



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"L'UTILIZZO DEI PROVENTI IN UNA IPO:  
IL CASO DI MOBILEYE"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. MENINI ANDREA**

**LAUREANDO: ZAGALLO FABIO**

**MATRICOLA N. 2001001**

**ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature) ..*Falio Zagallo*.....

*Dedico questa pagina a tutti coloro che mi vogliono bene e a tutte le persone che occupano uno spazio, che sia grande o meno, nel mio cuore.*

*Vorrei innanzitutto ringraziare mia sorella e i miei genitori che con il loro preziosi insegnamenti di vita hanno saputo spronarmi a dare il meglio di me in ogni momento e hanno cresciuto il ragazzo che sono adesso.*

*Il mio ringraziamento più grande va al mio amore, la mia fidanzata, che nei momenti più complicati e difficili è sempre stata in prima fila per supportarmi, e soprattutto sopportarmi, a continuare ad andare avanti a testa alta.*

*Vorrei ringraziare anche i genitori della mia fidanzata che in quest'ultimo anno sono stati molto presenti nella mia vita e dei quali nutro profonda stima.*

*Infine, vorrei ringraziare i miei compagni di corso, nonché miei amici, per i bellissimi momenti passati assieme sia fuori che dentro il contesto universitario, dai lavori di gruppo ai ripassi disperati nei giorni precedenti agli esami.*

*L'ultimo pensiero è rivolto a me stesso che nonostante le distanze e i limiti imposti dalla pandemia nei primi due anni accademici, ha saputo affrontare al meglio il contesto universitario e a superare le paure e le ansie iniziali.*

# INDICE

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>1</b>
<b>1. INTRODUZIONE .....</b>	<b>2</b>
<b>2. STUDIO DELL'IPO, IMPATTO DEL PROSPETTO INFORMATIVO, PROVENTI E FORMAZIONE DEL PREZZO DELLE AZIONI .....</b>	<b>3</b>
2.1 CHE COS'È UN'OFFERTA PUBBLICA INIZIALE E LA SUA REGOLAMENTAZIONE .....	3
2.2 LA DIVULGAZIONE DI INFORMAZIONI SULL'UTILIZZO DEI PROVENTI NEL PROSPETTO.....	5
2.3 MODALITÀ IN CUI POSSONO ESSERE USATI I PROVENTI RACCOLTI TRAMITE UN IPO.....	6
2.4 LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI, IL RUOLO DEI SOTTOSCRITTORI E LE FLUTTUAZIONI DEL PREZZO DI NEGOZIAZIONE NEL MERCATO .....	8
2.5 VANTAGGI E SVANTAGGI LEGATI ALLA QUOTAZIONE NEI MERCATI REGOLAMENTATI.....	9
<b>3. IL CASO MOBILEYE: IL SETTORE DEGLI ADAS, L'ANALISI DEL BILANCIO, L'UTILIZZO DEI PROVENTI E CONFRONTO CON I CONCORRENTI.....</b>	<b>11</b>
3.1 STORIA E STRATEGIA DI BUSINESS DELL'AZIENDA.....	11
3.2 ANALISI ECONOMICA DEL SETTORE DEI SISTEMI AVANZATI DI ASSISTENZA ALLA GUIDA.....	12
3.3 MOBILEYE ATTRAVERSO I NUMERI: INDAGINE FINANZIARIA SUL BILANCIO D'ESERCIZIO ....	14
3.4 CRESCITA E PROFITABILITÀ DELL'AZIENDA: PRESENTE E FUTURO.....	19
3.5 PROSPETTO, UTILIZZO DEI PROVENTI RACCOLTI E ANDAMENTO DEL PREZZO DELLE AZIONI NELL'OFFERTA PUBBLICA INIZIALE DI MOBILEYE .....	20
3.6 BREVE CONFRONTO CON I CONCORRENTI ATTRAVERSO GLI INDICI .....	25
<b>4. CONCLUSIONI.....</b>	<b>29</b>
<b>APPENDICI.....</b>	<b>30</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>32</b>

## ABSTRACT

La mia prova finale intitolata “L’utilizzo dei proventi in una IPO: il caso di Mobileye” è suddivisa in due parti: **una parte teorica** che si prefigge come obiettivi quelli di spiegare il funzionamento di un’offerta pubblica iniziale, la sua regolamentazione, la divulgazione informativa, il conseguente uso dei proventi, la determinazione del prezzo delle azioni e il ruolo dei sottoscrittori, e **una parte empirica** che ha lo scopo di studiare l’azienda americana Mobileye Global Inc. sia da una *prospettiva interna*, attraverso la sintesi della storia aziendale, l’indagine finanziaria del bilancio d’esercizio, la fase dell’offerta pubblica e l’utilizzo dei proventi realizzati, che da una *prospettiva esterna*, grazie all’analisi del settore dei sistemi avanzati di assistenza alla guida e al confronto con i concorrenti diretti e indiretti dell’azienda.

Il mio **obiettivo** ultimo è quello di verificare, sintetizzare e mostrare in quale modo Mobileye Global Inc. ha annunciato di utilizzare i propri proventi raccolti dall’IPO attraverso un’elaborazione personale delle informazioni e dei dati forniti dall’impresa stessa, da siti governativi e da siti verificati.

# 1. INTRODUZIONE

L'elaborato finale è distribuito in **quattro capitoli** con il primo e l'ultimo rispettivamente di introduzione e conclusione e con i due centrali, ulteriormente suddivisi in sotto capitoli, che mirano da un lato a chiarire il fenomeno dell'offerta pubblica iniziale e del conseguente utilizzo dei proventi e dall'altro lato a creare un quadro attorno all'azienda Mobileye Inc ed a spiegare in quale modo ha conseguito e intende utilizzare i proventi dell'offerta pubblica iniziale.

La **metodologia** utilizzata racchiude un insieme di tecniche, strumenti e competenze acquisite nel corso dei tre anni di studio che, attraverso un utilizzo base del software Excel, mirano a trattare, collezionare ed elaborare i dati in maniera coerente per poter rispecchiare la realtà economico-finanziaria di Mobileye nella maniera più affidabile possibile. Nel caso in cui io non sia in possesso dei requisiti tecnici e strumentali richiesti per poter risolvere un determinato problema, come eventuali previsioni di valori attesi nel futuro, tale problema verrà accompagnato da appropriate semplificazioni della realtà. Nello svolgimento della mia tesi ho fatto affidamento alla regolamentazione federale emanata dalla SEC (Securities and Exchange Commission) in merito al mercato dei valori mobiliari, in quanto, Mobileye Inc è quotata nel mercato borsistico telematico *NASDAQ* (National Association of Securities Dealers Automated Quotations Stock Market) degli Stati Uniti d'America. In considerazione di ciò, la realtà macroeconomica che andrò ad analizzare sarà quella statunitense con la legislazione e i vincoli vigenti in quel territorio.

La **motivazione** principale che ha mosso il mio interesse nell'approfondire questo argomento è stato il fatto che, sebbene il fenomeno dell'IPO mi sia stato presentato in varie occasioni nel corso delle lezioni accademiche, l'argomento non è mai approfondito nel dettaglio e dunque ho nutrito interesse nel poterlo studiare, informarmi a riguardo ed infine esporlo nel mio elaborato finale. Una seconda motivazione è stata la mia voglia di mettermi in gioco su un contesto, che è quello della Finanza Aziendale, che mi affascina ed è oggetto del mio studio presente e futuro. Per di più, il corso *Financial Statement Analysis* è stato molto utile e adatto a sviluppare le competenze richieste per poter sviluppare questa tesi.

I **risultati** ottenuti sono validi al fine di comprendere al meglio in che modo l'offerta pubblica iniziale ha impattato su Mobileye, come l'azienda ha utilizzato i proventi conseguiti e come si posiziona rispetto alla concorrenza.

## 2. STUDIO DELL'IPO, IMPATTO DEL PROSPETTO INFORMATIVO, PROVENTI E FORMAZIONE DEL PREZZO DELLE AZIONI

### 2.1 Che cos'è un'offerta pubblica iniziale e la sua regolamentazione

**Offerta pubblica iniziale, o IPO (Initial Public Offering)**, fa riferimento alla prima volta in cui una società offre al pubblico le proprie quote di **capitale sociale**, ovvero il patrimonio apportato da azionisti o soci destinato al funzionamento e allo sviluppo dell'azienda. Ai sensi delle leggi federali sui titoli, una società non può offrire o vendere azioni legalmente a meno che la transazione non sia stata registrata presso la U.S. Security Exchange Commission (**SEC**) o non venga applicata un'eccezione alla disciplina generale<sup>1</sup>. La ragione principale che guida una società privata verso la sua capitalizzazione nel mercato è quella di avere accesso ad un'altra fonte di finanziamento diversa dall'indebitamento, che all'aumentare del tasso di interesse diventa sempre meno conveniente, e diversa dalla raccolta diretta di capitale, che spesso può risultare complicata.

Il processo di sottoscrizione di un'offerta pubblica, afferma Dodds (2021), spesso richiede più di un anno per il completamento e, sebbene ogni IPO sia unica, ci sono generalmente cinque passaggi comuni ad ogni processo, i quali sono:

1. **La selezione di una banca e l'accordo:** la società emittente seleziona un sottoscrittore, usualmente una banca d'investimento, oppure un gruppo di sottoscrittori, nel qual caso, verrà selezionata una banca come guida (**book-running underwriter**). Esistono vari tipi di accordi tra società e sottoscrittore come il "**firm commitment**" (lett. impegno fermo), che garantisce la raccolta di una certa somma di denaro dall'IPO, oppure il "**best efforts agreement**" dove il sottoscrittore non garantisce il raccoglimento di una somma di denaro certa;
2. **La gestione della documentazione legale:** il sottoscrittore e la società producono la dichiarazione di registrazione iniziale (Form S-1) e la SEC esegue poi i propri controlli sulle informazioni richieste dalla legge con la "due diligence" (diligenza dovuta). La società e il sottoscrittore possono sfruttare questo documento per promuovere le azioni della società agli investitori attraverso il "**roadshow**", lett. tour promozionale, organizzato essenzialmente per valutare la probabile domanda di azioni;

---

<sup>1</sup> Fonte: OIEA: Office of Investor Education and Advocacy, 2022. Disponibile su: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17> [Data di accesso: 22/04/2023]

3. **Determinazione del prezzo dell'IPO:** una volta che la SEC approva l'IPO, il sottoscrittore decide la data effettiva dell'entrata nel mercato, mentre il giorno precedente a tale data, la società e il sottoscrittore si incontrano per fissare il prezzo delle azioni;
4. **Stabilizzazione dell'aftermarket:** il sottoscrittore continua a lavorare anche dopo l'offerta pubblica iniziale fornendo consigli e raccomandazioni agli analisti e creando un mercato secondario per il titolo;
5. **Transazione alla libera concorrenza di mercato:** la fase finale del processo inizia 25 giorni dopo la data dell'IPO, che corrisponde alla fine del “**quiet period**” (lett. periodo tranquillo) richiesto dalla SEC, ovvero il periodo nel quale i dirigenti dell'azienda non possono condividere nuove informazioni sull'azienda.

Continuando la discussione sul processo di sottoscrizione, i **roadshow**, definiti da Lake (2022) come una “*serie di incontri o presentazioni in cui i membri chiave di un'azienda presentano un'IPO ai potenziali investitori*” (tradotto), costituiscono una fase importante nel processo di offerta pubblica iniziale. Essi, infatti, permettono all'azienda di farsi conoscere al pubblico di potenziali investitori mettendo in luce non solo il proprio oggetto sociale, ma anche (Lake 2022) la propria storia aziendale, la giustificazione e gli obiettivi riguardanti l'IPO, maggiori dettagli sulle figure dirigenziali, le proprie vision e mission, le performance finanziarie e lo storico dei guadagni, i propri progetti di vendite future e la previsione di crescita.

Per quanto concerne la regolamentazione dell'offerta pubblica, una società con sede negli Stati Uniti che intende registrare una IPO deve prima presentare una **dichiarazione di registrazione iniziale** (“initial registration statement”) alla SEC, utilizzando l'apposito modulo base di registrazione denominato “*Form S-1*”<sup>2</sup>. La dichiarazione di registrazione ha due parti principali<sup>3</sup>:

- “*Part I – Information required in prospectus*” è il **prospetto informativo** ed è la parte più importante poiché è il documento che contiene l'offerta legale di “vendita” che deve essere consegnato a chiunque abbia intenzione di acquistare o abbia acquistato titoli della società stessa. Nel prospetto, la società deve descrivere chiaramente le informazioni importanti riguardanti le proprie: operazioni commerciali, condizioni finanziarie, risultati di gestione, fattori di rischi e la gestione della società. Inoltre, il prospetto deve includere anche i rendiconti finanziari certificati.

