity Research

Formazione delle previsioni di *consensus*

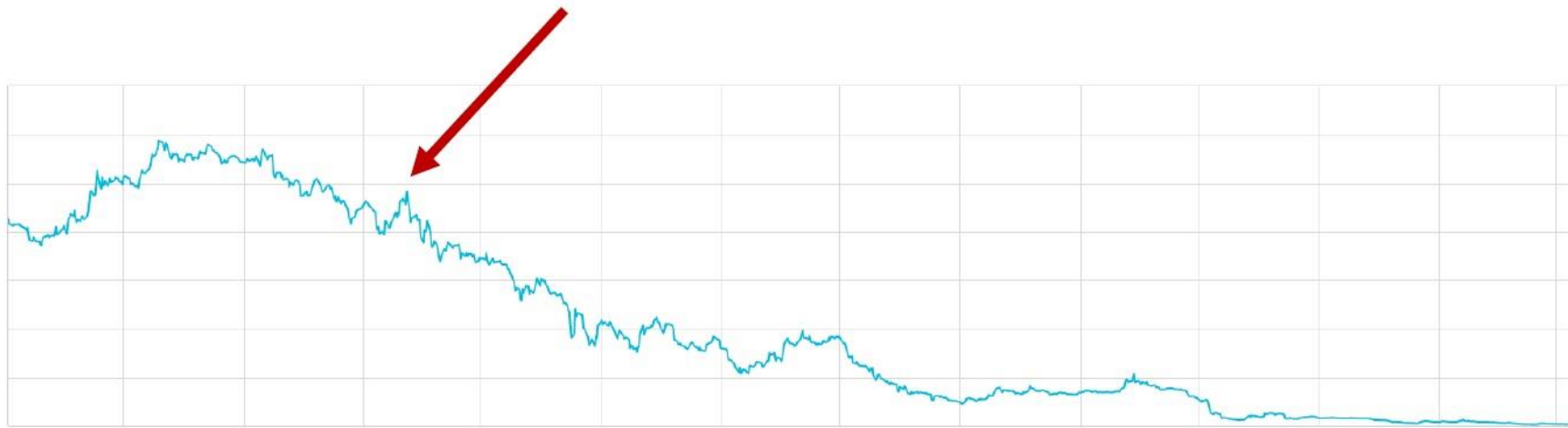
- Le fonti cui attingere nell'ambito dell'attività di ricerca sono molteplici:
 - bilanci degli esercizi precedenti della società oggetto di analisi e dei *competitors*;
 - interviste al *management*;
 - partecipazioni a eventi/*meeting*;
 - pubblicazioni di settore;
 - riviste specializzate;
 - altre risorse informative pubbliche.
- Sulla base di tali documenti, l'analista:
 - esamina la situazione economico-finanziaria passata e attuale dell'azienda che in genere traduce ricorrendo ampiamente alle NON-GAAP *financial measures*;
 - predispone il cd. *Financial Modeling* in cui elabora delle previsioni circa l'andamento futuro dell'azienda a fondamento di specifiche *assumptions*.

Equity Research

Formazione delle previsioni di *consensus*

- Al fine di determinare il *target price dell'emittente*, l'analista utilizza le più diffuse metodologie di valutazione d'azienda (*i.e.* metodi basati sui flussi di risultato, metodo dei multipli, metodo SOTP).
- Alla luce del *target price* individuato, l'analista, basandosi su un tasso *benchmark* di riferimento, assegna i seguenti *rating*:
 - *Rating Sell*: è assegnato quando c'è uno scostamento tra il prezzo corrente e il *target price* inferiore al tasso *benchmark*;
 - *Rating Buy*: è assegnato quando esiste uno scostamento tra il prezzo corrente e il *target price* superiore al tasso *benchmark* più un livello fisso di extrarendimento crescente all'aumentare del grado di rischio dell'emittente;
 - *Rating Hold o Neutral*: è assegnato quando lo scostamento tra il prezzo corrente e il *target price* rientra in un *range* precedentemente individuato.

