

prof.dr.ing., ec. Fărcaș Doru

EVALUAREA FIRMEI

TEORIE ȘI STUDII DE CAZ

Universitatea Tehnică din Cluj-Napoca

Facultatea Construcții de Mașini

Departament Management și Inginerie Economică

Specializarea Management și Inginerie în Afaceri (MIA)

Editura UTPRESS

Cluj-Napoca, 2016

ISBN 978-606-737-185-7

Evaluarea întreprinderii – curs (28h) și lucrări (14h)

Master MANAGEMENT ȘI INGINERIE ÎN AFACERI

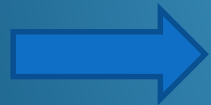
an universitar 2016/2017

Prof.dr.ing.,ec. Doru Fărcaș

Evaluarea = activitatea de estimare a valorii, materializată într-un înscris, denumit *raport de evaluare*, realizată de un evaluator autorizat în conformitate cu standardele specifice acestei activități și cu deontologia profesională (OG 24/2011)



cuprinsul disciplinei



bibliografie



evaluarea performanțelor studenților

Cap.1.

CADRUL GENERAL AL EVALUĂRII UNEI ÎNTREPRINDERI

1. Evaluarea – proces complex de determinare a valorii
2. Întreprinderea – sistem complex de proprietate
3. Când și pentru ce evaluăm o întreprindere?
4. Principii și premise ale evaluării întreprinderii
5. Tipuri de valori
6. Abordări principale în evaluare
7. Reglementarea/ normalizarea evaluării și procesul de evaluare
8. Profesia de evaluator

1. Evaluarea – proces complex de determinare a valorii

”Nu se judecă după număr, ci după valoare” (Cicero)

- ❑ Sună cunoscut? O explicație a crizei
- ❑ Conceptul de evaluare. *Evaluarea – artă sau știință?*
- ❑ Teoria valorii și teoria evaluării
 - teoria valorii bazate pe muncă (Aristotel, A.Smith, D.Ricardo, K.Marx)
 - teoria valorii bazate pe utilitate (Xenofon, L.Warlas, J.M.Keynes)
 - teoria modernă a valorii face distincție între sintagmele *valoarea de schimb* (value in exchange) și *valoare de utilizare* (value in use)
 - distincția dintre preț, cost și valoare; de la evaluare la stabilirea prețului (Ikea – exemplu de lanț creator de valoare cu cost scăzut)

DISCUȚIE. Este oare banul un instrument de măsură al valorii?

Banii aduc oare ... fericirea? (Felicidad – cel mai fericit om din lume)

- există oare o teorie a evaluării?

Teoria evaluării oferă un instrument superb pentru identificarea originii valorii economice a bunurilor și a modului în care aceasta este ea împărțită.





Cum apreciem valorile?

- o minge de baseball, care a fost lovită de legendarul Babe Ruth, a fost scoasă la licitație și vândută pentru uriașa sumă de 752.467 de dolari
- cea mai scumpă sticlă de vin din lume este considerată un Chateau Lafitte (Bordeaux) din 1787, care la o licitație organizată de renumita casă Christi's din Londra s-a vândut cu 156.450 de dolari.
- BMV a vândut ROVER pentru 10 lire sterline, salvând astfel circa 50.000 de locuri de muncă și demonstrând astfel că "vânzarea pe un dolar" nu este doar un concept
- lucrări ale unor pictori români din Muzeul de artă București → valoarea unui covrig (valoarea de inventar)
- experiment la stația metro L'ENFANT PLAZA din Washington, DC, într-o zi friguroasă, pe 12 ianuarie 2007.
- Cât valorează marca „Steaua”? Cât valorează compania Apple? Cât valorează Terra?

Finanțele sunt dificile din cauza necesității de a aprecia valorile!

2. Întreprinderea – sistem complex de proprietate

Proprietatea este un concept juridic care reunește toate avantajele, drepturile și beneficiile legate de deținerea unui bun.

- Termenul “proprietate” poate fi definit ca puterea sau prerogativa recunoscută de lege titularului de *a poseda, a folosi* și de *a dispune* de bunul care face obiectul dreptului, în limitele legale
- IVSC identifică patru tipuri generale de proprietate:

a) proprietatea imobiliară; b) proprietatea asupra bunurilor mobile; c) afaceri-întreprinderi; d) active financiare.

Termenul de *proprietate*, utilizat fără alte precizări sau identificări, poate defini oricare din proprietățile enumerate mai sus

- Când evaluăm o întreprindere, evaluăm practic și toate celelalte tipuri de proprietăți

3. Când și pentru ce evaluăm o întreprindere?

Situații ce necesită evaluarea întreprinderii:

□situații excepționale:

□a1) schimbări în structura capitalului;

□a2) operațiuni de creștere/ descreștere (absorbție, fuziune, luarea de participații, sciziune, aporturi parțiale de active)

□**situații curente**, când valoarea este: o măsură a gradului de realizare al obiectivelor; un instrument de negociere cu terții; un element de bază al unor calcule economice; un instrument de informare pentru terțe persoane.