---

<sup>2</sup> Fonte: OIEA, 2022. Disponibile su: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>> [Data di accesso: 22/04/2023]

<sup>3</sup> Fonte: Securities and Exchange Commission (SEC), 2023. Disponibile su: <<https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/registrationstatement>> [Data di accesso: 19/06/2023]



- “*Part II – Information not required in prospectus*” contiene ulteriori informazioni e documenti che la società non deve consegnare agli investitori, ma che deve depositare presso la SEC.

Le informazioni sulla forma e sul contenuto dei rendiconti finanziari richiesti sono stabilite nel “*Regulation S-X*”, mentre le informazioni di carattere non finanziario sono divulgate seguendo la regolamentazione del “*Regulation S-K*”. Per di più, le leggi sui titoli e le regole della SEC consentono ad alcune società più piccole e alle nuove società pubbliche di preparare le loro divulgazioni utilizzando regole semplificate<sup>4</sup>.

In conclusione, Chen (2022) evidenzia che il Securities Act del 1933, ovvero la legge federale che aiuta gli investitori a prendere decisioni più informate richiedendo agli emittenti di titoli di presentare specifiche dichiarazioni presso la SEC, con la norma 424(b)(4) richiede alle aziende statunitensi di redigere un **particolare prospetto** denominato “**Form 424B4**” il cui scopo è quello di raccogliere e divulgare le informazioni contenute nei “*Form 424B1*” e “*Form 424B3*”. Il “*Form 424B1*” fornisce informazioni aggiuntive che, per vari motivi, sono state omesse nel prospetto informativo della dichiarazione di registrazione, mentre il “*Form 424B3*” richiede all’azienda emittente di presentare informazioni dettagliate su eventuali modifiche significative delle informazioni precedentemente fornite al pubblico.

## 2.2 La divulgazione di informazioni sull’utilizzo dei proventi nel prospetto

Il prospetto informativo contenuto nella dichiarazione di registrazione è suddiviso in varie voci denominate “*Item*” e numerate progressivamente. Tra le varie voci, quella a cui farò affidamento nel corso di questa tesi è l’“*Item 4. Use of Proceeds.*” che tratta il modo in cui le informazioni riguardanti l’utilizzo dei proventi in una IPO devono essere divulgate al pubblico di investitori nel prospetto.

L’articolo 504 del capitolo 229 del “Regulation S-K” (**17 CFR 229.504**) contenuto nel Codice dei Regolamenti Federali degli Stati Uniti d’America (**CFR**) stabilisce i requisiti di divulgazione sui principali scopi di utilizzo dei proventi netti ottenuti dall’offerta pubblica e l’importo approssimativo destinato ad essere utilizzato per ciascuno di tali scopi. Tra i vari punti elencati dall’articolo 504 quelli su cui mi soffermo sono (17 CFR 229.504, tradotto):

“4. Se una qualsiasi parte sostanziale del ricavato deve essere utilizzata per estinguere un debito, indicare il tasso di interesse e la scadenza di tale indebitamento”;

“5. Se qualsiasi importo rilevante dei proventi deve essere utilizzato per acquisire beni (asset), diversamente da quanto previsto dal normale svolgimento dell’attività,

---

<sup>4</sup> Fonte: Securities and Exchange Commission (SEC), 2023. Disponibile su: <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/registrationstatement> [Data di accesso: 19/06/2023]

descrivere brevemente ed indicare il costo dei beni e, ..., indicare i nomi delle persone dalle quali devono essere acquistati”;

“6. Se il dichiarante (registrant) indica che i proventi possono essere, o saranno, utilizzati per finanziare acquisizioni di altre imprese, l’identità di tali imprese, ..., la natura dell’attività commerciale delle imprese, lo stato di eventuali trattative relative all’acquisizione ed una breve descrizione dell’attività dovranno essere inclusi”.

Un interessante studio condotto da Cohen, Damodaran & McCarthy (2021) ha affrontato il **dilemma della divulgazione di informazioni nelle IPO**. Lo studio ha evidenziato come le caratteristiche delle aziende che si quotano (dimensioni, fatturato e modelli di business) e del pubblico di investitori sono cambiati con il passare del tempo. Tuttavia, le normative che disciplinano le divulgazioni di informazioni all’interno del prospetto sono incapaci di stare al passo con i tempi, in quanto impongono gravose restrizioni in termini di libertà, tanto da rendere necessaria una loro revisione. Cohen, Damodaran & McCarthy (2021) sostengono che un modo per rendere le divulgazioni più informative, riducendone anche la mole, sia quello di adattare i requisiti di divulgazione al tipo di azienda. Come dimostrato da questi autori, esaminando i prospetti informativi di alcune delle aziende di più alto profilo diventate pubbliche, si può notare come le dichiarazioni siano diventate sempre più lunghe e dettagliate gradualmente nel tempo<sup>5</sup>. Nonostante ciò, le restrizioni normative esistenti sulle previsioni e sulle proiezioni hanno un effetto perverso poiché consentono alle aziende di oscurare importanti realtà economiche sottostanti che possono influenzare il profilo di rischio/rendimento delle aziende stesse. Il materiale contenuto nelle pagine aggiuntive è spesso poco approfondito o fuorviante, tanto che le aziende tendono a tralasciare alcuni dei dati più importanti, come la sezione sul profilo di rischio e il conteggio delle partecipazioni, oppure a gonfiare le stime di valutazione con metriche mendaci o poco chiare (Cohen, Damodaran & McCarthy 2021).

### **2.3 Modalità in cui possono essere usati i proventi raccolti tramite un IPO**

Esistono svariate modalità attraverso le quali un’azienda può decidere di investire i proventi ottenuti con un’offerta pubblica iniziale e, generalmente, il pubblico di investitori viene a conoscenza dell’impiego dei proventi attraverso la lettura dei documenti contenuti nel “*Form S-1*” oppure attraverso la partecipazione ai roadshow organizzati dall’azienda. Tincher (2022) suddivide queste modalità in diverse categorie, quali:

- 1) **Finalità generali aziendali:** si tratta di una categoria molto vasta a causa del fatto che questo termine viene utilizzato dall’azienda per indicare aree di attività ampie e diverse

---

<sup>5</sup> Si veda la *Figura A1* nelle Appendici per un approfondimento

tra loro come, ad esempio, la *copertura delle spese in conto capitale* (capital expenditures), delle *spese operative* (operating expenses) o per *finanziare il capitale circolante* (working capital). Tutto ciò permette all'azienda di fornire pochi dettagli agli investitori in modo tale da mantenere privati i propri piani di crescita decidendo in un secondo momento come meglio allocare i proventi;

- 2) **Ricerca e Sviluppo:** posto che i costi di R&S richiedono anni d'impiego e grossi esborsi da parte dell'azienda, essi rappresentano una delle principali ragioni per cui le aziende scelgono di quotarsi. La R&S, che comprende i progetti volti allo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, è un elemento fondamentale che permette all'azienda di rimanere al passo con i tempi e di competere con i concorrenti all'interno del mercato. Le aziende possono scegliere di entrare nel dettaglio sui tipi di progetti di R&S che vogliono finanziare attraverso i proventi dell'IPO, oppure possono scegliere di mantenere i loro piani vaghi;
- 3) **Crescita aziendale:** lo scopo di un'azienda è quello di creare e mantenere una crescita sostenibile di medio-lungo termine e, per farlo, essa si avvale di piani di crescita aziendale che spesso appaiono nel proprio business e che possono includere investimenti in conto capitale, capitale circolante, vendite e marketing al fine di espandere la quota di mercato e il fatturato. Come per le precedenti categorie, le aziende possono entrare nel dettaglio sui loro piani di spesa oppure mantenerli vaghi;
- 4) **Acquisizioni e fusioni:** le acquisizioni e le fusioni risultano utili all'azienda acquirente in quanto aiutano a far crescere la propria base di clienti, ad eliminare la concorrenza e ad espandere la propria offerta di prodotti e servizi. D'altro canto, per le acquisizioni e le fusioni sono necessari grossi investimenti e dunque i proventi di un'offerta pubblica iniziale giocano un ruolo importante nel reperimento dei fondi necessari. Quando un'azienda include un'acquisizione nella propria documentazione "*Form S-1*" deve necessariamente indicare quale azienda intende acquisire, o in alternativa, se non ha ancora deciso quale acquisire, può semplicemente elencare le acquisizioni come "*uno dei possibili utilizzi dei proventi dell'IPO*";
- 5) **Rimborso dei debiti:** ripianando i debiti esistenti le aziende annullano il pagamento degli interessi, perciò riducono i loro costi operativi, con la possibilità di accedere a nuovi prestiti. Sebbene possa essere vantaggioso per l'azienda saldare il proprio debito, questa alternativa di impiego dei proventi dell'IPO non è molto popolare tra i sottoscrittori;
- 6) **Altri scopi:** oltre alle categorie descritte sopra, esistono altre modalità tramite le quali le aziende possono utilizzare i proventi di un IPO, come ad esempio il pagamento delle imposte oppure per iniziative di beneficenza.

## 2.4 La determinazione del prezzo di emissione delle azioni, il ruolo dei sottoscrittori e le fluttuazioni del prezzo di negoziazione nel mercato

La letteratura finanziaria evidenzia che l'azienda può avvalersi di due diversi tipi di procedimento, in maniera separata oppure congiunta attraverso una combinazione degli stessi, per determinare il prezzo delle azioni da quotare. Essi si distinguono tra:

- **Fixed Price Offering** (*Offerta a prezzo fisso*): ovvero quando l'azienda determina a priori un prezzo fisso al quale offrire le proprie quote di capitale agli investitori. Pertanto, l'investitore è in grado di conoscere anticipatamente il prezzo di emissione prima che l'azienda diventi pubblica<sup>6</sup>.
- **Book Building Offering** (*Offerta di "costruzione del libro"*): viene utilizzata quando l'azienda è incerta sul prezzo di emissione e pertanto, attraverso un meccanismo di "fasce di prezzo" che imita un meccanismo di asta, è in grado di stimare il prezzo massimo e minimo che gli investitori sono disposti a offrire (il termine tecnico in inglese è *bid*) per le azioni<sup>6</sup>.

In entrambi i casi sopra menzionati è solito che un'impresa, intenzionata a pubblicarsi, assuma un **sottoscrittore specializzato** ("IPO underwriter" nel termine specifico inglese), ovvero "*uno specialista finanziario che collabora strettamente con un'azienda al fine di emettere azioni sui mercati pubblici*" (tradotto), secondo la definizione di Dodds (2021). Quasi sempre questi specialisti corrispondono a **banche di investimento** il cui compito (Dodds 2021) è quello di guidare le aziende che vogliono emettere azioni attraverso il processo di offerta pubblica, assicurandosi che essi rispettino i requisiti normativi imposti dalla SEC, così come le regole imposte dal mercato borsistico nel quale verranno quotate le azioni.

Una prerogativa chiave del sottoscrittore, spiega Dodds (2021), è quella di contattare un'ampia gamma di *investitori istituzionali, fondi comuni di investimento, compagnie assicurative, fondi pensione* e altro ancora, in modo tale da valutare il loro interesse per le azioni della società e la loro disponibilità a pagarle, gettando così le basi per la successiva determinazione del prezzo delle azioni. Inoltre, continua Dodds (2021), il giorno dell'IPO il sottoscrittore è responsabile dell'acquisto al prezzo di emissione di qualsiasi azione rimasta invenduta e il modo in cui viene retribuito dipende dalla struttura dell'accordo che, tipicamente, vede il sottoscrittore come acquirente della totalità delle azioni emesse attraverso l'IPO, per poi rivenderle nel mercato trattenendo ogni profitto, sebbene, in alcuni casi, riceva una tariffa fissa per il servizio offerto.

---

<sup>6</sup> Fonte: The Investopedia Team, gennaio 2023. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/ask/answers/020915/what-are-different-types-ipo-issued.asp> [Data di accesso: 14/05/2023]

Il **prezzo di negoziazione** di un titolo presente sul mercato è influenzato da vari fattori che fanno variare costantemente la quantità domandata e la quantità offerta. Ad esempio, l'OIEA afferma che *“il prezzo di negoziazione di una nuova emissione può essere influenzato da un'offerta limitata di azioni sul mercato immediatamente dopo un'offerta pubblica iniziale”* (tradotto)<sup>7</sup>. Infatti, le azioni scambiate nel primo giorno di negoziazione sono solo le azioni effettivamente vendute durante l'IPO, mentre tutte le altre azioni in circolazione, che non sono state incluse nell'IPO, sono quelle azioni che non possono essere vendute sul mercato essendo detenute da fondatori, primi investitori o dipendenti oppure essendo **“titoli vincolati”**, ovvero titoli che, ai sensi delle leggi federali, possono essere rivenduti solo in determinate circostanze o perché sono stati inseriti dei **“lock-up agreement”** (“accordi di blocco” in italiano). La SEC definisce i *“lock-up agreement”* come degli accordi che vietano agli “insiders”, inclusi i dipendenti, i loro amici e familiari e i grandi azionisti, di vendere le proprie azioni bloccandole per un determinato periodo di tempo, in genere per 180 giorni, in modo tale da garantire che queste azioni “particolari” non entrino troppo presto nel mercato pubblico<sup>8</sup>.

