

L'illusione dei multipli di valutazione

*Cosa rivelano 128.000 osservazioni su 15.000 aziende quotate
su ciò che guida davvero i multipli — e ciò che non conta.*

di Michele Grazioli
Fondatore e CEO, Vedrai S.p.A.

Febbraio 2026

Ogni giorno, migliaia di operazioni, valutazioni per IPO e decisioni di investimento si basano su uno strumento apparentemente semplice: il multiplo di valutazione. Si prende l'utile operativo di un'azienda, lo si moltiplica per un numero ricavato da aziende comparabili, e si ottiene un prezzo. Semplice. Veloce. E, secondo la nostra ricerca, molto più limitato come strumento autonomo di quanto il suo uso pervasivo lasci pensare.

Una premessa necessaria: nella pratica professionale più sofisticata, i multipli non vengono quasi mai utilizzati da soli. I migliori team di deal e advisor di valutazione combinano sistematicamente l'analisi dei comparabili con modelli di flussi di cassa, transazioni precedenti e giudizio qualitativo. La nostra critica non è diretta allo strumento in sé, ma all'uso meccanico e acritico che se ne fa — nei pitch deck, nelle valutazioni rapide, nelle discussioni di CdA dove un singolo numero da una tabella di comparabili diventa l'ancora di decisioni da milioni.

Abbiamo analizzato oltre 15.000 aziende quotate su tutte le principali borse del mondo, in un arco di dieci anni, per rispondere a una domanda che avrebbe dovuto trovare risposta da tempo: le metriche finanziarie che gli analisti usano per giustificare i multipli li spiegano davvero?

In breve: a malapena.

L'IDEA IN SINTESI

IL PROBLEMA I multipli di valutazione sono lo strumento dominante nella valutazione d'impresa. Sebbene la best practice li utilizzi insieme ad altri metodi, vengono frequentemente applicati in modo meccanico — e le evidenze su cosa li determini effettivamente sono sorprendentemente scarse.

LA RICERCA Uno studio su oltre 128.000 osservazioni aziendali per 15.000 società quotate in dieci anni, combinando analisi tradizionale e intelligenza artificiale per identificare pattern nascosti.

IL RISULTATO Le metriche finanziarie standard spiegano appena il 3–6% del perché un'azienda tratta a premio rispetto ai peer. Visibilità mediatica, pattern di trading e struttura del business contano quanto profitti e crescita. I dati quantificano il perché i multipli non dovrebbero mai essere l'unica base per una valutazione.

IL GAP DEI FONDAMENTALI

Quanto del premio o dello sconto di valutazione di un'azienda può essere spiegato dai suoi bilanci? Per scoprirlo, abbiamo misurato il multiplo di ciascuna azienda rispetto alla mediana del suo settore, isolando la componente specifica dell'impresa. Poi abbiamo testato quanto le metriche finanziarie consuete (crescita, margini, redditività, leva) spiegano quel premio.

I risultati sono stati eloquenti:

| Cosa abbiamo testato | Quanto spiega |
|---|---------------|
| Metriche finanziarie standard (crescita, margini, redditività, leva) | 3–6% |
| Metriche finanziarie allargate (aggiungendo cash flow, efficienza del capitale) | 6–26% |
| Modelli di IA con 28 variabili di business e di mercato | 44–66% |

Riflettiamoci: le metriche finanziarie su cui si basa ogni tabella di “aziende comparabili” di ogni analista spiegano, nel migliore dei casi, un quarto del perché un’azienda tratta a premio rispetto ai suoi peer. Per il multiplo enterprise più popolare nell’M&A, spiegano meno del 6%.

Le cinque metriche finanziarie presenti in ogni tabella di comparabili spiegano meno del 6% del perché il multiplo di un’azienda è più alto di un’altra. Il restante 94% viene da tutt’altro.

Non lo abbiamo trovato a causa di dati scarsi o metodologia debole. Lo abbiamo testato rigorosamente, attraverso molteplici periodi temporali, settori e aree geografiche. I fondamentali finanziari su cui il settore fa affidamento semplicemente non hanno il peso esplicativo che abbiamo sempre assunto.

COSA GUIDA DAVVERO LE VALUTAZIONI

Se i bilanci non spiegano i multipli, cosa li spiega? Utilizzando l’intelligenza artificiale, abbiamo identificato i veri driver. I modelli di IA sono stati specificamente progettati per evitare ragionamenti circolari — abbiamo escluso ogni variabile matematicamente incorporata nel multiplo stesso, garantendo che i risultati riflettano un genuino comportamento di mercato.