Esempio 1



www.iceberg-research.com

info@iceberg-research.com

Iceberg Research

Noble Group, a Repeat of Enron

Second Report: Fair values and Operating Cash Flows

Report date: February 25, 2015

Esempio 1

Iceberg Research

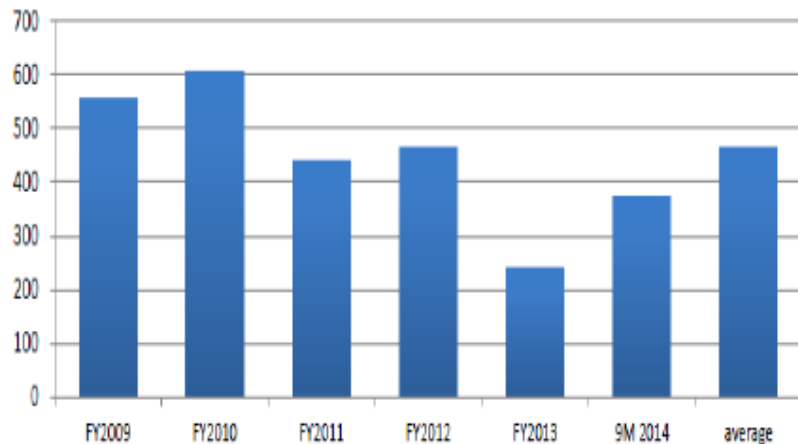
www.iceberg-research.com
info@iceberg-research.com

Noble Group, a Repeat of Enron

Second Report: Fair values and Operating Cash Flows

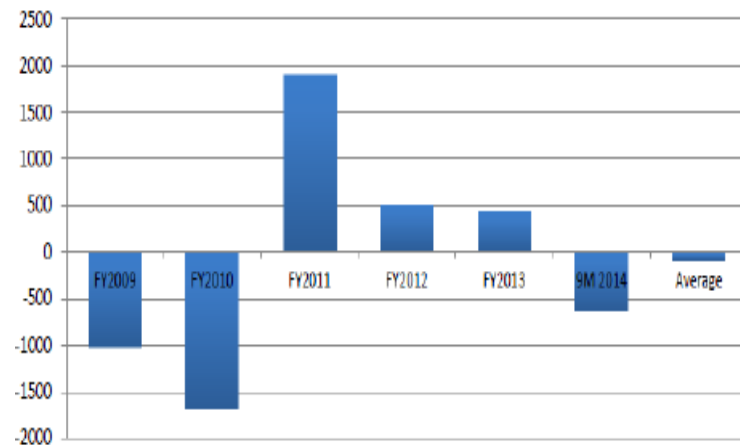
Report date: February 25, 2015

Net Profit (in \$m)



Source: Noble Group

Operating Cash Flow after Interest Reclassification (in \$m)



Source: Noble Group data

Esempio 1

March 30, 2015

Noble Group

Asia Insight: Remodeling Until Management Discloses Confidence

Industry View
In-Line

Stock Rating
Overweight

We now use a more conservative SOTP approach which supports our new PT of \$51.20, which disclosure on the impact of its mark-to-market

Source: Morgan Stanley

Key Debates:

NOBGs Cashless Profits on MtM Gains?

Market view – concern about aggressive MtMs: On February 16, 2015 *Bloomberg* reported on the first of three research reports, where the most significant accusation made against NOBG was that of aggressive assumptions made in the company's MtM accounting approach which may have allowed it to book profits far in excess of cash flows.

Our view - looks fair after adjustments: Whilst NOBG's cumulative profits from 2009-14 do exceed reported operating cash flows by more than US\$2bn, we believe two important adjustments are needed to make this comparison fair: 1) The starting period should be adjusted back at least one year to normalize the heavy working capital consumption that occurred in 2009-10 due to commodity price inflation. 2) Sales have tripled during the period reviewed and growth in working capital should be adjusted to reflect this incremental growth, we believe. Making these two changes, we find that NOBG's earnings and cash flows match more closely. In addition, NOBG's reported net margins appear comparable with the peer group that we believe is most similar, providing some added comfort.

Where we could be wrong: We expect NOBG to provide more disclosure and investors should know the full extent of MtM gains in current and past earnings as well as how fair value gains impact the financials when management reports with improved disclosure in 1Q15.

TECH

Google Parent Posts Surge in Profit, but Expenses Also Jump

Alphabet's earnings got multibillion-dollar boost from stakes in startups including Uber

Alphabet's first-quarter earnings received a boost from a change in accounting rules that caused the company to begin reporting the current fair value of nonmarketable securities, including its valuable stake in ride-hailing giant Uber.

WSJ 24/4/18

Alphabet attributed about \$3 billion of its net profit increase to the value of those securities, though the company didn't break out individual holdings or disclose what portion of that increase was made up by Uber.

The fair value of Uber shares is something of a mystery. Last December, Uber backers and employees sold shares to a group of investors led by SoftBank Group Corp. at a \$48 billion valuation—a roughly 30% discount to the last time it sold new shares to investors, at a \$68 billion valuation.