Pertanto, è importante individuare anticipatamente la possibile presenza di un accordo di “lock-up” in un IPO giacché, secondo la legge di mercato della domanda e dell'offerta, un'offerta limitata di azioni contro un'alta domanda di tali azioni nei primi giorni di scambio può guidare il prezzo di negoziazione verso un rapido aumento, mentre, d'altro lato, un aumento dell'offerta di azioni al termine del periodo di blocco potrebbe comportare previsioni ribassiste sul prezzo delle azioni stesse.

## 2.5 Vantaggi e svantaggi legati alla quotazione nei mercati regolamentati

Zorzo (2021) afferma che i vantaggi che spingono una società a quotarsi nei mercati regolamentati sono:

- Un aumento della **visibilità e prestigio** nei confronti degli analisti, investitori e stampa finanziaria;
- Il **miglioramento del profilo creditizio** nei confronti di finanziatori e fornitori grazie alla nuova raccolta di denaro;
- Una **riduzione del costo complessivo del capitale** dal momento che gli investitori potranno acquistare più facilmente quote di capitale rispetto ad una società privata, promuovendo così un maggior scambio nel mercato;

---

<sup>7</sup> Fonte: OIEA, 2022. Disponibile su: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>> [Data di accesso: 22/04/2023]

<sup>8</sup> Fonte: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/initial-public-offerings-lockup-agreements>> [Data di accesso: 04/07/2023]

- **Incentivi** a favore degli stakeholder interni, quali i manager e il personale, dati dalla possibilità di ottenere piani di stock option.

D'altro canto, Zorzo (2021) afferma che la quotazione in Borsa comporta anche degli svantaggi, quali ad esempio:

- Gli **alti costi di ammissione** al mercato di Borsa e il successivo collocamento dei titoli. Tali costi comprendono: la commissione di sottoscrizione e collocamento dovuto al global coordinator, altri costi per consulenti legali, di comunicazione e revisione, spese di marketing e roadshow, stampa e diffusione del prospetto ecc;
- La **comunicazione pubblica** dovuta da obblighi più stringenti in materia di regolamentazione e trasparenza;
- Un **rischio di azzardo morale** (moral hazard) da parte del management che potrebbe focalizzarsi solamente su obiettivi di crescita dei ricavi e profitti nel breve termine, con lo scopo di mantenere visibilità nel mercato, trascurando investimenti più costosi proiettati invece in una prospettiva di lungo termine.

Infine, le azioni emesse attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale presentano un profilo di rischio maggiore rispetto ad azioni già consolidate nel mercato, giacché le prime non presentano uno storico delle performance passate del prezzo o dei bilanci annuali disponibili pubblicamente<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Fonte: The Investopedia Team, gennaio 2023. Disponibile su:  
<<https://www.investopedia.com/ask/answers/020915/what-are-different-types-ipo-issued.asp>> [Data di accesso: 14/05/2023]

### 3. IL CASO MOBILEYE: IL SETTORE DEGLI ADAS, L'ANALISI DEL BILANCIO, L'UTILIZZO DEI PROVENTI E CONFRONTO CON I CONCORRENTI

#### 3.1 Storia e strategia di business dell'azienda

**Mobileye Global Inc.** è un'azienda fornitrice di microprocessori, telecamere e software integrati utilizzati nel campo della **guida autonoma** e dei **sistemi avanzati di assistenza alla guida (ADAS)**. L'azienda nasce nel 1999 da Amnon Shashua, professore israeliano all'Università Ebraica di Gerusalemme, che attualmente ricopre il ruolo di amministratore delegato, dalla conversione della sua ricerca accademica in un sistema di visione monoculare per veicoli utilizzando una fotocamera e degli appositi algoritmi attraverso un software montato su di un processore<sup>10</sup>. A seguito di un finanziamento ottenuto da un **OEM** (acronimo di Original Equipment Manufacturer) asiatico, Shashua ha formato un team con due suoi amici grazie al quale la startup è riuscita a crescere fino al raggiungimento della prima quotazione nella borsa di New York nel 2014 come emittente privato straniero e poi nel 2017 dall'acquisizione da parte di **Intel Corp** per **\$15,3 miliardi** di dollari con la seguente seconda offerta pubblica completata il 25 ottobre 2022. Nel 2001 i manager di Mobileye si sono resi conto che la progettazione e la realizzazione di un proprio **System-on-Chip (SoC)** completo era la chiave per realizzare il pieno potenziale dell'azienda poiché, a quel tempo, la maggior parte delle aziende si concentrava solo su hardware o software senza progettare entrambi contemporaneamente. Questa decisione, che fu considerata piuttosto radicale, ma anche rischiosa, fu fondamentale per raggiungere gli obiettivi ambiziosi prefissati<sup>10</sup>.

Quando l'azienda è stata fondata, la categoria degli ADAS era agli inizi e l'industria era dominata dalla convinzione che fossero necessari numerosi e costosi sensori radar per svolgere le funzioni necessarie, ma Shashua, grazie alla propria ricerca accademica, è riuscito a dimostrare che le funzioni di sicurezza critiche, come ad esempio la frenata automatica di emergenza (**AEB**), possono essere raggiunti utilizzando una singola telecamera (**monovisione**). La capacità di combinare questi algoritmi con un microprocessore progettato su misura e altamente efficiente montato sul parabrezza è stato un punto di svolta per l'industria, rendendo gli ADAS rilevanti nel mercato di massa. Da quel momento Mobileye ha stabilito molti primati nel settore e ha aperto la strada a molte delle funzioni ADAS basate sulla visione prevalenti oggi<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Fonte: Mobileye.com, About, Company overview. Disponibile su: <<https://www.mobileye.com/about/>> [Data di accesso: 26/06/2023]

**Il successo e la crescita** di Mobileye si basano su una serie di collaborazioni con più di **50 OEM** (sigla di “Original Equipment Manufacturers”) **internazionali**, ovvero aziende che fabbricano prodotti o componenti originali utilizzati come parti di prodotti finali da altre aziende, specializzati nella fornitura di **componenti automobilistici**, tra i quali Audi, BMW, Porsche e Toyota. Oltretutto, la relazione con la capogruppo Intel è utile su più aspetti poiché permette di accedere a servizi esclusivi e **tecnologie di differenziazione** che hanno la capacità di sostituire componenti forniti da terze parti, acconsente la concessione in licenza di alcune tecnologie di proprietà di Intel e garantisce lo sfruttamento dell’esperienza e della forza negli affari governativi e nello sviluppo delle politiche nel mondo dell’azienda madre<sup>11</sup>, per non parlare del valore aggiunto che verrà creato grazie alle sinergie aziendali ottenute dall’acquisizione.

Per concludere, la strategia di business di Mobileye potrebbe essere definita come una **focalizzazione sulla differenziazione** che, in altre parole, è la concentrazione dell’attività aziendale nella soddisfazione di specifiche esigenze del mercato, nel caso specifico dei sistemi di guida autonoma e di assistenza alla guida, con lo scopo di individuare una **“nicchia di mercato”** con la quale instaurare rapporti di fiducia e collaborazione, migliorando la reputazione aziendale, in modo tale da creare un vantaggio competitivo rispetto ai competitor. Il tipo di attività di Mobileye richiede grossi investimenti in *tecnologie, impianti, macchinari, software e ricerca e sviluppo* e comporta un rinnovamento incessante della produzione e dei prodotti sia per soddisfare le richieste dei clienti, sia per rimanere al passo con l’innovazione tecnologica richiesta.

### **3.2 Analisi economica del settore dei sistemi avanzati di assistenza alla guida**

Mobileye opera nell’innovativo settore degli ADAS, acronimo inglese di Advanced Driver Assistance Systems (sistemi avanzati di assistenza alla guida), il quale comprende tutti quei **sistemi attivi e passivi** che sono progettati al fine di assistere il conducente fornendo sicurezza, comfort ed efficienza alla guida, migliorando inoltre anche la sicurezza dei passeggeri e dei pedoni grazie ad una serie di **sensori, telecamere, radar e software integrati** che aiutano a far funzionare il sistema in maniera precisa<sup>12</sup>.

I dati storici evidenziano che il mercato globale degli ADAS ha raggiunto un valore di **37,3 miliardi** di dollari nel **2021** e di **43,62 miliardi** di dollari nel **2022**, mentre le previsioni

---

<sup>11</sup> Fonte: Mobileye.com, About, Company overview. Disponibile su: <<https://www.mobileye.com/about/>> [Data di accesso: 26/06/2023]

<sup>12</sup> Fonte: Industry report, ADAS market. Disponibile su: <<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/adas-market-101897>> [Data di accesso: 07/06/2023]



riportano che raggiungerà i **124,3 miliardi** di dollari entro il **2029**, con un **tasso di crescita** composto annuo (CAGR) del **16,1%**. Purtroppo, la pandemia globale di COVID-19 ha influito negativamente sulle stime con una domanda inferiore alle aspettative in tutte le regioni rispetto ai livelli pre-pandemici. La previsione di una tale crescita della domanda di mercato per gli ADAS è basata principalmente sia sulla domanda sempre più crescente da parte dei consumatori per miglioramenti sulla sicurezza e comodità dei sistemi di guida, sia sui crescenti investimenti da parte dei governi nell'adozione di tecnologie avanzate per la sicurezza e nel supporto all'uso di veicoli automatizzati. Inoltre, è importante sottolineare che i produttori automobilisti sono tenuti a rispettare determinate normative ed a ottenere specifiche valutazioni sulla sicurezza imposte dai vari governi come il **Programma europeo di valutazione dei nuovi veicoli** (*New Car assesment Program, NCAP*), con conseguente beneficio a favore dei consumatori che possono fare affidamento su standard di sicurezza migliori e informazioni più accurate, ma a discapito dei produttori di tali veicoli che dovranno sostenere costi maggiori sul controllo qualità prima di poter lanciare sul mercato un loro prodotto<sup>13</sup>.

La *Figura 3.1* riportata di seguito rappresenta la previsione del trend di crescita del mercato degli ADAS in Asia Pacifica in miliardi di dollari USA. I dati storici riportano che dal 2020 al 2021 il mercato ha sperimentato un'ottima crescita del **17,4%**, in linea con quanto previsto per i prossimi anni.

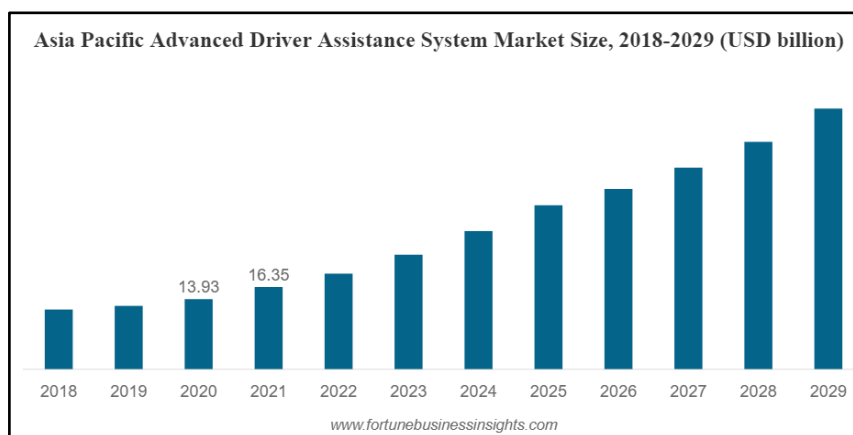


Figura 3.1 - Trend di crescita del mercato degli ADAS

Fonte: <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/adas-market-101897>, data di accesso: 09/06/2023

Il sistema di assistenza avanzata alla guida comprende vari sistemi **tecnologici altamente avanzati**, come ad esempio il controllo adattivo della velocità (cruise control), il freno di emergenza automatizzato e l'assistenza al parcheggio, che, se da un lato migliorano l'esperienza di guida del conducente, dall'altro comportano molte sfide tecniche e complicazioni da parte

<sup>13</sup> Fonte: Industry report, ADAS market. Disponibile su: <<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/adas-market-101897>> [Data di accesso: 07/06/2023]

dei produttori. Perciò, un eccessivo affidamento a questi sistemi non ancora del tutto maturi potrebbe aumentare il rischio di malfunzionamenti o guasti che richiederebbero un controllo molto più attento in fase di monitoraggio da parte delle aziende con conseguente aumento dei **costi di ricerca e sviluppo** che andranno poi ad **aumentare il prezzo di vendita** del veicolo **limitando infine la crescita** di questo mercato nel periodo di previsione<sup>14</sup>.