(IVS 200, C3) “Evaluările de întreprinderi sunt solicitate pentru scopuri diferite, respective pentru achiziții, fuziuni și vânzări de întreprinderi, impozitare, litigii, proceduri de insolvență și pentru raportarea financiară”.

Adevărata VALOARE? 250 milioane titluri sunt vândute și cumpărate în medie pe zi la NewYork Stock Exchange. Valoarea poate fi: a) observabilă (preț) → analiză grafică; b) calculată (intrinsecă) → analiză fundamentală

4. Principii și premise ale evaluării întreprinderii

- **Principii** fundamentale de evaluare: p.cererii-ofertei, p.anticipării, p.substituției, p.schimbării, p.contribuției
- 10 principii specifice evaluării întreprinderii: SC_EI1_2013
- **Premisele** evaluării întreprinderii: ipoteze ce trebuie avute în vedere pentru a descrie circumstanțele în care ar avea loc tranzacția
- 2 premise alternative:
 - **Premisa continuității activității** – adecvată evaluării întreprinderilor iabile financiar într-o perioadă viitoare previzibilă (activele sunt evaluate pe baza contribuției lor la valoarea totală a întreprinderii)
 - **Premisa încetării activității** – adecvată evaluării întreprinderilor pentru care există intenția și necesitatea lichidării și care în astfel o valoare mai mare decât cea determinată pornind de la prima premisă.

5. Tipuri de valori (1)

Dacă *standardul (aplicația) valorii* răspunde la întrebarea „care valoare?”, având legătură directă cu scopul evaluării, *premisei valorii* explică condițiile în care părțile implicate participă la tranzacție, adică „cum” va avea loc tranzacția.

Distincția dintre sintagmele ”valoare de schimb” și ”valoare de utilizare”, realizată prima dată de către Aristotel, este și azi actuală (vezi filozofia IASB în măsurarea valorii juste).

Premisa	Aplicația	Referințe pentru determinare
Valoare de schimb	- valoare de piață	prețuri observabile pe piață
Valoare de utilizare	- valoare de utilizare	beneficii viitoare și riscuri aferente lor

- O *valoare de schimb* este un preț ipotetic, iar ipotezele pe baza cărora se estimează valoarea sunt determinate de scopul evaluării
- O *valoare de utilizare* este o estimare a beneficiilor care ar reveni unei anumite părți titulare a proprietății (valoare specifică, fără relevanță pentru participanții pe piață)

5. Tipuri de valori (2)

Atunci când un grup de indivizi formează o piață, valoarea de piață care rezultă există în afara oricărui interes particular sau subiectiv. Deși se schimbă constant valori subiective, valoarea rezultată (valoarea de piață) este una obiectivă și se află într-o permanentă modificare.

□ VALOAREA DE PIAȚĂ

(IVS) “Valoarea de piață este suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat la data evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere”

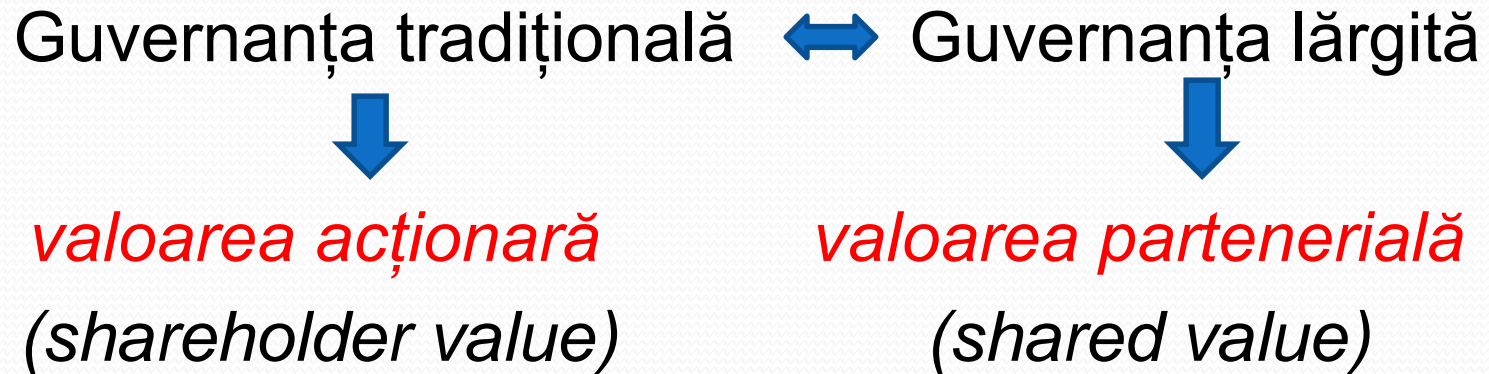
Conceptul de *cea mai bună utilizare* (CMBU) este o parte fundamentală și integrantă a estimărilor valorii de piață. CMBU este definită de standardele de evaluare ca fiind cea mai probabilă utilizare a proprietății care este fizic posibilă, justificată adecvat, permisă legal, fezabilă financiar și care conduce la cea mai mare valoare a proprietății evaluate.

