

# QUANTO VALGONO I LABS DELLA PIRELLI

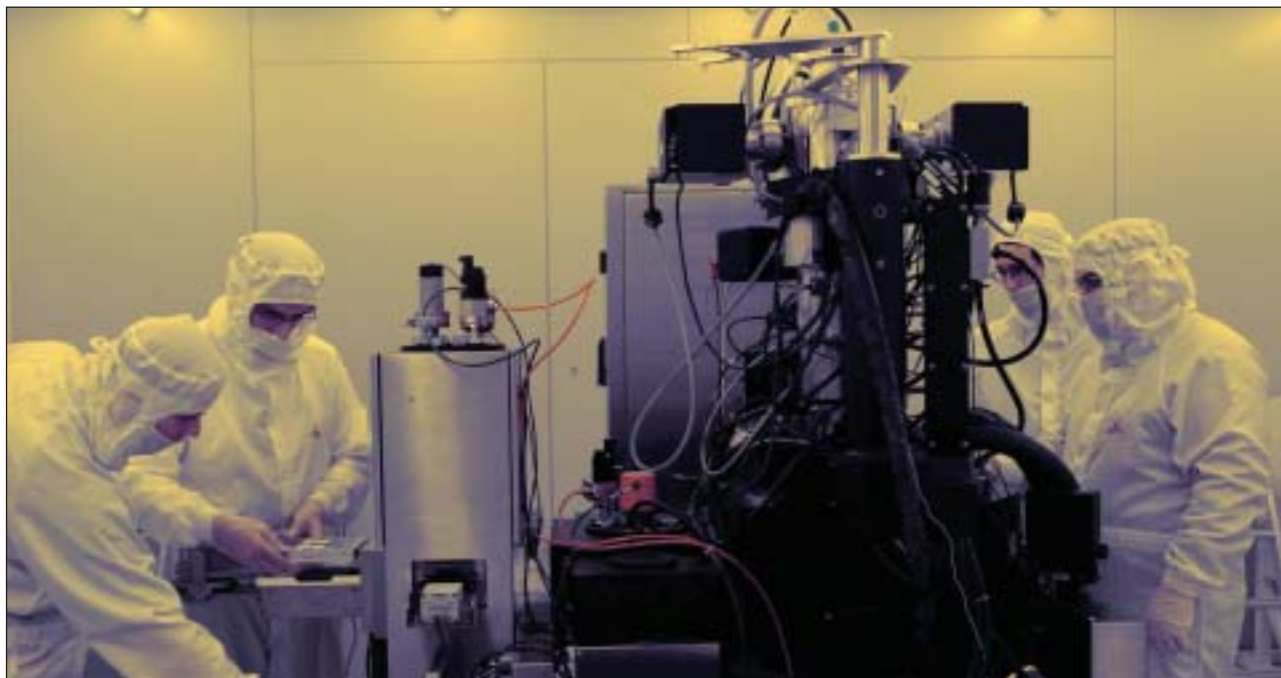
**E' difficilissimo  
anche per gli specialisti  
stimare attività di ricerca  
che possono avere  
grandi potenzialità.  
Ecco il caso  
dei laboratori  
avanzati del gruppo  
industriale italiano**

■ di Alessandro Frigerio

Che l'Italia sia un paese dove manca innovazione non è una novità. Lo conferma un rapporto di Unioncamere, stilato elaborando i dati dell'Epo (Ufficio europeo brevetti), secondo il quale, con il 3% dei brevetti depositati nel periodo 2001-2004, l'Italia si trova nelle retrovie con un grosso distacco rispetto a Paesi quali Usa (40% sul totale dei brevetti depositati), Giappone e Germania (21% dei brevetti). Questo però non significa che non ci siano delle strutture che fanno ricerca e innovazione di livello internazionale. Pirelli è una di queste. La società ha sempre avuto nel proprio Dna una profonda cultura tecnologi-

ca ma negli ultimi anni, con Pirelli Labs, ha deciso di fare quello che mai nessuno in passato aveva intrapreso in Italia: la creazione di un polo d'eccellenza a livello mondiale nella ricerca, attribuendogli anche una certa indipendenza dalla gestione ordinaria del business per permettergli di concentrarsi liberamente su nuove aree di prodotti.