Il settore dei sistemi avanzati di assistenza alla guida è altamente competitivo e l'azienda Mobileye subisce sia la **concorrenza diretta di altri fornitori esterni**, inclusi *fornitori automobilistici e fornitori di silicio*, che la **concorrenza indiretta** delle soluzioni sviluppate internamente dai **clienti OEM**, come ad esempio lo *sviluppo di robotaxi autonomi*. I fornitori automobilistici concorrenti includono Bosch, Continental e Denso, mentre i fornitori di silicio concorrenti includono, tra gli altri, Arriver/Qualcomm, Huawei e NVIDIA. Invece tra gli OEM che stanno sviluppando le proprie soluzioni interne sono presenti Tesla e Mercedes-Benz<sup>15</sup>.

### **3.3 Mobileye attraverso i numeri: indagine finanziaria sul bilancio d'esercizio**

Il rapporto annuale (**Form 10-K**) al capo 8 contiene il bilancio consolidato, degli anni fiscali 2020, 2021 e 2022, di Mobileye redatto, come dichiarato nel rapporto annuale stesso, in conformità ai *principi contabili generalmente accettati negli Stati Uniti* (“**U.S. GAAP**”), ovvero una serie di direttive e linee guida contabili impiegate per la preparazione e la divulgazione dei bilanci finanziari delle società statunitensi stabilite dal Financial Accounting Standards Board (**FASB**). Il bilancio consolidato è composto da **Stato Patrimoniale consolidato** (“Consolidated Balance Sheets”), **Conto Economico consolidato** (“Consolidated statements of operations and comprehensive income”), **Prospetto consolidato delle variazioni del Patrimonio Netto** (“Consolidated statement of changes in Equity”) e **Rendiconto finanziario consolidato** (“Consolidated statement of Cash flows”), ma nel seguito della mia tesi mi soffermerò sull'analisi solo dei primi due.

Per quanto riguarda lo Stato Patrimoniale di pagina 92 del rapporto annuale, ho iniziato l'analisi riclassificando le voci presenti, aggregandole in modo tale rendere più consistente la mia analisi, e ho ottenuto lo Stato Patrimoniale riportato nella *Tabella 3.1*.

---

<sup>14</sup> Fonte: Industry report, ADAS market. Disponibile su: <<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/adas-market-101897>> [Data di accesso: 07/06/2023]

<sup>15</sup> Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

<i>in milioni di dollari U.S.</i>	<i>dic-21</i>	<i>dic-22</i>	<i>dic-21</i>	<i>dic-22</i>
<b><u>STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO</u></b>				
<b>ATTIVITA'</b>			<b>PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO</b>	
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	616	1.024	Debito corrente	265 161
Crediti commerciali	155	269	Debiti commerciali e ratei passivi	160 189
Inventario	97	113	Altre passività correnti	49 34
Altre attività correnti	76	110	<b>Totale passività correnti</b>	<b>474 384</b>
Prestito con parti correlate	1.326	-	Debiti a medio-lungo termine	94 56
<b>Totale attività correnti</b>	<b>2.270</b>	<b>1.516</b>	Passività per imposte differite	181 162
Immobili, impianti e macchinari	304	384	Altre passività non correnti	17 45
Avviamento	10.895	10.895	<b>Totale passività</b>	<b>766 647</b>
Immobilizzazioni immateriali	3.071	2.527	Capitale sociale	15.889 14.737
Altre attività non correnti	115	119	Utili trattenuti	- 57
			<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>15.889 14.794</b>
<b>TOT ATTIVITA'</b>	<b>16.655</b>	<b>15.441</b>	<b>TOT PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO</b>	<b>16.655 15.441</b>

Tabella 3.1 – Riclassificazione personale con Excel dello Stato Patrimoniale di Mobileye  
Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

In termini strutturali, Mobileye possiede molte più **immobilizzazioni immateriali** rispetto alle **immobilizzazioni materiali**, tanto che a dicembre 2022 le prime corrispondono al 16% del totale delle attività, mentre le seconde corrispondono ad appena il 2,4% del totale delle attività. Tutto ciò è coerente con l'attività svolta dall'azienda considerando che le immobilizzazioni immateriali comprendono la **Tecnologia sviluppata** (“Developed technology”) e le **Relazioni con i clienti e i marchi** (“Customer relationship & brands) che sono pari rispettivamente a \$2.103 milioni e \$424 milioni nel 2022 (i valori riportati sono al netto del rispettivo fondo di ammortamento accumulato negli anni precedenti)<sup>16</sup>.

L'**avviamento** (“Goodwill”) è la voce predominante delle attività, al punto tale da essere pari al 70,6% del totale delle stesse. Indagando tra le note dei prospetti contabili si può ricavare che una parte di questo avviamento proviene dall'operazione di acquisizione dell'azienda **Moovit**, una delle principali app per la mobilità urbana e fornitore di soluzioni di mobilità come servizio (MaaS: acronimo di mobility-as-a-service). Moovit è stata acquisita dalla capogruppo Intel nel maggio 2020 per un corrispettivo totale di *\$915 milioni* e, grazie ad un'aggregazione aziendale (*business combination* in inglese), parte delle immobilizzazioni immateriali e dell'avviamento sono entrati a far parte della contabilità di Mobileye<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

Continuando invece con l'analisi del Conto Economico, riportato a pagina 93 del Form 10-K, ho riclassificato le voci separando gli **ammortamenti** delle immobilizzazioni **materiali** (“*Depraciation of property and equipment*”) e gli **ammortamenti** delle immobilizzazioni **immateriali** (“*Amortization of intangible assets*”) dal **costo del venduto** (“*Cost of revenue*”) in modo tale da rendere la mia analisi più significativa. Successivamente ho aggregato le voci che ritenevo essere più utili se esaminate congiuntamente ottenendo il Conto Economico riportato nella *Tabella 3.2*.

<i>in milioni di dollari U.S.</i>	<i>dic-20</i>	<i>dic-21</i>	<i>dic-22</i>	<i>% ricavi</i>
<b><u>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</u></b>				
Ricavi	967	1386	1869	100%
Costo del venduto	223	312	478	26%
<b>Margine Lordo</b>	<b>744</b>	<b>1074</b>	<b>1391</b>	<b>74%</b>
Spese di Ricerca e Sviluppo	440	544	789	42%
Spese amministrative e generali di vendita	67	78	95	5%
Ammortamento immobilizzazioni materiali e immateriali	450	509	544	29%
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>-213</b>	<b>-57</b>	<b>-37</b>	<b>-2%</b>
Proventi (oneri) finanziari netti e altri proventi (oneri)	1	0	5	0,3%
<b>Risultato prima dell'imposte (EBT)</b>	<b>-212</b>	<b>-57</b>	<b>-32</b>	<b>-2%</b>
Benefici (provvisori) per imposte	16	-18	-50	-3%
<b>Utile netto</b>	<b>-196</b>	<b>-75</b>	<b>-82</b>	<b>-4%</b>
Altri proventi	0	5	-14	-1%
<b>UTILE NETTO COMPLESSIVO</b>	<b>-196</b>	<b>-70</b>	<b>-96</b>	<b>-5%</b>

Tabella 3.2 – Riclassificazione personale con Excel del Conto Economico di Mobileye. L'ultima colonna presenta i valori a dicembre 2022 in percentuale rispetto ai ricavi

Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

L'azienda genera la maggior parte dei propri **ricavi** dalla vendita, agli OEM, di **processori EyeQ® SoCs**, ovvero processori specializzati nello sviluppo dei sistemi avanzati di assistenza alla guida e dei veicoli autonomi. Il disegno e la progettazione di questi chip viene effettuato internamente, mentre la produzione è affidata a **STMicroelectronics**, *produttore di chip per applicazioni automobilistiche*. A tal proposito, l'azienda fino ad ora ha co-sviluppato sei generazioni del proprio chip SoC di livello automobilistico utilizzati in vari contesti come i recenti e innovativi EyeQ®5 e EyeQ®6. Per quanto riguarda invece il prezzo dei prodotti, esso è basato sul volume di vendita e i ricavi e i costi vengono riconosciuti al momento della spedizione della merce<sup>17</sup>. I **ricavi** sono cresciuti rispettivamente del 43% (1386/967-1) nel 2021 e del 34,8% (1869/1386-1) nel 2022 e, ipotizzando che l'attività dell'azienda non sia soggetta a fenomeni di stagionalità, e che quindi la vendita della merce ai clienti sia costante e tendenzialmente garantita, ed esaminando le stime di crescita del settore e dell'azienda, si può

<sup>17</sup> Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

concludere che le vendite tenderanno verso rendimenti crescenti in tempi medio-brevi. Difatti, esaminando i risultati del primo trimestre del 2023, si può osservare che l'attività ha registrato ottimi risultati nel primo trimestre con una crescita dei ricavi del 16% (458/394-1) su base annua, in linea con il tasso di crescita previsto per il settore<sup>18</sup>.

Il **costo del venduto** aziendale, pari al 22,5% ed al 26% dei ricavi nel 2021 e 2022, è formato dalle spese sostenute per la co-produzione dei chip EyeQ e dei prodotti SuperVision<sup>19</sup> che di fatto rappresentano, rispettivamente, circa l'89% e 94% delle vendite del 2022 e 2021. Sebbene l'azienda si aspetti una *diminuzione del margine lordo* a causa del maggior contenuto di hardware nei sistemi, la previsione è quella di un *aumento del profitto lordo per unità di dollaro* come risultato di un prezzo di vendita previsto più elevato per tali sistemi<sup>20</sup>. Alla luce di ciò, si può affermare che da un lato la partnership di lungo termine con STMicroelectronics aiuta Mobileye a contenere i propri costi di produzione in quanto l'alta tecnologia richiesta è molto dispendiosa e che quindi una sua completa produzione interna graverebbe eccessivamente sull'utile netto già negativo, ma dall'altro lato, la rende anche dipendente dal fornitore per la produzione costante di chip.

Coerentemente al proprio tipo di attività, Mobileye effettua importanti investimenti in **Ricerca e Sviluppo** ("Research and development") tanto che, nei tre anni riportati, essi hanno rappresentato più della metà del **margine lordo** ("*Gross profit*") con una crescita media annua del 34,3%. I costi di R&S sono formati principalmente dalle *spese per il personale, strutture, attrezzature e forniture* e vengono inoltre inseriti all'interno dei fattori di rischio alla luce del fatto che un loro eventuale abuso potrebbe causare un impatto negativo sulla posizione competitiva aziendale, riducendo ulteriormente l'utile netto<sup>20</sup>. Per di più, i suddetti costi costituiscono un elemento fondamentale per Mobileye poiché, visto il cambiamento tecnologico presente nel settore degli ADAS, le permettono di rimanere all'avanguardia e di competere in un mercato in continuo progresso e cambiamento. Conformemente agli "U.S. GAAP", l'azienda dichiara di seguire le disposizioni dell'**ASC** (acronimo di Accounting Standards Codification) **985: Accounting for the Costs of Computer Software to Be Sold, Leased, or Otherwise Marketed**, il quale richiede che i costi di sviluppo del software, sostenuti in simultaneità con lo sviluppo, siano imputati alle spese di ricerca e sviluppo fino a quando non ne sia stabilita la *fattibilità tecnologica*<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Fonte: Form 10-Q for Mobileye Global Inc, maggio 2023. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/56f29f16-c283-4edf-b876-4c529095360e>> [Data di accesso: 30/06/2023]

<sup>19</sup> Mobileye SuperVision™ è una soluzione di navigazione assistita da punto a punto e include miglioramenti basati su cloud. Il sistema supporta 11 telecamere con due EyeQ@5 SoC. Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

<sup>20</sup> Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

Un tratto distintivo del Conto Economico dell'azienda è senza dubbio l'**Utile Netto complessivo**, il quale registra una **perdita di \$-96 milioni** nel 2022, in peggioramento rispetto al 2021. La perdita d'esercizio è guidata dagli alti costi di Ricerca e Sviluppo e ammortamenti delle immobilizzazioni che conducono il risultato operativo verso valori negativi. L'aspettativa è quella di raggiungere un Utile Netto positivo nel corso degli anni in modo tale da poterlo trattenere in azienda per finanziare il funzionamento e l'espansione dell'attività considerando che l'azienda comunica, nella sezione "*Dividend Policy*" del proprio rapporto annuale, che al momento non prevede di dichiarare o pagare dividendi per il prossimo futuro. La deduzione logica che potrebbe spiegare le continue perdite d'esercizio di Mobileye potrebbe essere attribuita alla presenza di **distorsioni contabili**, le quali, sono generate dalla sopravvalutazione o dalla sottovalutazione di attività o passività che, a loro volta, influiscono sui profitti dell'azienda e, di conseguenza, sulla qualità del bilancio d'esercizio (Lundholm e Sloan, 2019). Riguardo al caso pratico di Mobileye, l'effetto originario creatosi è quello di una sottovalutazione delle attività giacché *l'azienda è incapace di capitalizzare i costi di ricerca e sviluppo*, e quindi di convertirli in immobilizzazioni nello stato patrimoniale, in quanto, malgrado essi possano generare dei benefici futuri in termini di fatturato, sono contabilizzati secondo l'**ASC** (acronimo di Accounting Standards Codification) **730: Research and Development** degli "U.S. GAAP", il quale richiede che tutti i costi di ricerca e sviluppo siano riconosciuti come costo quando sostenuti<sup>21</sup>. Perciò, l'impatto finale è quello di una **sottovalutazione presente** dell'Utile netto d'esercizio seguita da una **sopravalutazione futura** dell'Utile netto degli esercizi successivi nel momento in cui verranno realizzati i benefici determinati dagli investimenti in R&S degli anni precedenti.

