

MERIDIAN

STMicroelectronics N.V.

*Due Diligence Memo — Parte II: FCF Waterfall | P&D
Deep-Dive | Peer Valuation | Warrant AWS*

Giugno 2025 • Confidential

This document has been prepared by Meridian for informational purposes.

Contents

1 Sintesi Esecutiva	2
2 Modulo 1 — FCF Waterfall Completo	2
3 FCF Waterfall — Split Capex per Anno	3
4 FCF Waterfall — Da EBITDA Deal-Ready a Total FCF	3
5 FCF — Metriche Chiave di Copertura	4
6 Modulo 2 — P&D Segment Deep-Dive	4
7 P&D — Trajectory Finanziaria e ASP Erosion	5
8 P&D — Decomposizione Operating Loss FY2024-FY2025	5
9 P&D — Breakeven e Scenari di Recovery	6
10 P&D — Competitive Landscape	6
11 P&D — Stima Costi di Uscita (Divestiture o Wind-Down)	6
12 Modulo 3 — Peer Valuation Comparison	7
13 Peer Valuation — EV/EBITDA Deal-Ready	8
14 Peer Valuation — Aggiustamenti di Comparabilità	8
15 Modulo 4 — Warrant AWS: Framework di Valutazione	8
16 Warrant AWS — Fair Value per Scenario	9
17 Warrant AWS — Impatto sull'Equity Bridge	9
18 Sintesi Integrativa e Conviction Update	10
19 Conclusioni e Passi Successivi	10

Sintesi Esecutiva

Executive Summary

Questa seconda parte del memo di due diligence integra l'analisi del bilancio FY2025 di STMicroelectronics con quattro moduli analitici avanzati: (1) il FCF waterfall completo da EBITDA deal-ready a free cash flow effettivo, con esplicitazione di cash taxes, variazione del capitale circolante, split maintenance/-growth capex e lease payments; (2) il deep-dive sul segmento Power & Discrete, con decomposizione dell'operating loss, analisi dell'erosione degli ASP, mappatura competitiva e stima dei costi di uscita; (3) la peer valuation comparison su base EV/EBITDA deal-ready con aggiustamenti di comparabilità; (4) il framework di valutazione per il warrant AWS, con struttura milestone-based, range di fair value e impatto sull'equity bridge.

Il quadro integrato rivela una trappola di liquidità temporanea — non strutturale — con un FCF deal-ready negativo per \$245M in FY2025, un segmento P&D in deterioramento strutturale del pricing (ASP -28,7% cumulato in due anni, 93% del calo ricavi attribuibile al prezzo), un multiplo EV/EBITDA deal-ready di 9,8x che incorpora un premio di optionality SiC di 1,5-2,0x rispetto al business cor-

rente normalizzato, e un warrant AWS che va valutato come costo di acquisizione cliente piuttosto che come passività finanziaria isolata. Il punto di svolta verso un FCF materialmente positivo richiede la convergenza di tre condizioni: completamento del reshaping manifatturiero (post-2027), recovery del gross margin verso 38-40%, e stabilizzazione o breakeven del segmento P&D.

Modulo 1 — FCF Waterfall Completo

Il waterfall rivela la tensione strutturale più importante dell'intera analisi: STM genera EBITDA ma non genera cassa. L'EBITDA deal-ready di \$1.918M si trasforma in un FCF totale negativo una volta incorporato il capex di crescita del ciclo di reshaping.

Cash Taxes (\$141M): il dato più fuorviante del bilancio. Il cash tax ratio rispetto all'EBITDA deal-ready è solo del 7,4%, ma non riflette la struttura fiscale normalizzata. Il cash/GAAP ratio è del 64,1% — insolito. L'ETR GAAP al 55% è distorto da \$143M di oneri non-cash (valuation allowance Svizzera \$80M + uncertain tax positions \$66M) che non escono come cassa. L'ETR effettivo cash è del 35,2%; l'ETR normalizzato ex-discretes non-cash è del 19,3%, molto più vicino alla norma storica 17-19%. Su base normalizzata FY2026E, con ETR al 18% su un EBIT deal-ready stimato a ~\$350M, il cash tax outflow sale a ~\$160M — un incremento nonostante la normalizzazione dell'ETR, perché l'imponibile aumenta con il recovery dell'EBITDA.