Esempio 2

Q1 2018 impact from equity securities*

Our Q1 2018 financial results were affected by a new accounting standard (ASU 2016-01) that changes the way companies account for equity security investments. As a result, all gains and losses, unrealized and realized, on equity security investments are recognized in OI&E on the income statement. Performance fees related to the equity security gains in Q1 2018 were accrued in the period. Income tax expense on the equity security gains was offset by the release of a deferred tax asset valuation allowance. The following summarizes the impact to our Q1 2018 results (in millions, except for EPS and percentages; unaudited):

	Three Months Ended March 31, 2018
Operating expenses impact:	
Accrued performance fees	\$632
OI&E impact:	
Gain on equity securities	\$3,031
Income tax impact:	
Deferred income tax expense	\$475
Release of deferred tax asset valuation allowance	(\$475)
Net income impact	\$2,399
Diluted EPS impact	\$3.40
Effective tax rate reduction	5%

*Additional information about the new accounting standard affecting our equity security investments can be found in our blog post on April 2, 2018 and our Q1 2018 10-Q.

Esempio 2

Exhibit 5:GOOGL 1Q:18 Results vs. Estimates

Morgan Stanley | RESEARCH

April 24, 2018 05:08 AM GMT

Alphabet Inc.

What's the Number?

Stock Rating

Overweight

Industry View

In-Line

Price Target

\$1,200.00

	Actual vs. Estimate			
	1Q2018		Variance	
	Actual	Estimate	Absolute	Percent
Total Gross revenue (GAAP)	31,146.0	30,743.5	402.5	1.3%
Gross Google websites	21,998.0	21,655.3	342.7	1.6%
Google websites ex-FX/hedge (in dollars)	21,140.4	20,764.4	376.0	1.8%
Gross Google Network websites	4,644.0	4,442.2	201.8	4.5%
Google Network websites ex-FX/hedge (in dollars)	4,483.2	4,275.2	208.0	4.9%
% Y/Y ex-FX/hedge growth	11.9%	6.7%	5.2%	
Gross Other revenue (Google + Other Bets)	4,504.0	4,646.0	(142.0)	-3.1%
Traffic acquisition costs (TAC)	6,288.0	6,067.0	221.0	3.6%
TAC as % of advertising revenue	23.6%	23.2%	35 bp	
Total Net revenue	24,858.0	24,676.5	181.5	0.7%
Other cost of revenue (ex-TAC, ex-SBC)	6,763.8	6,998.3	(234.5)	-3.4%
% of Revenue	27%	28%	(115) bp	
Gross profit (GAAP)	17,679.0	17,174.6	504.4	2.9%
Gross margin	71.1%	69.6%	152bp	
Total costs & expenses (GAAP)	24,145.0	23,780.2	364.8	1.5%
Total operating expenses (GAAP)	10,678.0	10,211.3	466.7	4.6%
Research and development (ex-SBC)	3,765.8	3,591.1	174.7	4.9%
Sales and marketing (ex-SBC)	3,187.1	3,090.3	96.8	3.1%
General and administrative (ex-SBC)	1,566.4	1,266.7	299.7	23.7%
Stock-based compensation	2,574.0	2,766.9	(192.9)	-7.0%
Non-recurring items	0.0	0.0	0.0	NA
Depreciation	1,791.0	1,638.5	151.5	9.2%
Amortization of intangibles	195.0	193.2	1.8	1.0%
Total operating income (GAAP)	7,001.0	6,963.3	37.7	0.5%
Total operating income margin (GAAP)	22.5%	22.6%	-0.2%	-0.8%
Total operating income (non-GAAP)	9,575.0	9,730.2	(155.2)	-1.6%
Total operating income margin (non-GAAP)	30.7%	31.6%	-91bp	
Other income/(expense), net (GAAP)	3,542.0	267.9	3,274.1	1222.1%
Pretax income (GAAP)	10,543.0	7,231.2	3,311.8	45.8%
Income tax expense (GAAP)	1,142.0	1,257.3	(115.3)	-9.2%
Tax rate (GAAP)	10.8%	17.4%	-658bp	
Tax rate (Non-GAAP)	15.0%	21.4%	-645bp	
Net income (reported GAAP)	9,401.0	5,973.9	3,427.1	57.4%
EPS (GAAP)	\$13.33	\$8.59	\$4.74	55.1%
EPS (non-GAAP)	\$15.81	\$11.30	\$4.51	40.0%
Diluted shares	705.1	695.2	10.0	1.4%

Esempio 2

Exhibit 6: GOOGL: Changes to Our Estimates

Morgan Stanley | R

April 24, 2018 05:08 AM GMT

Alphabet Inc.