A titolo esemplificativo, assumendo che i principi contabili permettano di diluire i costi di ricerca e sviluppo di competenza, oltre che per l'esercizio in cui sono stati sostenuti, anche per l'esercizio successivo, il **risultato operativo** di Mobileye del 2022 sarebbe pari a **\$85,5**, in quanto al risultato operativo dichiarato (\$-37) andrebbero sommati metà dei costi di R&S di competenza del 2022 (\$789/2) e sottratti metà dei costi di R&S di competenza del 2021 (\$544/2). Comprando il risultato operativo ottenuto tramite questa assunzione con il risultato operativo effettivamente conseguito, si può notare che per i costi di ricerca e sviluppo l'azienda sta adoperando, come viene definito da Lundholm e Sloan (2019), una **contabilità conservativa** ("conservative accounting"). Questo approccio alla contabilità mira a creare una rappresentazione più prudente e accurata dell'azienda, in quanto evita la manipolazione dei dati

---

<sup>21</sup> Fonte: PricewaterhouseCoopers (PWC), marzo 2023. Disponibile su: [https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting\\_guides/property\\_plant equip/property\\_plant equip\\_US/chapter\\_7\\_other\\_asse\\_US/73\\_research\\_and\\_deve\\_US.html](https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/property_plant equip/property_plant equip_US/chapter_7_other_asse_US/73_research_and_deve_US.html) [Data di accesso: 06/07/2023]

inseriti nei bilanci al fine di migliorare la situazione finanziaria aziendale, a discapito di profitti inferiori nel breve termine. Nel caso specifico delle spese di ricerca e sviluppo, una contabilità conservativa ne sfavorisce la capitalizzazione che comporterebbe: la creazione di una nuova immobilizzazione, con i relativi ammortamenti, senza compromettere le passività, dei benefici fiscali e un utile netto maggiore.

### 3.4 Crescita e profittabilità dell'azienda: presente e futuro

Lundholm e Sloan (2019, pp.97-98) affermano che “L’analisi degli indici inizia con i due pilastri del valore dell’impresa: **crescita e profittabilità**. La crescita misura i cambiamenti nella scala dell’impresa, mentre la profittabilità misura il ritorno sugli investimenti generati dall’attività commerciale. La chiave per la creazione di valore è quella di raggiungere simultaneamente un’elevata crescita e un’elevata redditività” (sintetizzato e tradotto). La **crescita dei ricavi** rappresenta il fulcro della creazione di previsioni e stime sui valori futuri. Difatti, una volta stimati i ricavi, si può procedere alla costruzione del conto economico previsionale, utilizzando le proporzioni delle voci di costo rispetto ai ricavi, sfruttando le percentuali di crescita basate su dati storici oppure comparando i valori con le imprese concorrenti nello stesso settore, che permetteranno poi di colmare anche le altre voci economiche. Lundholm e Sloan (2019) definiscono il **tasso di crescita sostenibile** come il tasso massimo con il quale un’impresa può crescere senza ricorrere ad ulteriori finanziamenti esterni, dato il livello attuale di *profittabilità* e la *politica dei dividendi*. Il tasso di crescita sostenibile si calcola moltiplicando il **rendimento del capitale proprio** (ROE) per il **tasso di ritenzione degli utili** (1- il **rapporto di distribuzione dei dividendi**). Nel mio caso pratico, il ROE di Mobileye, calcolato come il rapporto tra l’Utile netto complessivo e patrimonio netto, è pari a -0,44% (-70/15.889) nel 2021 e -0,65% (-96/14.794) nel 2022, mentre, giacché l’impresa non intende distribuire dividendi nel prossimo futuro, il rapporto di distribuzione dei dividendi è pari a 0, e quindi di conseguenza il tasso di ritenzione degli utili è pari ad 1. In sostanza, il tasso di crescita sostenibile annuale di Mobileye è pari al ROE dello stesso anno.

Arrivato a questo punto mi sono posto una domanda: *Considerando che il tasso di crescita delle vendite è uguale a 43% nel 2021 ed a 34,8% nel 2022, e quindi nettamente maggiore rispetto al tasso di crescita sostenibile, com’è stata finanziata questa crescita aggiuntiva delle vendite?* La risposta a questa domanda potrebbe celarsi dietro al fatto che l’azienda ha finanziato esternamente la crescita dei ricavi con la **stipulazione di contratti di prestito**. Perlappunto, alla nota n.9 del bilancio d’esercizio viene indicato che l’azienda ha stipulato una serie di accordi bilaterali di prestito/prendere a prestito con Intel con lo scopo di consentire



movimenti bilaterali di contante tra le due parti. Il saldo totale degli accordi bilaterali di prestito, riportato tra le immobilizzazioni dello stato patrimoniale alla voce “**Prestito con parti correlate**” della *Tabella 3.1*, ammonta a \$1.326 milioni nel 2021 e \$0 nel 2021. I dettagli riguardanti l’azzeramento del debito nei confronti di Intel verranno evidenziati nelle prossime pagine di questa tesi.

Continuando la discussione sulla crescita dei ricavi, Lundholm e Sloan (2019) sostengono che tassi di crescita insolitamente elevati in un anno si traducono raramente in tassi di crescita altrettanto elevati negli anni successivi, pertanto, alti (bassi) tassi di crescita dei ricavi tendono a **invertire di tendenza** diminuendo (aumentando) molto rapidamente, convergendo verso la **media storica**. In accordo con quanto affermato da Lundholm e Sloan (2019), il concetto di **riversione alla media** (“mean-reversion”) può essere applicato a molti indicatori del rendimento finanziario dell’azienda, compreso il rendimento del capitale proprio. Alla luce di ciò, nonostante Mobileye abbiamo registrato un ROE negativo negli ultimi due anni, è ragionevole aspettarsi che nei prossimi anni esso aumenti rapidamente avvicinandosi al **10%**, come mostrato nella *Figura 3.2*, che corrisponde al valore medio storico, di lungo termine, del ROE dell’economia statunitense.

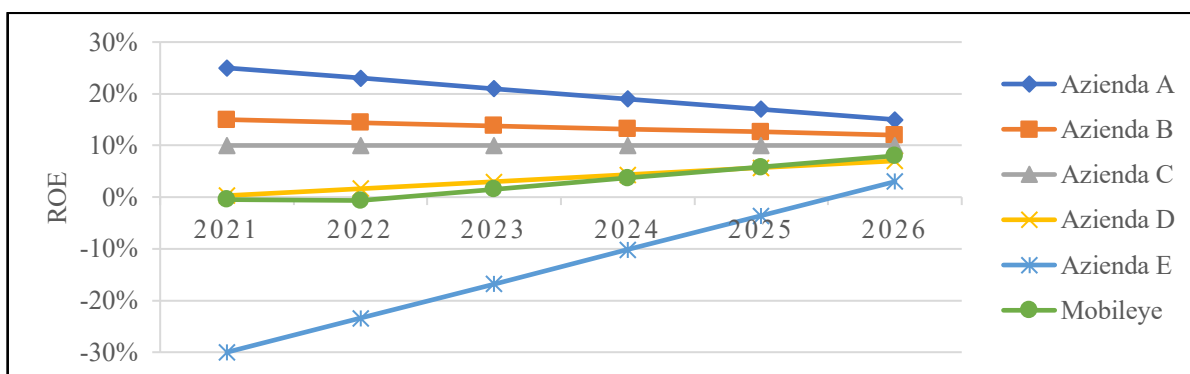


Figura 3.2 – Rielaborazione personale con Excel della riversione alla media del ROE  
 Fonte: Lundholm e Sloan (2019), *Equity Valuation and Analysis*, 5° ed., pagina 102, figura 5.2: Mean-Reversion in ROE. US Firms from 1962 to 2016

### 3.5 Prospetto, utilizzo dei proventi raccolti e andamento del prezzo delle azioni nell’offerta pubblica iniziale di Mobileye

Il rapporto annuale (*Form 10-K*) della società al paragrafo “**Reorganization and Initial Public Offering**” di pagina 4 riporta che prima del completamento dell’IPO nell’Ottobre del 2022, Mobileye INC era un’azienda interamente controllata da Intel e, alla chiusura dell’IPO, quest’ultima continua a detenere direttamente o indirettamente tutte le **azioni di classe B**, ovvero azioni con diritti di voto maggiori rispetto alle **azioni ordinarie di classe A** in possesso



degli shareholders di Mobileye, che nel complesso rappresentano circa il 99,3% del potere di voto delle azioni ordinarie.

Il prospetto (*Form 424B4*) di ottobre 2022 riporta che le azioni hanno iniziato ad essere negoziate nel mercato telematico Nasdaq con il simbolo “**MBLY**” il 26 ottobre 2022 e che Mobileye Global Inc. ha raccolto **861 milioni** di dollari dalla vendita di **41 milioni** di azioni classe A al prezzo di **21 dollari** ognuna a **25 sottoscrittori** differenti. Come mostrato nella *Figura 3.3*, l’azienda ha pagato più di 35 milioni di dollari di commissioni ai sottoscrittori dell’IPO, corrispondenti a circa il 4% del valore totale raccolto. Oltre all’emissione delle precedenti azioni, l’azienda ha emesso anche **750 milioni di azioni Classe B** che però, essendo totalmente di proprietà della capogruppo Intel, non generano alcuno provento per Mobileye.

	<b>Per Share</b>	<b>Total</b>
Initial public offering price	\$ 21.00	\$861,000,000
Underwriting discounts and commissions <sup>(1)</sup>	\$ 0.861	\$ 35,301,000
Proceeds, before expenses, to us	\$20.139	\$825,699,000

Figura 3.3 – Tabella riassuntiva prezzo azioni e proventi dell’offerta pubblica iniziale di Mobileye  
 Fonte: Form 424B4 for Mobileye Global INC filed 10/26/2022, Frontespizio. Disponibile su: <https://ir.mobileye.com/static-files/abb04df1-8981-4576-8125-5a31d104bad3> [Data di accesso: 23/06/2023]

Da un’analisi più approfondita del prospetto si può notare che, a pagina 18, oltre alle 41 milioni di azioni offerte al pubblico attraverso il NASDAQ, la società di private equity General Atlantic ha concordato l’acquisto di **\$100 milioni** di azioni Classe A al prezzo di \$21 per azione. Dunque, le azioni di Classe A collocate privatamente corrispondono a 4.761.905 che sommate a quelle cedute pubblicamente risultano pari a **45.761.905** oppure **51.911.905** se i sottoscrittori esercitano la loro opzione di acquisto aggiuntivo di 6.150.000 azioni Classe A entro 30 giorni dalla data del prospetto. Pertanto, **i proventi netti** dell’IPO a favore di Mobileye corrispondono approssimativamente a **\$900 milioni**, o circa **\$1 miliardo** se i sottoscrittori esercitano l’opzione di acquisto aggiuntivo, dopo aver dedotto le spese di sottoscrizione, le commissioni e le spese per l’offerta pubblica<sup>22</sup>. Le modalità in cui i proventi dell’IPO verranno utilizzati dall’azienda sono dichiarate nel paragrafo “**Use of Proceeds**” a pagina 65 del prospetto dove si può leggere che: una parte dei proventi verrà trattenuta per finanziare il **capitale circolante** e per **finalità generali aziendali**, mentre il resto verrà utilizzato per rimborsare una parte dell’**indebitamento** nei confronti di Intel previsto nel “*Dividend Note*”. Perciò, in ottemperanza all’articolo 504 del capitolo 229 del “Regulation S-K” contenuto nel CFR (17 CFR 229.504), posto che una parte sostanziale del ricavato verrà utilizzata per estinguere un debito, Mobileye ha dichiarato nel

<sup>22</sup> Si veda la *Tabella A2* riportata nelle Appendici per una sintesi dei valori presentati

proprio prospetto che il debito presente nel “*Dividend Note*” ha scadenza **21 aprile 2025** e matura interessi ad un tasso dell’**1,26%** annuo.