Delta Working Capital (~\$143M): interamente guidato dall'inventary build. Il rapporto critico è inventario +12,2% su ricavi -11,1%. I days inventory outstanding sono aumentati di circa 30 giorni rispetto al FY2023 normalizzato. In un deal, questo si traduce in un WC target che richiede un adjustment mechanism esplicito per inventory aging — non un locked-box standard.

Capex Split: il Capex/D&A ratio è sceso da 2,63x in FY2023 a 0,97x in FY2025 — il primo anno in cui il capex netto è sostanzialmente pari alla sola quota di mantenimento. Il reshaping richiede una risalita in FY2026 (guidance \$2,0-2,2B, Capex/D&A ratio ~1,11x). La riduzione del growth capex da \$3,2B (FY2023) a \$680M (FY2025) spiega perché la posizione di liquidità non si è deteriorata più rapidamente nonostante il collasso del FCF operativo.

FCF Waterfall — Split Capex per Anno

Evoluzione della struttura del capex FY2023-FY2026E. Il Capex/D&A ratio sotto 1,0x in FY2025 segnala che il ciclo di investimento aggressivo è terminato, ma il reshaping richiede una risalita nel 2026.

Anno	Net Capex	D&A	Capex/D&A	Maint. Capex (60% D&A)	Growth Capex
FY2023	\$4.111M	\$1.561M	2,63x	\$937M	\$3.174M
FY2024	\$2.531M	\$1.760M	1,44x	\$1.056M	\$1.475M
FY2025	\$1.792M	\$1.854M	0,97x	\$1.112M	\$680M
FY2026E	~\$2.100M	~\$1.900M	~1,11x	~\$1.140M	~\$960M

FCF Waterfall — Da EBITDA Deal-Ready a Total FCF

Il delta tra EBITDA deal-ready (\$1.918M) e Total FCF (-\$245M) è di \$2.163M, interamente spiegato da tre driver: maintenance capex \$1.112M (costo della struttura IDM), growth capex \$680M (reshaping), delta WC \$143M (inventory build). Questo spread è il costo nascosto del modello IDM che un multiplo EV/EBITDA da solo non cattura.

Voce	FY2025 Actual	FY2026E Norm.	Delta	Note Analitiche
EBITDA Deal-Ready	\$1.918M	\$2.551M	+\$633M	Recovery gross margin +150 bps embedded
— Cash Taxes	(\$141M)	(\$160M)	-\$19M	FY2025 basso per timing discretos; FY2026 ETR 18%
± Delta WC	(\$143M)	\$0M	+\$143M	Inventory build cessa in steady state
— Maint. Capex (60% D&A)	(\$1.112M)	(\$1.140M)	-\$28M	Stabile; struttura IDM richiede capex elevato
— Lease Payments (op + fin)	(\$87M)	(\$87M)	\$0M	Stabile; contratti pluriennali
MAINTENANCE FCF	\$435M	\$1.164M	+\$729M	Salto fragile: condizionato a recovery gross margin
— Growth Capex	(\$680M)	(\$960M)	-\$280M	Reshaping in risalita: guidance \$2,1B mid FY2026
TOTAL FCF (DEAL-READY)	(\$245M)	\$204M	+\$449M	Quasi-zero: reshaping assorbe ancora tutta la cassa

FCF — Metriche Chiave di Copertura

Metric	Value	Change
Maintenance FCF	\$435M	vs \$1.344M FY2024 (-68%)
Total FCF Deal-Ready	(\$245M)	Negativo; growth capex \$680M
Copertura Dividendi	1,35x	Margine di soli \$114M
Copertura Div. + Buyback	0,63x	\$0,37 per dollaro da riserve
FCF Yield (Maint.)	~2,7%	Su market cap ~\$16B
Capex/D&A FY2025	0,97x	vs 2,63x FY2023

Modulo 2 — P&D Segment Deep-Dive

Il segmento Power & Discrete è il nodo critico dell'intera tesi di investimento su STM. I dati suggeriscono un deterioramento strutturale accelerato dalla competizione cinese, non un semplice problema ciclico.