What's the Nur

Stock Rating
Overweight

Industry
In-Line

	2018 Prior	2019 Prior	2020 Prior
Total Gross revenue (GAAP)	133,899.2	155,347.6	177,770.6
Total gross revenue ex-FX hedge Y/Y (in dollars)	131,472.3	155,347.6	177,770.6
FX hedge impact - Y/Y	2.2%	0.0%	0.0%
Traffic acquisition costs (TAC)	26,912.6	31,051.7	35,052.5
TAC as % of advertising revenue	23.5%	23.7%	23.5%
Total Net revenue	106,946.6	124,295.9	142,718.1
Gross profit (GAAP)	75,314.5	86,809.1	99,206.3
Gross margin	70.4%	69.8%	69.5%
Total costs & expenses (GAAP)	100,682.4	115,759.4	131,544.9
Total operating expenses (Non-GAAP)	42,137.7	47,221.0	52,980.7
Research and development (ex-SBC)	15,303.0	17,164.0	18,994.3
Sales and marketing (ex-SBC)	14,229.4	16,040.5	17,980.8
General and administrative (ex-SBC)	5,330.9	5,574.3	5,972.3
Stock-based compensation	8,893.1	10,320.7	12,254.8
Depreciation	7,013.5	8,151.3	9,359.4
Amortization of intangibles	778.9	615.0	493.0
Non-recurring items	0.0	0.0	0.0
Research and development (ex-SBC)	14.3%	13.8%	13.3%
Sales and marketing (ex-SBC)	13.3%	12.9%	12.6%
General and administrative (ex-SBC)	5.0%	4.5%	4.2%
Stock-based compensation	8.3%	8.3%	8.6%
Depreciation	6.6%	6.6%	6.6%
Amortization of intangibles	0.7%	0.5%	0.3%
Non-recurring items	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA (adjusted)	49,662	56,675	66,333
EBITDA margin (adjusted)	46.6%	47.2%	47.9%
Incremental EBITDA margin	36.0%	50.8%	52.4%
Total operating income (GAAP)	33,176.8	39,588.2	46,225.6
Total operating income margin (GAAP)	24.8%	25.5%	26.0%
Other income/(expense), net (GAAP)	1,195.8	1,575.2	1,894.9
Pretax income (GAAP)	34,372.6	41,163.3	48,120.5
Income tax expense (GAAP)	6,081.8	7,309.0	8,543.4
Tax rate (GAAP)	17.7%	17.8%	17.8%
Net income (reported GAAP)	28,290.8	33,854.3	39,577.2
Net income (GAAP), continuing ops	28,290.8	33,854.3	39,577.2
EPS (GAAP)	\$40.60	\$48.24	\$55.89

	2018 Current	2019 Current	2020 Current
Total Gross revenue (GAAP)	135,870.9	159,705.6	184,133.4
Total gross revenue ex-FX hedge Y/Y (in dollars)	133,314.0	159,705.6	184,133.4
FX hedge impact - Y/Y	2.3%	0.0%	0.0%
Traffic acquisition costs (TAC)	27,670.8	32,659.4	37,462.0
TAC as % of advertising revenue	23.8%	24.2%	24.2%
Total Net revenue	108,200.1	127,046.2	146,671.4
Gross profit (GAAP)	76,301.8	88,354.4	101,066.6
Gross margin	70.5%	69.5%	68.9%
Total costs & expenses (GAAP)	102,045.1	120,599.6	138,975.4
Total operating expenses (Non-GAAP)	42,475.9	49,248.4	55,908.6
Research and development (ex-SBC)	15,606.4	18,324.7	20,715.4
Sales and marketing (ex-SBC)	14,509.9	17,037.2	19,229.0
General and administrative (ex-SBC)	4,849.4	5,058.8	5,400.2
Stock-based compensation	8,954.7	10,525.5	12,656.8
Depreciation	7,849.7	9,125.1	11,814.1
Amortization of intangibles	801.1	615.0	493.0
Non-recurring items	0.0	0.0	0.0
Research and development (ex-SBC)	14.4%	14.4%	14.1%
Sales and marketing (ex-SBC)	13.4%	13.4%	13.1%
General and administrative (ex-SBC)	4.5%	4.0%	3.7%
Stock-based compensation	8.3%	8.3%	8.6%
Depreciation	7.3%	7.7%	8.1%
Amortization of intangibles	0.7%	0.5%	0.3%
Non-recurring items	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA (adjusted)	51,431	59,972	70,061
EBITDA margin (adjusted)	47.5%	47.2%	47.8%
Incremental EBITDA margin	41.8%	45.3%	51.4%
Total operating income (GAAP)	33,825.8	39,106.0	45,158.0
Total operating income margin (GAAP)	24.9%	24.5%	24.5%
Other income/(expense), net (GAAP)	4,512.0	4,413.8	4,702.5
Pretax income (GAAP)	38,337.8	43,519.8	49,860.5
Income tax expense (GAAP)	6,520.3	7,780.3	9,216.1
Tax rate (GAAP)	17.0%	17.9%	18.5%
Net income (reported GAAP)	31,817.5	35,739.5	40,644.4
Net income (GAAP), continuing ops	31,817.5	35,739.5	40,644.4
EPS (GAAP)	\$45.04	\$50.25	\$56.65