Questi laboratori hanno iniziato ad operare a fine 2001 con lo scopo di condurre ricerche in svariati ambiti scientifici, tra cui la fotonica (tecnologia di sistemi o dispositivi che emettono, modulano, trasmettono o rivelano la luce), i sistemi di accesso alla banda larga, la nanotecnologia ed il settore ambientale. I primi frutti cominciano già a vedersi: da inizio 2005 è entrato in commercio il primo gioiello dell'area fotonica, il DTL (dynamically tunable laser). Si tratta di un laser sintonizzabile per le reti di telecomunicazione in fibra ottica in grado di modificare in maniera rapida via software la lunghezza d'onda sul quale sono trasmessi i segnali. E' il primo laser al mondo con queste caratteristiche tecniche e può svolgere da solo le stesse funzioni normalmente assolte da 100 laser fissi con un significativo risparmio di costi (nell'ordine del 40%). E' evidente co-



me la Pirelli, a livello industriale, possa trarre beneficio da tali risparmi di costo: in termini di marketing, la società potrà permettersi la scelta tra offrire al mercato i suoi prodotti a prezzi più competitivi, oppure potrà non ritoccare al ribasso i prezzi, il che favorirebbe un miglioramento dei margini. In entrambi i casi, il successo di questa attività di ricerca porterebbe ad un incremento dei profitti. Il nuovo prodotto è una ulteriore dimostrazione di come le nanotecnologie rappresentino il futuro delle telecomunicazioni su fibra ottica: solo grazie ad esse sarà possibile miniaturizzare e integrare i componenti ottici con conseguente riduzione dei costi e sensibile aumento della velocità di trasmissione.

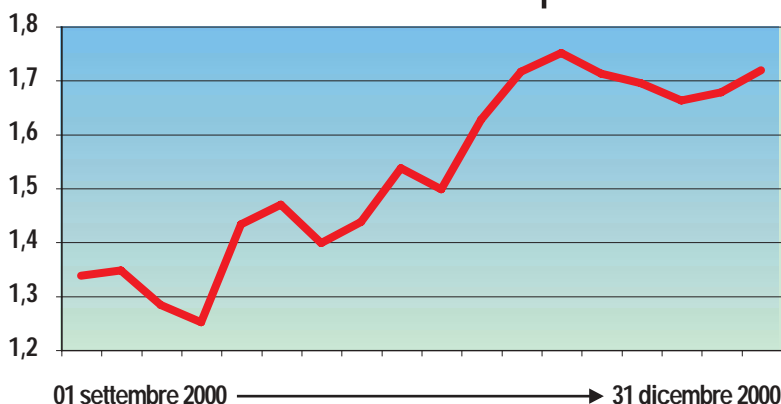
Anche nel settore ambiente Pirelli Labs ha già ottenuto buoni risultati: ha infatti contribuito allo sviluppo del cosiddetto gasolio bianco, un'emulsione di acqua in gasolio ormai utilizzata su larga scala nel settore del trasporto pubblico in tutta in Italia (circa il 20% della flotta autobus a livello nazionale) che consente una riduzione dell'inquinamento da polveri di circa il 50% ed ha realizzato il cosiddetto Cdr. Si tratta, quest'ultimo, del combustibile prodotto miscelando la parte secca dei rifiuti solidi con altri elementi quali pneumatici fuori uso o plastiche non clorurate: tutti elementi di cui la Pirelli dispone, in quanto produttrice di pneumatici, a costo quasi nullo. Tale combustibile può essere utilizzato in impianti quali cementifici e centrali termoelettriche. Nella provincia di Cuneo, ad esempio, da oltre un anno Pirelli Ambiente, in collaborazione con la locale azienda di smaltimento dei rifiuti, ha applicato con successo la nuova tecnologia: un terzo dei rifiuti solidi della zona viene trattato e trasformato in combustibile, e questo a sua volta viene utilizzato in un vicino cementificio di proprietà della Buzzi Unicem. L'essere all'avanguardia nel settore in rapida espansione dell'inquinamento ambientale, anche me-