ASP Erosion — Il Driver Dominante: la ricostruzione quantitativa utilizzando le variazioni di volume dichiarate nel 20-F (-3% in FY2025, -4% circa in FY2024) rivela un ASP index contratto da 100 (FY2023) a 83,5 (FY2024) a 71,3 (FY2025) — una erosione cumulata del 28,7% in due anni. La decomposizione della variazione di ricavi FY2024-FY2025 attribuisce il 93% del calo (-\$724M su -\$776M totali) all'erosione dei prezzi e solo il 7% (-\$52M) ai volumi. Questo non è un problema di domanda — è un collasso del pricing power.

Breakeven Analysis: utilizzando il metodo di interpolazione lineare tra FY2023 (picco) e FY2025 (nadir), il contribution margin implicito è del 69,4%, coerente con la struttura IDM power/discrete. Il breakeven revenue risultante è ~\$2.081M, richiedendo un uplift del 23,5% dai \$1.685M attuali. Questo breakeven è raggiungibile in FY2027 nello scenario base (ASP +10%, volumi +12%), ma non in FY2026. Se la pressione cinese sugli ASP continua (-15% ulteriore nel 2026), il breakeven si allontana e il segmento entra in una spirale negativa che rende la divestiture obbligatoria, non opzionale.

Rischio Sanan JV: STM ha trasferito la propria tecnologia SiC proprietaria alla JV (Sanan ST JV, consolidata come VIE al 49%). Il contratto prevede che Sanan produca esclusivamente per STM, ma il trasferimento di know-how è avvenuto. La struttura VIE non garantisce protezione tecnologica nel lungo termine in caso di deterioramento delle relazioni sino-europee. Item di DD legale prioritario: verifica delle clausole di protezione IP nel contratto JV.

P&D — Trajectory Finanziaria e ASP Erosion

La decomposizione rivela che il 93% del calo dei ricavi FY2024-FY2025 è attribuibile all'erosione dei prezzi, non ai volumi. Il collasso dell'operating margin da +22,8% a -16,3% in due anni è il segnale più severo dell'intera analisi.

Anno	Revenue	Vol. Index	ASP Index	ASP YoY	Op. Income	Op. Margin
FY2023	\$3.098M	100,0	100,0	—	+\$706M	+22,8%
FY2024	\$2.461M	96,0	83,5	-16,5%	+\$263M	+10,7%
FY2025	\$1.685M	93,1	71,3	-14,6%	-\$275M	-16,3%
Cumulato 2Y	-45,6%	-6,9%	-28,7%	—	-\$981M	-3.910 bps

P&D — Decomposizione Operating Loss FY2024-FY2025

La variazione di operating income FY2024-FY2025 (-\$538M) è quasi interamente spiegata dall'effetto prezzo. Il volume effect è trascurabile; il cost/mix effect è marginalmente positivo per parziale riduzione dei costi variabili.

Driver	Impatto (\$M)	% del Totale	Meccanismo
Effetto prezzo (ASP erosion)	-\$502M	93,3%	ASP -14,6% su revenue base \$2.461M
Effetto volume	-\$52M	9,7%	Volumi -3% su revenue base \$2.461M
Effetto costo/mix/altro	+\$16M	-3,0%	Parziale riduzione costi variabili e mix
Totale variazione Op. Income	-\$538M	100%	Da +\$263M a -\$275M

P&D — Breakeven e Scenari di Recovery

Il breakeven revenue di ~\$2.081M richiede un uplift del 23,5% dai \$1.685M attuali. Lo scenario base (ASP +10%, volumi +12%) è raggiungibile in FY2027. Se la pressione cinese sugli ASP continua, il breakeven si allontana indefinitamente.