	2018 Revision	2019 Revision	2020 Revision
Total Gross revenue (GAAP)	1.5%	2.8%	3.6%
Total gross revenue ex-FX hedge Y/Y (in dollars)	1.4%	2.8%	3.6%
FX hedge impact - Y/Y	15 bp	—	—
Traffic acquisition costs (TAC)	2.8%	5.2%	6.9%
TAC as % of advertising revenue	34 bp	56 bp	89 bp
Total Net revenue	1.2%	2.2%	2.8%
Gross profit (GAAP)	1.3%	1.8%	1.9%
Gross margin	10 bp	(30) bp	(61) bp
Total costs & expenses (GAAP)	1.4%	4.2%	5.6%
Total operating expenses (Non-GAAP)	0.8%	4.3%	5.5%
Research and development (ex-SBC)	2.0%	6.8%	9.1%
Sales and marketing (ex-SBC)	2.0%	6.2%	6.9%
General and administrative (ex-SBC)	-9.0%	-9.2%	-9.6%
Stock-based compensation	0.7%	2.0%	2.8%
Depreciation	11.9%	19.3%	26.2%
Amortization of intangibles	2.9%	0.0%	0.0%
Non-recurring items	—	—	—
Research and development (ex-SBC)	11 bp	61 bp	81 bp
Sales and marketing (ex-SBC)	11 bp	51 bp	51 bp
General and administrative (ex-SBC)	(50) bp	(50) bp	(50) bp
Stock-based compensation	(4) bp	(2) bp	0 bp
Depreciation	70 bp	110 bp	150 bp
Amortization of intangibles	1 bp	(1) bp	(1) bp
Non-recurring items	—	—	—
EBITDA (adjusted)	3.1%	2.2%	2.5%
EBITDA margin (adjusted)	91 bp	(6) bp	(11) bp
Incremental EBITDA margin	588 bp	(548) bp	(101) bp
Total operating income (GAAP)	2.0%	-1.2%	-2.3%
Total operating income margin (GAAP)	11 bp	(100) bp	(148) bp
Other income/(expense), net (GAAP)	277.3%	180.2%	148.2%
Pretax income (GAAP)	11.5%	5.7%	3.6%
Income tax expense (GAAP)	7.2%	6.4%	7.9%
Tax rate (GAAP)	(69) bp	12 bp	73 bp
Net income (reported GAAP)	12.5%	5.6%	2.7%
Net income (GAAP), continuing ops	12.5%	5.6%	2.7%
EPS (GAAP)	10.9%	4.2%	1.4%

Source: Morgan Stanley

Company data, Morgan Stanley Research

Esempio 2

Morgan Stanley | RESEARCH

April 24, 2018 05:08 AM GMT

Alphabet Inc.

What's the Number?

⌵ Stock Rating

Overweight

⌵ Industry View

In-Line

⌵ Price Target

\$1,200.00

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA (adjusted)	43,476.0	51,431.3	59,971.7	70,060.9	81,392.7
EBITDA margin	48.7%	47.5%	47.2%	47.8%	48.7%
Incremental EBITDA margin	44.0%	41.8%	45.3%	51.4%	55.7%
Interest and other income, net	1,047.0	4,512.0	4,413.8	4,702.5	5,273.2
Interest income	1,312.0	1,593.8	1,752.8	2,217.6	2,788.3
Interest expense	(109.0)	(142.4)	(187.5)	(187.5)	(187.5)
Foreign currency exchange losses, net	(121.0)	(174.0)	(174.0)	(350.0)	(350.0)
Gain (loss) on marketable securities, net	(80.0)	3,068.5	3,068.5	3,068.5	3,068.5
Other	(114.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)
Other income (expense), net	159.0	212.0	0.0	0.0	0.0
Interest and other income, net	1,047.0	4,512.0	4,413.8	4,702.5	5,273.2
Pre-tax income (adjusted)	34,872.0	47,292.5	54,045.3	62,456.3	72,087.3

Source: Morgan Stanley