**“ Combustibili miscelando la parte secca dei rifiuti solidi con pneumatici fuori uso ”**

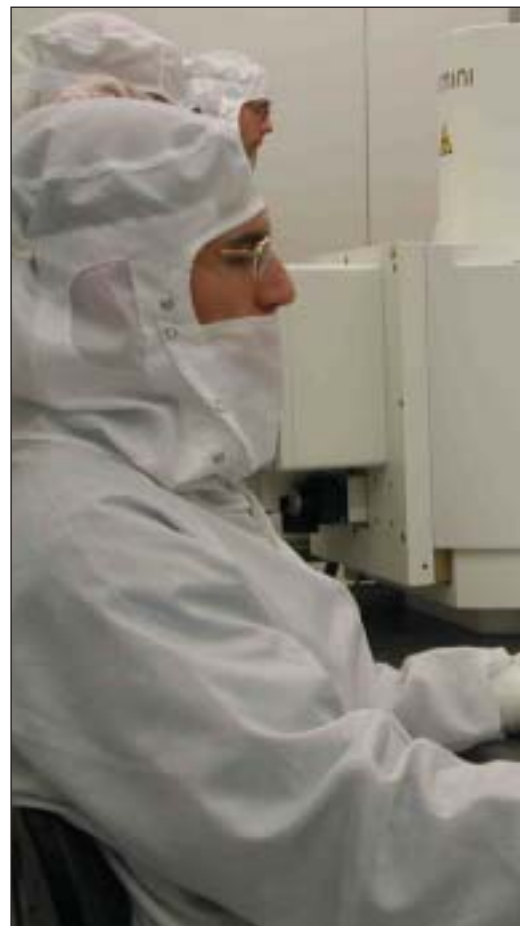
diante lo sviluppo di know-how e joint venture con partner industriali, potrebbe portare grossi benefici al Gruppo in termini di utili futuri. Ma quanto possono concretamente valere i Pirelli Labs ai fini della valutazione del titolo Pirelli? E' veramente difficile dare una risposta in quanto gran parte del loro valore è legato alle immobilizzazioni immateriali (i cosiddetti intangibili), la valutazione delle quali è uno degli aspetti più controversi della finanza aziendale. Tra le diverse soluzioni, l'utilizzo della teoria delle opzioni reali è dal punto di vista accademico quella maggiormente consigliata, ma è anche la più articolata e complessa da applicare. Tale metodo di valutazione consiste infatti nel trattare determinate attività, progetti, opportunità e prospettive imprenditoriali come delle op-

zioni, in quanto l'utilizzo del metodo Dcf (discounted cash flow: è il metodo di valutazione che attualizza i flussi di cassa futuri attesi), pur logicamente ineccepibile, non lascia spazio a tutta una serie di prospettive alternative (o appunto opzioni) di cui chi fa un progetto, o dirige un investimento, può avvalersi. Con l'applicazione delle opzioni reali il valore della struttura di Pirelli labs verrebbe rappresentato come una call composta le cui varia-

### Quando Pirelli vendette Optical



Il grafico mostra l'andamento al rialzo del titolo Pirelli nell'anno in cui il gruppo vendette la Optical Technologies per un valore più che triplo rispetto alle valutazioni più ottimistiche degli analisti