Scenario	ASP Recovery	Vol. Recovery	Rev. Stimata	vs Breakeven	Anno Atteso
Pessimistico	0%	+5%	\$1.769M	-\$312M	Mai (sotto BE)
Base	+10%	+12%	~\$2.076M	~Breakeven	FY2027
Ottimistico	+20%	+8%	~\$2.195M	+\$114M	FY2026
Trend corrente (ASP -15%)	-15%	+3%	~\$1.478M	-\$603M	Peggioramento

P&D — Competitive Landscape

Il rischio Sanan è il più sottovalutato: STM ha trasferito tecnologia SiC proprietaria alla JV (VIE al 49%), con potenziale trasferimento involontario di know-how nel lungo termine. La verifica delle clausole IP nel contratto JV è item di DD legale prioritario.

Player	Posizionamento	Intensità	Meccanismo	Rischio STM-Specifico
Sanan Optoelectronics	Partner JV + competitor open market	Alta	Accesso tech STM via JV; pricing aggressivo CN	Trasferimento tech involontario; rischio reverse engineering
BYD Semiconductor	Captive + mercato aperto	Media-Alta	Integrazione verticale; design-in loss OEM cinesi	Lock-out progressivo da programmi automotive CN
Huawei Supply Chain	Alternativa domestica tier-1 CN	Media	Preferenza politica fornitori locali post-sanzioni	Perdita design-in nei programmi ADAS cinesi
Infineon	Competitor europeo, mix simile	Bassa-Media	Stesso ciclo negativo; pricing razionale	Competizione diretta ma non distruttiva
ON Semiconductor	Fabless-light, costi fissi inferiori	Media	GM 45% vs STM 34%; struttura più agile	Attrae clienti sensibili al prezzo
Wolfspeed (distressed)	Pure-play SiC in ristrutturazione	Bassa diretta	Supply glut SiC se assets venduti a prezzi distressed	Acquirente potrebbe emergere rafforzato

P&D — Stima Costi di Uscita (Divestiture o Wind-Down)

La divestiture è economicamente razionale (payback 3,6-5,6 anni, NPV positivo a 10% WACC) ma presenta due ostacoli non finanziari: resistenza politica di ST Holding (governi FR+IT) e difficoltà di trovare un acquirente a prezzi accettabili con ASP in caduta. L'alternativa più realistica è un wind-down graduale verso SiC premium e GaN.

Voce	Low (\$M)	High (\$M)	Metodologia	Incertezza
PP&E impairment (40-60% recovery su book ~\$2.212M)	\$885M	\$1.327M	20% PP&E totale attribuito a P&D; recovery 40-60%	Alta
Goodwill write-off (allocato P&D)	\$81M	\$81M	Dato di bilancio certo (Note 8)	Certa
Severance/ristrutturazione (60-80% headcount P&D)	\$150M	\$300M	Scalato da costo FY2025 ristrutturazione	Media
Contract termination (take-or-pay foundry)	\$50M	\$150M	Stima da impegni foundry e supply agreements	Alta
TOTALE ONE-TIME EXIT	\$978M	\$1.535M	—	Alta
Annual stranded costs post-exit	\$100M p.a.	\$200M p.a.	Shared services non più assorbiti	Media
Annual benefit (op loss avoided)	\$275M p.a.	\$275M p.a.	FY2025 run-rate; assume strutturale	Media
Payback period	3,6 anni	5,6 anni	NPV positivo a 10% WACC su 10 anni	Media

Modulo 3 — Peer Valuation Comparison

I peer selezionati non sono comparabili su base pura. STM è un IDM full-stack; ON Semi ha un modello fabless-light con struttura di costo più leggera; Wolfspeed è un pure-play SiC in fase di ramp con EBITDA negativo; Infineon è l'unico comparabile strutturalmente più vicino. La regola empirica per il settore: ogni 100 bps di differenza nel gross margin implica circa 0,2-0,3x di differenza nel multiplo EV/EBITDA.