I driver emersi non sono quelli che si trovano in un modello di valutazione tipico:

I VERI DRIVER DEI PREMI DI VALUTAZIONE

- 1. Struttura del capitale** — Come un'azienda si finanzia è il segnale più forte. Una maggiore tolleranza al debito è associata a valutazioni più alte, suggerendo che il mercato la legge come fiducia del management.
- 2. Visibilità mediatica** — Le aziende che compaiono più frequentemente sui media trattano a premi più alti, indipendentemente dal fatto che la copertura sia positiva o negativa. Questo “premio dell'attenzione” è in crescita costante nell'ultimo decennio.
- 3. Stabilità del trading** — Le aziende con volumi di scambio erratici vengono penalizzate. La stabilità nei pattern di trading segnala fiducia del mercato e comanda un premio.
- 4. Margini operativi** — L'unica metrica finanziaria tradizionale tra i top driver, ma con una sfumatura: la relazione con i premi è complessa e talvolta controintuitiva.
- 5. Struttura del business model** — Che un'azienda sia asset-light o asset-heavy, la sua storia di acquisizioni e l'intensità di capitale contribuiscono a definire come il mercato percepisce scalabilità e durabilità.

L'emergere della **visibilità mediatica** come driver di valutazione è forse il risultato più sorprendente. Il numero di articoli che menzionano un'azienda è diventato uno dei driver in più rapida crescita negli ultimi dieci anni. Due aziende con bilanci identici ma livelli diversi di copertura mediatica trattano a valutazioni materialmente diverse.

Per le aziende private, che per definizione hanno una presenza mediatica minima, questo crea una penalizzazione nascosta: le valutazioni per comparabili basate su aziende quotate includono un “premio di visibilità” che le aziende private semplicemente non possono avere.

IL MERCATO PREZZA IL PRESENTE, NON IL FUTURO

Il risultato più significativo emerge dal testare se i fattori che guidano le valutazioni di oggi predicono anche il valore futuro di un'azienda. Abbiamo stimato il valore intrinseco di circa 79.000 aziende usando gli utili futuri effettivi (non le previsioni) e misurato quanto le caratteristiche finanziarie e di mercato di oggi predicono quel valore futuro.

Il mercato è da 3 a 5 volte più bravo a prezzare ciò che vede oggi che a predire ciò che determinerà effettivamente il valore a lungo termine di un'azienda.

L'aspetto più rivelatorio è quali fattori contano per la valutazione di oggi rispetto al valore reale di domani:

| Fattore | Influenza sulla valutazione oggi | Influenza sul valore futuro | Verdetto |
|----------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------|
| Livello di debito | Molto alta | Molto bassa | Sovraprezzato |
| Margini correnti | Alta | Molto bassa | Sovraprezzato |
| Copertura mediatica | Alta | Molto bassa | Sovraprezzato |
| Profilo di rischio | Moderata | Alta | Sottoprezzato |
| Qualità delle acquisizioni | Quasi nulla | Alta | Sottoprezzato |
| Business model asset-light | Quasi nulla | Alta | Sottoprezzato |
| Qualità complessiva del business | Quasi nulla | Moderata | Sottoprezzato |

I fattori su cui il mercato è ossessionato — debito, margini, buzz mediatico — non hanno quasi potere predittivo sul valore a lungo termine. Nel frattempo, **profilo di rischio, qualità delle acquisizioni e durabilità del business model** — fattori che il mercato in gran parte ignora — sono i più forti predittori di dove il valore reale si materializzerà.

In altre parole: il mercato sta prezzando il rumore e sottoprezzando il segnale.

IL PREMIO DI DIMENSIONE E VISIBILITÀ

In quasi tutti i settori, le aziende più grandi trattano a premi più alti. I leader — la più grande azienda in ogni settore — comandano valutazioni drasticamente elevate:

| Settore | Leader | Premio vs. media settore |
|------------------------|-----------------|--------------------------|
| Communication Services | Alphabet | Molto alto |
| Industrials | Larsen & Toubro | Molto alto |
| Technology | NVIDIA | Alto |
| Consumer Defensive | Walmart | Alto |

Questi premi non sono interamente spiegati da performance finanziarie superiori. Anche dopo aver tenuto conto delle differenze in crescita, redditività e rendimenti, un significativo “premio di leadership” persiste. Il mercato non paga di più solo per le aziende migliori — paga di più per le aziende conosciute. La visibilità, non solo la qualità, guida il prezzo.

QUANDO IL MULTIPLO FUNZIONA — E QUANDO NO

Non tutti i settori sono uguali in termini di affidabilità dei multipli:

MAPPA DI AFFIDABILITÀ

PIÙ AFFIDABILI: Energy, Basic Materials, Consumer Defensive. Business commodity-driven e standardizzati dove le metriche finanziarie catturano la maggior parte della storia di valore. Qui i multipli sono una scorciatoia ragionevole.