## Come si può valutare un'attività intangibile

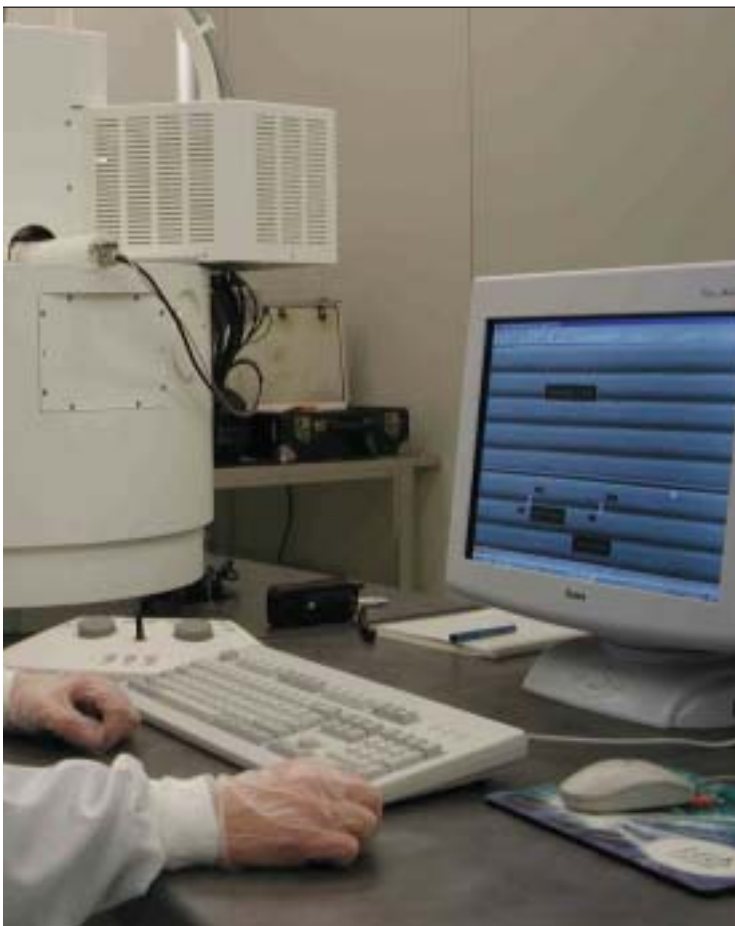


bili di calcolo sarebbero il capitale investito (valore che si può dedurre dal bilancio della società: è una sorta di prezzo di esercizio dell'opzione), il margine operativo (è il sottostante), il tasso di interesse (costo medio del capitale), scadenza dell'opzione e volatilità del sottostante.

La complessità matematica di questo tipo di calcolo è tale che tutti gli analisti finanziari nel procedere alla stima del valore di Pirelli labs hanno optato per l'approccio più semplice e convenzionale, ossia l'applicazione di multipli di mercato (enterprise value/fatturato; enterprise value/ebitda) o del metodo Dcf limitatamente all'area in cui i primi risultati tangibili si sono già visti, ovverosia il settore dell'accesso alla banda larga. Gli analisti finanziari giungono pertanto a conclusioni decisamente discordanti tra loro sul reale valore della Pirelli Labs: alcune case d'investimento valutano l'area di business "solo" 140 milioni di euro, altre arrivano a valutarla oltre 400 milioni.

Questo divario non deve sorprendere, anche per via delle difficoltà nella stima del fatturato per i prossimi esercizi, non solo per quanto riguarda le vendite nella divisione broadband (è concreto l'interesse dei principali operatori mondiali delle telecomunicazioni nei confronti dei nuovi prodotti della fotonica), ma soprattutto per le vendite di quei prodotti che, avendo già superato la fase della fattibilità sperimentale ed industriale, devono ancora essere lanciati sul mercato. Una difficoltà ancora maggiore vi è nel prevedere l'impatto sul fatturato aziendale degli eventuali sviluppi di studi avveniristici: sembra infatti che nei labs si stia studiando la possibilità di utilizzare i neutrini, particelle elementari che esistono in natura ma non sono mai stati isolati.

Non resta dunque che affidarsi alle capacità di un management che nel 2000 sbalordì il mercato finanziario vendendo per 4 miliardi di dollari una divisione di business - la Optical technologies - che il più ottimista degli analisti valutava meno di un terzo della cifra ottenuta. Con conseguente, inevitabile, forte rialzo delle quotazioni Pirelli al momento dell'annuncio, come è ben visibile nel grafico. ■



Immagini delle attività tecnologiche di ricerca condotte nei Pirelli labs. Nella pagina precedente: ricercatori al lavoro nelle cosiddette camere bianche dove si lavora il silicio e si progettano componenti ottici. Sopra: un wafer di silicio. Accanto: test al microscopio elettronico.