Tre paradossi nella lettura dei multipli:

Paradosso 1 — STM tratta a premio sulla mediana nonostante il profilo di rischio superiore. A 9,8x EV/EBITDA deal-ready, STM è sopra la mediana settoriale di 9,0x. La spiegazione è duplice: la net cash position di \$2,8B comprime l'EV netto percepito, e il mercato paga un premio di optionality SiC di circa 1,5-2,0x. Rimuovendo la net cash dall'EV, l'EV operativo scende a ~\$16,0B e il multiplo sull'EBITDA deal-ready operativo sale a ~10,8x — il mercato sta pagando per il futuro, non per il presente.

Paradosso 2 — Il gap gross margin non è prezzato correttamente. STM ha un gross margin inferiore di 660 bps rispetto a Infineon e 1.130 bps rispetto a ON Semi. Applicando la regola empirica, STM dovrebbe trattare a uno sconto di 1,3-3,4x rispetto ai peers. Il fatto che non lo faccia implica che il mercato considera il gap temporaneo e ciclico, non strutturale. Questa è la scommessa implicita nel prezzo corrente.

Paradosso 3 — STM ex-P&D converge alla mediana, rivelando la valorizzazione implicita del P&D. La rimozione del P&D porta il multiplo implicito a ~9,0x — esattamente sulla mediana. Il mercato sta valorizzando il P&D a zero. Se il P&D viene ceduto o raggiunge il breakeven, c'è potenziale re-rating verso 9,5-10,0x sull'EBITDA residuo — un upside di circa \$1,5-2,0B di equity value.

Peer Valuation — EV/EBITDA Deal-Ready

EBITDA deal-ready per i peers stimato con haircut del 15-20% sull'adj. EBITDA management, analogo alla metodologia applicata a STM. Wolfspeed esclusa dalla mediana per EBITDA negativo e profilo distressed non comparabile.

Company	EV (\$B)	EBITDA Adj. Mgmt	EBITDA Deal-Ready	EV/EBITDA DR	Gross Margin	Net Debt/EBITDA	Capex/Rev
STM (GAAP)	~\$18,8B	\$2.405M	\$1.918M	9,8x	33,9%	-1,16x (cash)	15,2%
STM ex-P&D (illustr.)	~\$18,8B	~\$2.680M	~\$2.090M	~9,0x	~36-37%	-1,16x	~14%
Infineon	~\$28,0B	~\$3.400M	~\$2.940M	~9,5x	~40,5%	+1,2x	~14%
ON Semiconductor	~\$18,0B	~\$2.600M	~\$2.120M	~8,5x	~45,2%	+0,8x	~12%
Wolfspeed	~\$2,2B	N/M (negativo)	N/M	N/M	~8,5%	Elevato/distressed	~95%
Sector Median (ex-Wolfspeed)	—	—	—	~9,0x	~40%	~+0,5x	~13%

Peer Valuation — Aggiustamenti di Comparabilità

Gli aggiustamenti netti si compensano parzialmente, portando a un fair value range di 8,5x-10,0x EV/EBITDA deal-ready, corrispondente a un equity value di \$14,2B-\$17,5B vs market cap corrente ~\$16,0B. STM tratta nella fascia media del range.

Aggiustamento	Direzione	Quantum	Razionale
IDM vs fabless-light (ON Semi)	Discount	-0,8 a -1,2x	Costi fissi più alti; leva operativa negativa nel downcycle
Net cash premium (\$2,8B)	Premium	+0,3 a +0,5x	Riduce rischio distress; finanzia reshaping senza equity raise
P&D structural drag	Discount	-0,5 a -1,0x	Loss strutturale non ancora risolta; breakeven FY2027
SiC optionality (Catania, AWS)	Premium	+0,5 a +1,5x	Valore non catturato dall'EBITDA LTM
Governance overhang (FR+IT)	Discount	-0,3 a -0,5x	Limita flessibilità strategica e M&A
Net aggiustamento vs mediana (9,0x)	—	~-0,5x / +0,5x	Fair value range: 8,5x-10,0x

Modulo 4 — Warrant AWS: Framework di Valutazione

Il warrant emesso il 6 febbraio 2026 a favore di Amazon Web Services è strutturalmente un Commercial Incentive Warrant — categoria distinta da un semplice strumento finanziario speculativo. Il valore per AWS non è nella speculazione sul prezzo STM, ma nell'allineamento tra acquisti commerciali e partecipazione all'upside azionario.