In merito all’indebitamento di cui sopra, Intel ha accettato di versare a Mobileye qualsiasi parte rimanente nel “*Dividend Note*” in eccesso rispetto al rimborso previsto con i proventi dell’offerta pubblica, in modo tale da azzerare l’importo relativo dovuto da Mobileye alla capogruppo. Dal rapporto annuale e dal prospetto si evince poi che suddetto indebitamento è sorto dal contratto di prestito, concordato tra Mobileye e Intel nell’aprile 2022, in base al quale **Cyclops Holdings Corporation**, società fornitrice di componenti elettronici diventata una sussidiaria consolidata di Mobileye in connessione al completamento dell’IPO, ha emesso una cambiale a favore di Intel per un importo nominale complessivo di **\$3,5 miliardi**. Tale accordo di conferimento e sottoscrizione (“*Contribution and Subscription Agreement*”) stipula che Intel trasferisce il 100% delle partecipazioni di Cyclops Holdings Corporation, in modo tale da diventare una consociata diretta e interamente controllata da Mobileye Global Inc, in cambio di 750 milioni di azioni di Classe B.

Secondo le previsioni fornite dall’azienda nel prospetto, la parte di proventi trattenuti era stimata a circa 226 milioni di dollari, mentre la parte utilizzata per ripagare una porzione dell’indebitamento era stimata a poco più di 0,7 miliardi di dollari, oppure 0,8 miliardi in caso di esercizio dell’opzione di acquisto. Concretamente, nel rendiconto finanziario del rapporto annuale del 2022, Mobileye informa di aver raccolto **\$1,034 miliardi** di proventi netti dall’IPO e di aver utilizzato circa **\$0,9 miliardi** di quest’ultimi per rimborsare una parte dell’indebitamento presente nel “*Dividend Note*”. Congiuntamente, Intel ha conferito la parte residua, per un importo di **\$2,6 miliardi**, in modo tale che nessun importo sia più dovuto nei propri confronti, come illustrato nelle parti evidenziate della *Figura 3.4*.

Proceeds from initial public offering, net of offering costs	1,034
Changes in withholding tax related to employee stock plans	—
Equity transaction in connection with the legal purchase of Moovit entities	(900)
Repayment of Dividend Note with related party	(918)
<b>Net cash provided by (used in) financing activities</b>	<b>(1,317)</b>
Effect of foreign exchange rate changes on cash and cash equivalents	(6)
Increase in cash, cash equivalents and restricted cash	410
Balance of cash, cash equivalents and restricted cash, at beginning of year	625
<b>Balance of cash, cash equivalents and restricted cash, at end of year</b>	<b>\$ 1,035</b>
<b>Supplementary non-cash investing and financing activities:</b>	
Non cash purchase of property and equipment	\$ 13
Non-cash share-based compensation recharge	—
Conversion to equity of loan due to Parent	—
Dividend Note with related party	3,500
Dividend Note contribution from related party	(2,600)

Figura 3.4 – Parte del Rendiconto Finanziario di Mobileye

Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC, Consolidated statement of Cash flows. Disponibile su: <https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b> [Data di accesso: 20/05/2023]

In merito ai sottoscrittori dell’IPO di Mobileye, il paragrafo “**Underwriting**” (sottoscrizione) a pagina 182 del prospetto propone una tabella, riportata anche nelle Appendici

alla *Figura A3*, nella quale vengono presentate le 25 banche d'investimento che hanno stipulato un contratto che garantisce l'acquisto delle azioni emesse da Mobileye durante l'IPO, con **Goldman Sachs** e **Morgan Stanley** che agiscono in qualità di rappresentanti dei sottoscrittori. Nella tabella, inoltre, vengono indicati anche l'ammontare di azioni acquistate da ciascuna banca. Nel complesso, Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno acquistato da sole quasi il 60% di tutte le azioni classe A emesse, contribuendo a generare circa **\$477 milioni** di proventi a favore di Mobileye, al netto delle commissioni.

Per quanto riguarda invece il prezzo di negoziazione delle azioni, nel caso di Mobileye il prezzo delle azioni di Classe A potrebbe essere stato influenzato, perlomeno i primi giorni di contrattazione, da una *un'offerta limitata del titolo dovuta dalla presenza di titoli vincolati da un accordo di blocco*. Difatti, a pagina 18 del prospetto (Form 424B4) viene riportato l'accordo di acquisto di \$100 milioni di azioni Classe A, come già visto precedentemente, tra l'azienda e **General Atlantic**. La vendita di tali azioni non è stata registrata ai sensi del Securities Act in quanto le stesse sono soggette ad un **accordo di "lock-up"** con i sottoscrittori per un periodo di *180 giorni* dalla data del prospetto. Per di più, nella stessa pagina del prospetto viene riportato che i sottoscrittori, su richiesta dell'azienda, hanno riservato fino a 2.050.000 azioni di Classe A per la vendita agli amministratori di Mobileye e agli amministratori, dirigenti e alcuni dipendenti di Intel, che però non saranno soggette a restrizioni di "lock-up".

Nella *Figura 3.5* seguente ho confrontato il rendimento cumulativo totale per gli azionisti di Mobileye con il rendimento cumulativo comparabile dell'indice **PHLX Semiconductor sector (SOX)**, che comprende le 30 maggiori società statunitensi produttrici di semiconduttori, e dell'indice **NASDAQ Composite**, che rappresenta le aziende statunitensi quotate nella borsa valori Nasdaq. Partendo dall'ipotesi che siano stati investiti **\$1000** dollari in ciascuna delle tre opzioni dal *31 ottobre 2021* al *26 giugno 2023* e, analizzando i dati storici con frequenza settimanale, ho calcolato la variazione percentuale del prezzo di apertura e ho ottenuto i rispettivi rendimenti medi settimanali. Come si evince dal grafico, **il rendimento delle azioni di Mobileye** ha conseguito una prestazione notevolmente superiore rispetto ai due indici azionari, per gran parte dell'arco di tempo analizzato, con un picco massimo del **71%** a fine maggio seguita probabilmente dalla notizia della collaborazione strategica con Porsche per la fornitura di sistemi SuperVision. Il risultato ottenuto è quello di un **fenomeno rialzista del prezzo** delle azioni da parte degli azionisti che vedono in Mobileye un buon investimento e che si aspettano, dunque, una sua crescita nel mercato finanziario.

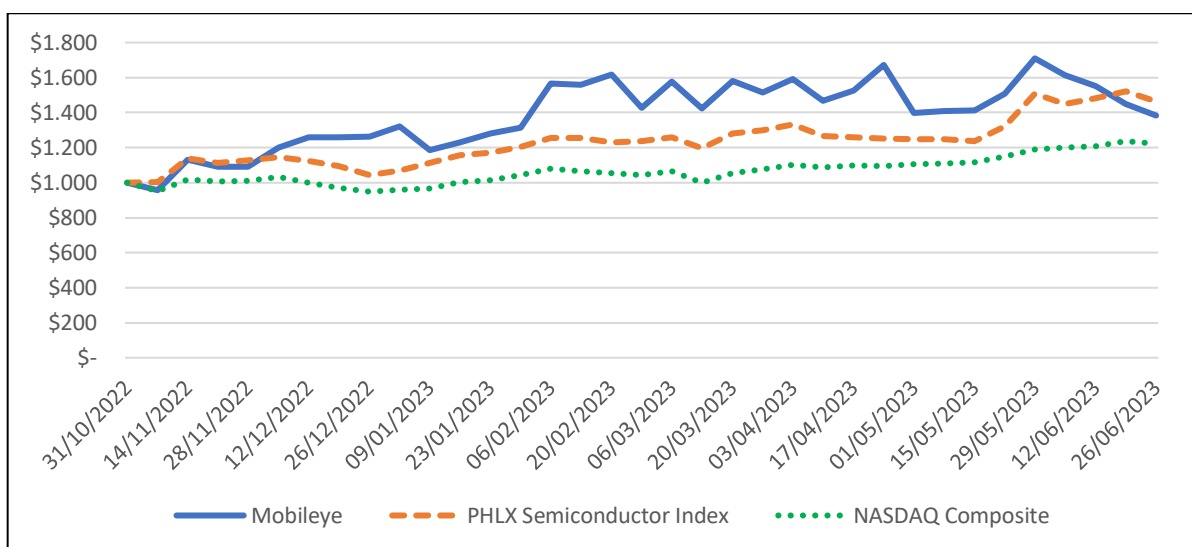


Figura 3.5 – Confronto dei rendimenti cumulativi di Mobileye, e degli indici PHLX Semiconductor e NASDAQ Composite

Fonte dati: <<https://it.finance.yahoo.com/>> [Data di accesso: 12/07/2023]

Oltre a ciò, calcolando la **volatilità** dei rendimenti, misurata dalla *deviazione standard* sulla base dell'intera popolazione, e prendendo il **rendimento medio di un titolo risk-free**, come ad esempio il *tasso di interesse dei buoni del tesoro USA* con maturità al 2028 pari al **5,25%**<sup>23</sup>, si possono confrontare le tre opzioni utilizzando l'**indice di Sharpe**, come riportato nella *Tabella 3.3*. L'indice di Sharpe, ottenuto dalla differenza tra il rendimento del titolo e il rendimento del titolo risk-free divisi per la deviazione standard del titolo, è utile per valutare la redditività di diverse opzioni di investimento che presentano rapporti di rischio differenti. Nel caso concreto, le azioni di Mobileye riportano l'indice di Sharpe più alto, e pertanto possono costituire un buon investimento in quanto sono circa 1,8 volte più remunerative rispetto ad un rendimento risk-free, considerando la volatilità delle azioni stesse.

Rendimento medio	Deviazione standard	Indice di Sharpe
39,84%	19,33%	1,79
23,83%	12,85%	1,45
6,70%	7,80%	0,19

Tabella 3.3 – Indice di Sharpe delle azioni di Mobileye e degli indici PHLX Semiconductor e NASDAQ Composite, ordinati dall'alto verso il basso

Fonte: Rielaborazione personale con Excel

A mio parere, questo è uno dei principali motivi per il quale l'azienda ha deciso di aumentare l'offerta del proprio titolo emettendo altre **38.500.000 azioni di Classe A** il 7 giugno 2023 con l'intento di attrarre ulteriori capitali grazie al contributo fornito dalle buone prestazioni ottenute dal titolo. Secondo quanto dichiarato nel prospetto di giugno 2023 e

<sup>23</sup> Fonte: Usa-T-Bond 5.25% 15NV28. Disponibile su: <<https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/titoli-di-stato/tlx-titoli-stato-usa/obbligazione/US0FF0.TLX>> [Data di accesso: 17/07/2023]

riportato nella *Figura 3.6*, Mobileye avrebbe venduto le suddette azioni ad un prezzo di **\$42** ciascuna, per un totale di quasi **\$1,6 miliardi** di proventi raccolti a favore dell'azionista venditore, che in questo caso si tratta della capogruppo Intel. Per l'appunto, Mobileye non riceve alcun provento dalla vendita di queste azioni, incluso qualsiasi esercizio da parte dei sottoscrittori dell'opzione di acquisto aggiuntivo, e il ricavato viene trattenuto interamente dall'azionista venditore.

	Per Share	Total
Public offering price	\$ 42.00	\$1,617,000,000.00
Underwriting discounts and commissions <sup>(1)</sup>	\$ 1.155	\$ 44,467,500.00
Proceeds, before expenses, to the selling stockholder	\$40.845	\$1,572,532,500.00

Figura 3.6 – Tabella riassuntiva prezzo azioni e proventi dell'offerta pubblica iniziale di Mobileye  
Fonte: Form 424B4 for Mobileye Global INC filed 06/08/2023, Frontespizio. Disponibile su: <https://ir.mobileye.com/static-files/7522cb94-3dbe-40c6-b62c-9a66a1c16eb6> [Data di accesso: 30/06/2023]

### 3.6 Breve confronto con i concorrenti attraverso gli indici

Le società in concorrenza diretta o indiretta di Mobileye che ho scelto di analizzare sono: **Bosch**, **Continental** e **Denso** come fornitori automobilistici concorrenti, **Huawei** e **Qualcomm** come fornitori di silicio concorrenti, e **Baidu** come concorrente nelle soluzioni di mobilità come servizio (MaaS). Per iniziare la mia analisi ho estratto i dati, contenuti all'interno di ciascun rapporto annuale del 2022 divulgato dalle rispettive aziende, relativi a: **fatturato** nel 2021, fatturato nel 2022, **patrimonio netto** nel 2022, **utile netto complessivo** nel 2022 e **totale attività** nel 2022 e li ho riassunti nella *Figura 3.7*. Poiché le società redigono il bilancio con valute diverse, ho utilizzando i tassi di cambio ufficiali del dollaro statunitense al 31/12/2022<sup>24</sup>.