MODERATAMENTE AFFIDABILI: Technology, Communication Services, Healthcare. I bilanci contano ancora, ma asset intangibili, effetti piattaforma e pipeline di innovazione aggiungono variazione sostanziale non spiegata.

MENO AFFIDABILI: Consumer Cyclical, Industrials. Brand equity, posizionamento di mercato e fattori specifici dell'azienda dominano. La valutazione per comparabili qui presenta il margine d'errore più ampio.

Un trend incoraggiante: i mercati stanno lentamente migliorando nel prezzare i fondamentali nel tempo. Ma il miglioramento è incrementale, e il livello complessivo di potere esplicativo resta basso.

IMPLICAZIONI OPERATIVE

I nostri risultati non dicono che i multipli siano inutili — tutto il contrario. Come componente di un framework di valutazione ponderato, sono indispensabili. Ciò che i dati mettono in discussione è l'applicazione meccanica: la pratica di trattare un numero da una tabella di comparabili come una risposta oggettiva, anziché come un input tra diversi. Le implicazioni variano per contesto.

Per chi fa operazioni straordinarie

L'analisi standard dei "comparabili", costruita sulla selezione settoriale più aggiustamenti per crescita e margini, cattura al massimo un quarto di ciò che effettivamente spiega le differenze di valutazione. Ampliate i framework di comparazione per includere misure di visibilità, stabilità del trading e struttura del business model. E quando l'approccio per comparabili produce un range ampio, dichiaratelo apertamente piuttosto che restringerlo con falsa precisione.

Per la valutazione delle aziende private

Le aziende private affrontano un doppio svantaggio. Primo, mancano del premio di visibilità che i mercati pubblici riconoscono. Secondo, i fattori che meglio predicono il valore a lungo termine — durabilità del business model, profilo di rischio, qualità delle acquisizioni — sono esattamente quelli che i multipli trascurano. Un approccio basato sui flussi di cassa attualizzati, che obbliga a formulare ipotesi esplicite su questi driver, può produrre risultati più significativi dell'applicare uno sconto standard ai multipli delle quotate.

Per gli investitori

Il divario tra ciò che guida i multipli di oggi e ciò che predice il valore futuro è una mappa di opportunità. Le aziende con modelli di business scalabili e solida gestione del rischio trattano a premi modesti oggi ma sono i migliori predittori di valore futuro. Le aziende sostenute da visibilità mediatica, margini correnti e leva potrebbero essere sopravvalutate rispetto alle loro prospettive a lungo termine.

Per CdA e CFO

Se la visibilità mediatica guida indipendentemente i premi di valutazione, allora investor relations e comunicazione corporate non sono semplici funzioni di supporto. Sono leve di valutazione. Un aumento sostenuto del footprint mediatico di un'azienda potrebbe tradursi in guadagni di valutazione misurabili, anche senza cambiamenti nella performance finanziaria.

Il multiplo di valutazione è lo strumento più usato in finanza. Come componente di un framework multi-metodo, è indispensabile. Il problema nasce quando viene usato in modo meccanico — quando un numero tratto da una tabella di comparabili diventa l'ancora di una decisione, anziché un input tra i tanti. La nostra ricerca quantifica ciò che i professionisti più esperti intuiscono da tempo: il multiplo, in isolamento, è un composito di fondamentali finanziari, dinamiche di mercato, attenzione pubblica e sentiment — con un margine d'errore molto più ampio di quanto comunemente assunto.

Questo non significa abbandonare i multipli. Significa essere rigorosi su **come** li utilizziamo. Quando la posta in gioco è alta — acquisizioni, valutazioni di exit, allocazione del capitale —

integrare i multipli con un'analisi approfondita dei flussi di cassa non è cautela accademica. È ciò che la best practice già prescrive. Il nostro contributo è mettere dei numeri su quell'intuizione.

La vera domanda non è se i multipli funzionano. È se siamo onesti su quando non funzionano.

LA RICERCA

Questo articolo si basa su uno studio empirico condotto da Vedrai S.p.A. su oltre 128.000 osservazioni annuali relative a più di 15.000 aziende quotate su tutte le principali borse globali, nel periodo 2016–2025. L'analisi copre dieci settori, esclude i servizi finanziari e le utilities, e si concentra sulle aziende con capitalizzazione superiore a €50 milioni. La ricerca combina metodi analitici tradizionali e intelligenza artificiale per identificare sia i driver evidenti sia quelli nascosti della valutazione. Tutti i risultati si basano sull'approccio analitico più conservativo, specificamente progettato per eliminare ragionamenti circolari. La metodologia completa è disponibile nel report di ricerca integrale.

L'AUTORE

Michele Grazioli è CEO e Fondatore di Vedrai S.p.A., azienda italiana di intelligenza artificiale specializzata in decision intelligence. È membro del board di diverse organizzazioni nel settore tecnologia e innovazione.