Struttura: il warrant copre 24,76M azioni totali (2,79% del capitale) con exercise price \$28,38 (at-the-money all'emissione, attualmente out-of-the-money a ~\$18) e scadenza febbraio 2033 (7 anni). Il meccanismo è Cashless Exercise (net-share settlement): STM non riceve l'exercise price dall'esercizio, ma solo il valore nominale (~\$25,7M totali). Le tranche si articolano in: (i) due tranche a vesting fisso (issue date e 6 mesi) come commitment fee; (ii) tranche Custom Processing Products a vesting legato a pagamenti cumulativi AWS per ADAS SoC e chip AI compute; (iii) tranche Other Products a vesting legato a pagamenti per power management, analog e RF optical per data center. Gli importi specifici delle soglie sono redatti nel filing ([***]).

Tre considerazioni non ovvie:

Il warrant è autocompensante in uno scenario di successo. Se AWS esercita il warrant in pieno, ha acquistato miliardi di dollari di prodotti STM. Il revenue run-rate è materialmente più alto, l'EBITDA è espanso, e la diluzione del 2,79% è compensata dall'espansione del valore per share. Il modo corretto di valutarlo è come costo di acquisizione del cliente — analogo a un earn-out pagato in azioni — non come passività finanziaria isolata.

Il Cashless Exercise riduce il beneficio finanziario diretto per STM. STM non riceve l'exercise price ($\$28,38/\text{sh} \times 24,76\text{M} = \sim\703M) — riceve solo il valore nominale (~\$25,7M). Nell'equity bridge, il warrant contribuisce come contingent cash-like item (FV ~\$313M base case) ma non come cash inflow certo.

Il rischio di incentivo perverso sul pricing. La struttura lega il vesting al fatturato, non al margine. AWS potrebbe spingere per concessioni di prezzo su Custom Processing Products (il segmento a più alta profittabilità) per accelerare il raggiungimento delle milestone. La DD commerciale deve verificare se i contratti AWS includono pricing floors o meccanismi di protezione del margine lordo.

Warrant AWS — Fair Value per Scenario

La valutazione utilizza un approccio Black-Scholes con aggiustamento per probabilità di vesting delle tranche revenue-contingent. Parametri: exercise price \$28,38, scadenza 7 anni, volatilità implicita ~45%, risk-free rate 4,4%, dividend yield ~2,0%. Il fair value probability-weighted di \$313M rappresenta il costo di acquisizione di un cliente multi-miliardario con orizzonte 7 anni.

Scenario	Stock Price	Probabilità	FV/Share (BS)	FV Lordo	Vesting Adj.	FV Netto
Bear	\$18,0	25%	~\$8,5	~\$210M	×0,65	~\$137M
Base	\$28,0	45%	~\$14,8	~\$367M	×0,80	~\$293M
Bull	\$42,0	30%	~\$26,1	~\$647M	×0,90	~\$582M
Prob.-Weighted	—	100%	~\$16,2	~\$401M	×0,78	~\$313M

Warrant AWS — Impatto sull'Equity Bridge

Il warrant ha valore negativo netto per share in tutti gli scenari dove viene esercitato (la diluizione supera il FV), ma questo è il costo dell'engagement commerciale AWS che genera EBITDA aggiuntivo. In uno scenario di successo commerciale, l'EBITDA uplift compensa ampiamente la diluizione.