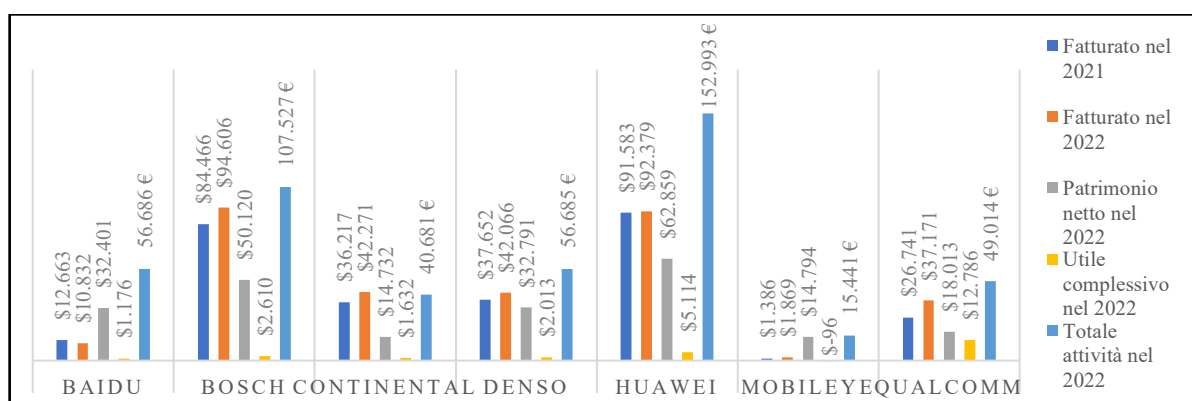


Figura 3.7 – Quadro generale delle società concorrenti di Mobileye, valori in milioni di dollari USA  
Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

<sup>24</sup> Fonte: Exchange rates. Disponibile su: [https://www.exchangerates.org.uk/historical/USD/31\\_12\\_2022](https://www.exchangerates.org.uk/historical/USD/31_12_2022)  
[Data di accesso: 10/07/2023]

L'evidenza empirica ci suggerisce che Mobileye al momento detiene una quota di mercato molto bassa rispetto ai propri concorrenti, giacché i ricavi totali dell'azienda nel 2022, come riportato nella *Figura 3.8*, corrispondono solo all'1% dei ricavi totali dei concorrenti. Tra i fornitori di componenti automobilistiche, la multinazionale tedesca Bosch riporta un fatturato di **\$94.606 milioni** che corrisponde al 29% del fatturato totale dei concorrenti analizzati.

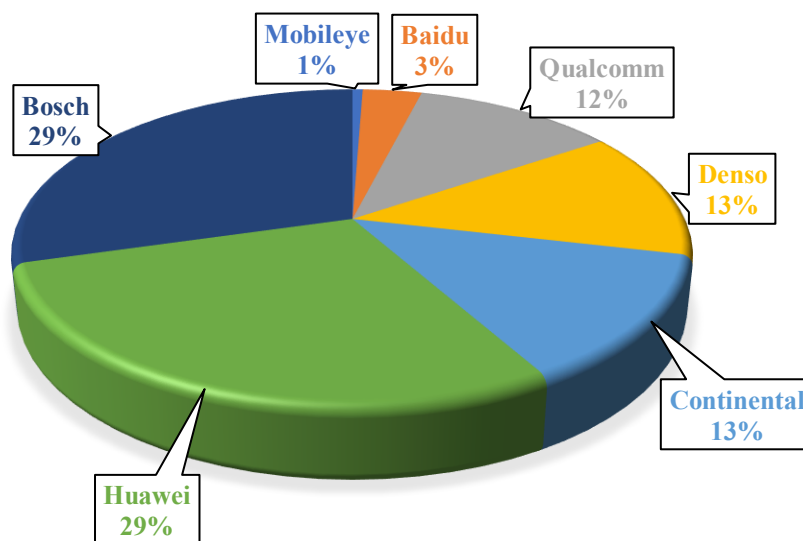


Figura 3.8 – Sintesi del fatturato dell'anno fiscale 2022 dei concorrenti, valori in milioni di dollari USA

Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

Sebbene Mobileye sia una realtà ancora molto piccola, la crescita dei ricavi tra il 2021 e il 2022 ha registrato una notevole performance rispetto ai concorrenti, evidenziata anche nella *Figura 3.9*, seconda solo alla Qualcomm, multinazionale americana produttrice di semiconduttori e apparecchiature per le telecomunicazioni, che ha registrato una variazione del 39% tra i due anni. Tale crescita dei ricavi, se aumentata o perlomeno mantenuta costante nel tempo, può garantire a Mobileye un vantaggio competitivo duraturo che, in tempi medio-lunghi, può farle acquisire maggiore potere contrattuale sui clienti, e pertanto sottrarre ai concorrenti quote di mercato sempre più crescenti.



Figura 3.9 – Crescita percentuale dei ricavi tra il 2021 e il 2022

Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

Per sviluppare la comparazione degli indici di bilancio, ho trovato il **rendimento del capitale proprio (ROE)** nel 2022, calcolato come rapporto tra l'utile netto complessivo nel 2022 e il patrimonio netto nel 2022, per ciascuna società ottenendo la *Figura 3.10*. Quello che si ricava dal grafico è che Qualcomm ha registrato il rendimento del capitale proprio migliore, con un valore decisamente superiore ai concorrenti, mentre Mobileye ha registrato il rendimento del capitale proprio peggiore.

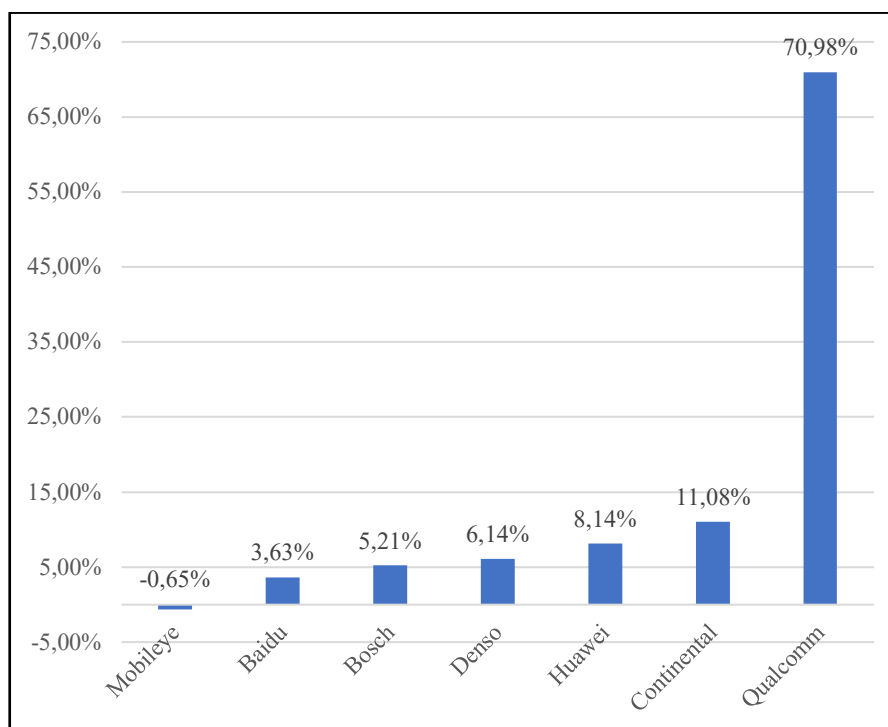


Figura 3.10 – Rendimento del capitale proprio (ROE) nel 2022 in ordine crescente  
 Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

Proseguendo il confronto con i concorrenti, ho selezionato le società che presentano un **ritorno sulle attività (ROA)**, dato dal rapporto tra l'utile netto complessivo nel 2022 e il totale attività nel 2022, simile in maniera tale da avere una base di confronto più accurata. In tal modo, ho escluso Qualcomm, in quanto riporta un ROA eccessivamente diverso rispetto alle altre società (26%), rendendo fuorviante la mia analisi. Successivamente, ho elaborato la *Tabella 3.4* scomponendo i relativi rendimenti del capitale proprio in: **marginare di profitto netto** (“net profit margin”), calcolato come rapporto tra l'utile netto complessivo nel 2022 e il fatturato nel 2022, **rotazione delle attività** (“asset turnover”), data dal rapporto tra il fatturato nel 2022 e il totale attività nel 2022, e **leva finanziaria** (“leverage ratio”), misurata dal rapporto tra il totale attività nel 2022 e il patrimonio netto nel 2022. Il risultato finale è che Mobileye esibisce gli indici più bassi causati, primariamente, da un fatturato proporzionalmente inferiore e, secondariamente, da un totale attività inferiore alla media, malgrado il patrimonio netto sia in linea con i concorrenti.



Anno fiscale 2022	Mobileye	Baidu	Bosch	Denso	Huawei	Continental
Net profit margin	-5,14%	10,86%	2,76%	4,78%	5,54%	3,86%
Asset turnover	12%	19%	88%	74%	60%	104%
Leverage ratio	1,04	1,75	2,15	1,73	2,43	2,76
<b>ROA</b>	<b>-1%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>

Tabella 3.4 – Margine di profitto, rotazione delle attività e leva finanziaria dei concorrenti nel 2022. Le società sono in ordine crescente di ROE

Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

In chiusura, ho scelto di concentrarmi solo sui fornitori automobilistici concorrenti di Mobileye in modo tale da comparare le varie strategie di business sfruttando il “**trade-off**” margine di profitto e rotazione delle attività. Poiché Mobileye nel 2022 presenta un utile netto complessivo negativo a chiusura d’esercizio, e quindi il grafico risulterebbe distorto, ho scelto di utilizzare l’**utile netto rettificato** (“*Adjusted net income*”), fornito dall’azienda stessa, per escludere: l’ammortamento delle immobilizzazioni immateriali, che di fatto costituiscono costi non monetari e quindi slegati dal flusso finanziario, le spese per compensi basati su azioni e i relativi effetti fiscali sul reddito, pari a **\$605 milioni**<sup>25</sup>. Dunque, ho posto nell’asse delle ordinate il margine di profitto netto, mentre nell’asse delle ascisse la rotazione delle attività e ho ottenuto la *Figura 3.11*. Il grafico vuole sottolineare il fatto che Mobileye pratica una *strategia di focalizzazione sulla differenziazione*, contrariamente dalle altre tre società che praticano invece una **strategia di leadership di costo** o di **focalizzazione sui costi**, in quanto presenta un margine di profitto netto alto (**32,37%**), contro una rotazione delle attività bassa (**12,10%**).

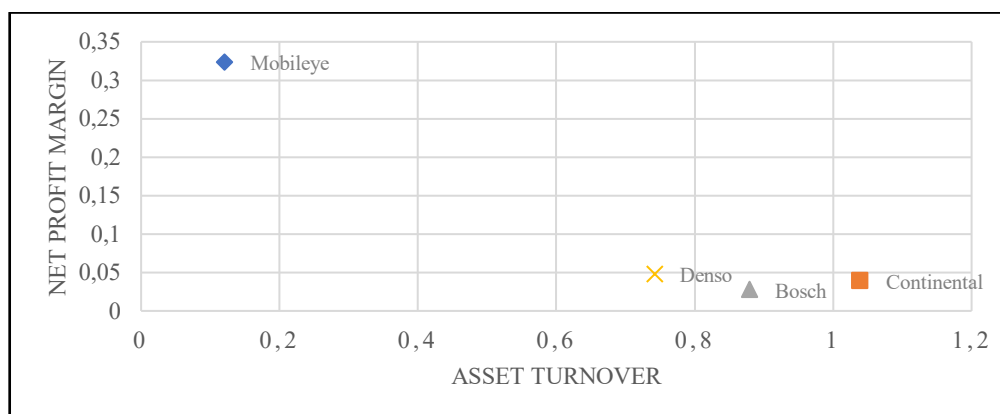


Tabella 3.11 - Margine di profitto e rotazione delle attività nel 2022 dei fornitori automobilistici concorrenti di Mobileye

Fonte: Rielaborazione personale con Excel dei dati diffusi dalle rispettive aziende nei propri rapporti annuali [Data di accesso: 10/07/2023]

<sup>25</sup> Fonte: Form 10-K for Mobileye Global INC. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]. Per un approfondimento sull’utile netto rettificato si veda la *Figura A4* nelle Appendici.