Scenario	FV Warrant (asset)	Diluizione (passività)	Netto per Share
Bear (\$18, vesting 65%)	+\$137M	~\$0 (OTM, non esercitato)	+\$0,15/sh
Base (\$28, vesting 80%)	+\$293M	~-\$693M (24,76M × \$28)	-\$0,45/sh netto
Bull (\$42, vesting 90%)	+\$582M	~-\$1.040M (24,76M × \$42)	-\$0,51/sh netto
Successo commerciale	Irrilevante come FV isolato	Compensato da EBITDA uplift	Positivo netto

Sintesi Integrativa e Conviction Update

Metric	Value	Change
Maintenance FCF FY2025	\$435M	Copertura dividendi 1,35x; buyback da riserve
Total FCF Deal-Ready FY2025	(\$245M)	FCF positivo solo post-reshaping FY2027+
P&D ASP Erosion Cumulata	-28,7%	93% del calo ricavi da prezzo; breakeven FY2027
P&D Exit Cost Range	\$978M-\$1.535M	Payback 3,6-5,6 anni; NPV+ a 10% WACC
EV/EBITDA Deal-Ready	9,8x	vs mediana 9,0x; fair value 8,5x-10,0x
Warrant AWS FV (Base)	\$313M	Range \$137M-\$582M; costo acquisizione cliente

Conclusioni e Passi Successivi

Il quadro integrato dei quattro moduli analitici porta a una lettura coerente: STM è una storia di recovery optionality, non di valore corrente.

Il FCF waterfall rivela una trappola di liquidità temporanea — non strutturale. Il Maintenance FCF di \$435M copre i dividendi con un margine di soli \$114M; il buyback è interamente finanziato dalla riserva di liquidità accumulata. Il Total FCF deal-ready è negativo per \$245M in FY2025 e quasi zero in FY2026E (\$204M), con il punto di svolta verso un FCF materialmente positivo condizionato al completamento del reshaping (post-2027) e al recovery del gross margin verso 38-40%.

Il P&D deep-dive conferma un deterioramento strutturale del pricing — non ciclico. Il 93% del calo dei ricavi FY2024-FY2025 è attribuibile all'erosione degli ASP (-28,7% cumulato in due anni), non ai volumi. Il breakeven richiede un uplift del 23,5% dei ricavi, raggiungibile in FY2027 nello scenario base ma non in FY2026. La divestiture è economicamente razionale (payback 3,6-5,6 anni) ma incontra ostacoli politici significativi da parte di ST Holding.

La peer valuation mostra un mercato che paga già un premio di optionality SiC di 1,5-2,0x rispetto al business corrente normalizzato. STM ex-P&D converge alla mediana settoriale (9,0x), suggerendo che il mercato valorizza il P&D a zero — con potenziale re-rating di \$1,5-2,0B di equity value in caso di risoluzione del

segmento.

Il warrant AWS è uno strumento autocompensante in uno scenario di successo e va valutato come costo di acquisizione cliente (\$313M base case) piuttosto che come passività finanziaria isolata. Il rischio di incentivo perverso sul pricing merita verifica in DD commerciale.

Passi successivi raccomandati: (1) modellizzazione DCF con sensitivity su gross margin recovery trajectory (33,9% verso 38-40% in 3 anni), P&D divestiture scenario vs. wind-down graduale, e SiC revenue ramp 2027-2029; (2) DD legale prioritaria su clausole IP nel contratto Sanan JV e pricing floors nei contratti AWS; (3) verifica dei pricing floors nei contratti AWS Custom Processing per quantificare il rischio di incentivo perverso sul gross margin.

Conviction: Conditional Go per acquirente strategico con orizzonte 2027-2029. Non adatto a struttura leveraged (FCF deal-ready negativo, Maintenance FCF insufficiente per servizio del debito). Il valore è nell'opzione sul recovery SiC e sull'engagement AWS — non nell'EBITDA LTM. [Conf: 0.65 — condizionato alla risoluzione del P&D e ai risultati della DD Fase I]