## 4. CONCLUSIONI

L'offerta pubblica iniziale costituisce una **fase importante nel ciclo di vita di un'azienda**, in quanto, oltre agli alti costi iniziali e al tempo di svolgimento, sono richieste buone competenze burocratiche nella fase precedente l'IPO, che comprendere lo svolgimento delle prassi in ottemperanza con la legge e l'emanazione della documentazione necessaria, e ottime abilità relazionali sia con i potenziali investitori che con i sottoscrittori dell'offerta pubblica. La discrezionalità affidata all'azienda sta nella capacità di promuovere sé stessa al pubblico di investitori in maniera efficace per essere in grado di vendere la maggior quantità possibile di azioni al prezzo di emissione più appropriato in modo tale da massimizzare i proventi raccolti. Una volta che questi proventi vengono conseguiti l'azienda dispone di un'ampia scelta di modalità di utilizzo degli stessi, con il risultato finale di costruire un vantaggio competitivo che nel tempo può farle acquisire maggiori quote di mercato.

Riassumendo, **Mobileye Global Inc.** è un'azienda con buone prospettive di crescita e consolidamento nel mercato mondiale, non solo per i dati di crescita del settore che possono giocare a suo favore, ma anche grazie al rapporto di collaborazione stretta con la capogruppo Intel e alla propria capitalizzazione nel mercato dei valori mobiliari che le hanno aperto numerose opportunità in merito a nuovi afflussi di capitale, a miglioramenti della reputazione e del brand ed a prospettive di aumento sui ricavi futuri. In aggiunta, i proventi raccolti tramite l'IPO sono stati fondamentali per poter estinguere il debito nei confronti di Intel che, oltre ad annullare i corrispettivi interessi passivi, permette di accedere ad ulteriori prestiti per finanziare la crescita aziendale.

In conclusione, nonostante gli utili negli ultimi tre anni siano stati negativi, condizionati principalmente dagli alti costi di ricerca e sviluppo, il confronto con i concorrenti fa sperare che la neo quotata Mobileye riesca, nel tempo, a fare forza sulla propria strategia di business sfruttando le proprie capacità intrinseche, le nuove sinergie create con Intel e il proprio know-how nel settore degli ADAS.

## APPENDICI

La *Figura A1* riporta dieci tra le più grandi aziende statunitensi che tra il 1980 e il 2020 hanno concluso un'offerta pubblica iniziale. Nella tabella vengono indicati i nomi dell'azienda con i conseguenti: anno dell'IPO, numero di pagine del prospetto e appendici. Il fenomeno dell'ingrossamento dei prospetti è evidenziato dall'aumento considerevole del numero di pagine nel corso degli anni, con la conseguente diminuzione di chiarezza delle informazioni riportate.

*Table 1: The Bulking up of prospectus – 1980 - 2020*

	<i>Year of IPO</i>	<i>Number of pages in prospectus</i>	<i>Appendices</i>
Apple	1980	73	0
Microsoft	1986	52	17
Yahoo!	1996	54	20
Amazon	1997	47	35
Netflix	2002	79	24
Google	2004	124	59
Facebook	2012	150	36
Twitter	2013	164	55
Uber	2019	285	94
Airbnb	2020	350	84

*Figura A1 – Il fenomeno dell'ingrossamento dei prospetti*

Fonte: COHEN, M. C., DAMODARAN, A. & MCCARTHY, D., ottobre 2021. *Initial Public Offerings: Dealing with the Disclosure Dilemma* [online]. Disponibile su:

<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3936750](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3936750)> [Data di accesso: 27/06/2023]

La *Tabella A2* riassume i dati pubblicati nel Form 424B4 di ottobre 2022 da Mobileye in merito all'offerta pubblica iniziale. Nella tabella vengono riportati la tipologia del titolo con i rispettivi: acquirente, quantità, prezzo unitario e totale lordo raccolto. Le ultime due righe riportano il totale raccolto tramite l'IPO e il totale proventi a favore di Mobileye.

<b>Tipologia titolo</b>	<b>Acquirente</b>	<b>Quantità</b>	<b>Prezzo unitario</b>	<b>Totale lordo raccolto</b>
Azioni ordinarie di classe A	Sottoscrittori	41.000.000	\$ 21	\$ 861.000.000
Azioni ordinarie di classe B	Intel	750.000.000	\$ 21	\$ 15.750.000.000
Azioni ordinarie di classe A	General Atlantic	4.761.905	\$ 21	\$ 100.000.000
Azioni ordinarie di classe A	Sottoscrittori (opzione d'acquisto)	6.150.000	\$ 21	\$ 129.150.000
<b>Totale raccolto IPO</b>		<b>801.911.905</b>	<b>\$</b>	<b>16.840.150.000</b>
<b>Totale a favore di Mobileye</b>		<b>51.911.905</b>	<b>\$</b>	<b>1.090.150.000</b>

*Tabella A2 – Capitale totale raccolto nell'offerta pubblica iniziale di Mobileye*

Fonte: Rielaborazione personale con Excel

La Figura A3 riporta i nomi dei 25 sottoscrittori dell'offerta pubblica iniziale di Mobileye con le rispettive quantità acquistate. Goldman Sachs e Morgan Stanley agiscono in qualità di rappresentanti dei sottoscrittori e detengono le quote di azioni più rilevanti.

Underwriters	
Goldman Sachs & Co. LLC	11,860,000
Morgan Stanley & Co. LLC	11,860,000
Evercore Group L.L.C.	3,120,000
Barclays Capital Inc.	3,120,000
Citigroup Global Markets Inc.	3,120,000
BofA Securities, Inc.	1,680,000
RBC Capital Markets, LLC	1,680,000
Mizuho Securities USA LLC	1,680,000
Nomura Securities International, Inc.	285,001
WR Securities, LLC	14,999
BNP Paribas Securities Corp.	300,000
Cowen and Company, LLC	180,000
Siebert Williams Shank & Co., LLC	180,000
PJT Partners LP	180,000
MUFG Securities Americas Inc.	180,000
Needham & Company, LLC	180,000
Raymond James & Associates, Inc.	180,000
Loop Capital Markets LLC	150,000
Blaylock Van, LLC	150,000
Academy Securities, Inc.	150,000
Drexel Hamilton, LLC	150,000
Independence Point Securities LLC	150,000
China International Capital Corporation Hong Kong Securities Limited	150,000
Cabrera Capital Markets LLC	150,000
Guzman & Company	150,000
<b>Total</b>	<b>41,000,000</b>

Figura A3 – Sottoscrittori dell'offerta pubblica iniziale di Intel

Fonte: FORM 424B4 FOR MOBILEYE GLOBAL INC FILED 10/26/2022. [online]. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/abb04df1-8981-4576-8125-5a31d104bad3>> [Data di accesso: 23/06/2023]

La Figura A4 riporta nel dettaglio il calcolo dell'utile netto rettificato di Mobileye effettuato dall'azienda stessa. L'utile netto rettificato così determinato è da intendere come una misura finanziaria non conforme ai principi GAAP utilizzata principalmente per prendere decisioni strategiche, valutare le prestazioni e confrontare le tendenze nel corso degli anni.

U.S. dollars in millions	Year Ended					
	December 31 2022		December 25 2021		December 26 2020	
	Amount	% of Revenue	Amount	% of Revenue	Amount	% of Revenue
Net income (loss)	\$ (82)	(4)%	\$ (75)	(5)%	\$ (196)	(20)%
Add: Amortization of acquired intangible assets	544	29 %	509	37 %	450	47 %
Add: Share-based compensation expense	174	9 %	97	7 %	85	9 %
Add: Expenses related to the Mobileye IPO	4	— %	—	— %	—	— %
Less: Income tax effects	(35)	(2)%	(57)	(4)%	(50)	(5)%
<b>Adjusted net income</b>	<b>\$ 605</b>	<b>32 %</b>	<b>\$ 474</b>	<b>34 %</b>	<b>\$ 289</b>	<b>30 %</b>

Figura A4 – Utile netto rettificato di Mobileye

Fonte: FORM 10-K FOR MOBILEYE GLOBAL INC, marzo 2023. [online]. Disponibile su: <<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

## BIBLIOGRAFIA

ADAS MARKET, novembre 2022 [online]. Disponibile su:

<<https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/adas-market-101897>> [Data di accesso: 07/06/2023]

CHEN, J., giugno 2022. *SEC Form 424B4* [online]. Investopedia.com. Disponibile su:

<<https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-424b4.asp>> [Data di accesso: 23/06/2023]

COHEN, M. C., DAMODARAN, A. & MCCARTHY, D., ottobre 2021. *Initial Public Offerings: Dealing with the Disclosure Dilemma* [online]. Disponibile su:

<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3936750](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3936750)> [Data di accesso: 27/06/2023]

DODDS, C., agosto 2021. *What is an IPO Underwriter and What Do They Do?* [online].

Sofi.com. Disponibile su: <<https://www.sofi.com/learn/content/ipo-underwriter-role-responsibilities/>> [Data di accesso: 20/05/2023]

FORM 10-K FOR MOBILEYE GLOBAL INC, marzo 2023 [online]. Disponibile su:

<<https://ir.mobileye.com/static-files/2b1a9416-39ac-4c49-9a7e-87500664f40b>> [Data di accesso: 20/05/2023]

FORM 10-Q FOR MOBILEYE GLOBAL INC, maggio 2023 [online]. Disponibile su:

<<https://ir.mobileye.com/static-files/56f29f16-c283-4edf-b876-4c529095360e>> [Data di accesso: 30/06/2023]

FORM 424B4 FOR MOBILEYE GLOBAL INC FILED 10/26/2022 [online]. Disponibile su:

<<https://ir.mobileye.com/static-files/abb04df1-8981-4576-8125-5a31d104bad3>> [Data di accesso: 23/06/2023]

FORM 424B4 FOR MOBILEYE GLOBAL INC FILED 06/08/2023 [online]. Disponibile su:

<<https://ir.mobileye.com/static-files/7522cb94-3dbe-40c6-b62c-9a66a1c16eb6>> [Data di accesso: 30/06/2023]

LAKE, R., febbraio 2022. *What Is an IPO Roadshow?* [online]. Sofi.com. Disponibile su:

<<https://www.sofi.com/learn/content/guide-to-ipo-roadshows/>> [Data di accesso: 27/06/2023]

LUNDHOLM, R. & SLOAN, R., luglio 2019. *Equity Valuation and Analysis*. 5° ed. (s.l.): pubblicato in modo indipendente

MOBILEYE.COM [online]. Disponibile su: <<https://www.mobileye.com/about/>> [Data di accesso: 14/05/2023]

- OIEA: OFFICE OF INVESTOR EDUCATION AND ADVOCACY, 2022. *Updated Investor Bulletin: Investing in an IPO* [online]. Investor.gov. Disponibile su: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>> [Data di accesso: 22/04/2023]
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC), marzo 2023. *US PP&E and other assets guide 8.3, Research and development costs* [online]. Pwc.com. Disponibile su: <[https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting\\_guides/property\\_plant equip/property\\_plant equip\\_US/chapter\\_7\\_other\\_assets\\_US/73\\_research\\_and\\_development\\_US.html](https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/property_plant equip/property_plant equip_US/chapter_7_other_assets_US/73_research_and_development_US.html)> [Data di accesso: 06/07/2023]
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), 2023. *What is a registration statement?* [online]. Sec.gov. Disponibile su: <<https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/registrationstatement>> [Data di accesso: 19/06/2023]
- THE INVESTOPEDIA TEAM, gennaio 2023. *The Two Types of IPOs* [online]. Investopedia.com. Disponibile su: <<https://www.investopedia.com/ask/answers/020915/what-are-different-types-ipo-issued.asp>> [Data di accesso: 14/05/2023]
- TINCHER, L., marzo 2022. *What Are IPO Proceeds?* [online]. Sofi.com. Disponibile su: <<https://www.sofi.com/learn/content/what-are-ipo-proceeds/>> [Data di accesso: 10/06/2023]
- USA-T-BOND 5.25% 15NV28 [online]. Ilsole24ore. Disponibile su: <<https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/titoli-di-stato/tlx-titoli-stato-usa/obbligazione/US0FF0.TLX>> [Data di accesso: 17/07/2023]
- US DOLLAR EXCHANGE RATES FOR 31/12/2022 [online]. Exchangerates.org.uk. Disponibile su: <[https://www.exchangerates.org.uk/historical/USD/31\\_12\\_2022](https://www.exchangerates.org.uk/historical/USD/31_12_2022)> [Data di accesso: 10/07/2023]
- YAHOO FINANZA [online]. Finance.yahoo.com. Disponibile su: <<https://it.finance.yahoo.com/>> [Data di accesso: 12/07/2023]
- ZORZO, M., 2021. *Cos'è una IPO – Vantaggi e svantaggi nell'investirci* [online]. Parliamo di investimenti.it. Disponibile su: <[https://www.parliamodiinvestimenti.it/cosa-e-una-ipo/#Vantaggi\\_del\\_quotarsi\\_in\\_Borsa](https://www.parliamodiinvestimenti.it/cosa-e-una-ipo/#Vantaggi_del_quotarsi_in_Borsa)> [Data di accesso: 22/04/2023]