□ ALTE TIPURI DE VALORI

valoarea de investiție, valoarea justă, valoarea specială, valoarea de lichidare/lichidativă, costul de înlocuire brut/net, valoarea de asigurare, valoarea de impozitare, valoarea pentru garantarea creditelor, valoarea intrinsecă, valoarea sinergiei

5. Tipuri de valori (3)

Guvernanța reprezintă un dispozitiv comportamental și instituțional (structuri, proceduri și comportamente) care stabilește relațiile dintre managerii unei organizații, aflați în inima dispozitivului, și restul părților interesate ale acesteia.



- focalizată pe relația dintre manageri și acționari și pe crearea de valoare financiară pe termen scurt
- maximizarea bogăției acționarilor (dictatura acționarilor)

- oferă o perspectivă mai largă (+ social, + mediu), căci ține seama de interesul tuturor părților interesate
- maximizarea valorii totale a firmei parteneriale

6. Abordări principale în evaluare

Termenul „*abordare în evaluare*” se referă la o cale de estimare a valorii prin folosirea uneia sau mai multor metode specifice de evaluare. Abordarea prin venit se află în centru teoriilor actuale asupra valorii.

Există **trei principale abordări** în evaluare, fundamentate pe principiile economice ale prețului de echilibru, anticipării beneficiilor și substituției:

❑ **Abordarea prin piață**

- oferă o indicație asupra valorii prin compararea activului subiect cu active identice sau similare, al căror preț se cunoaște


❑ **Abordarea prin venit**

- oferă o indicație asupra valorii prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare a capitalului

❑ **Abordarea prin cost**

- Oferă o indicație asupra valorii prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va plăti mai mult pentru un activ decât costul necesar obținerii unui activ cu aceeași utilitate, fie prin cumpărare, fie prin construire.


7. Reglementarea/ normalizarea evaluării și procesul de evaluare

 procesul de standardizare al procedurilor de aplicat prin definirea terminologiei, obiectivelor și metodologiei

Standardele de evaluare – sunt foarte sintetice, enunță concepte, principii și valori urmărite, fără însă a intra în detalii privind metodele de evaluare

Ghidurile profesionale – conțin detalii destinate explicării și exemplificării termenilor prezenți în standarde (au un pronunțat caracter aplicativ)

Organisme de reglementare: International Valuation Standards Council (IVSC), European Group of Valuers Associations (TEGoVA), Asociația Națională a evaluatorilor din România (ANEVAR)

 procesul de evaluare cuprinde următoarele faze: a) faza inițială (cunoașterea preliminară și pregătirea acțiunii); b) faza de realizare (diagnostic și evaluarea propriu-zisă) și; c) faza concluziilor (întocmire raport de evaluare și documentație de prezentare)

8. Profesia de evaluator

COR 2012: **241251**, 241252, 241253, 241254



- Reglementată prin: Ordonanța Guvernului nr. 24/2011 (M.O. nr. 628/2.09.2011) și Legea 99/2013 – privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor
- Categoriile de evaluatori:
 - în raport cu subordonarea față de beneficiarul lucrării: **interni** și **externi**
 - calitatea sa în raport cu beneficiarul lucrării: **consultant**, **arbitru** sau **expert neutru**
- Responsabilități ale evaluatorului: responsabilitate profesională, responsabilitate civilă (contractuală) și responsabilitate penală

Cap.2.

Lecții de omogenizare a cunoștințelor

L1. Compunerea și actualizarea banilor



L2. Situațiile financiare ale unei afaceri



L3. Rentabilitatea și riscul – factori determinanți ai valorii



L1. Compunerea și actualizarea banilor

- Pe lângă funcția lor de mijloc de schimb, banii reprezintă și un etalon de măsură a valorii. Deoarece valoarea banilor variază în timp, ei reprezintă însă un standard sărăcăcios al valorii, care trebuie deseori ajustat. De aceea, *compunerea* și *actualizarea* banilor reprezintă probabil cele mai importante tehnici utilizate în finanțe ... deci și în **evaluarea** de proprietăți.
- Ca și celelalte capitaluri, banii au un cost al lor, dobânda fiind prețul plătit pentru capitalul împrumutat. Rata dobânzii poate fi deci văzută ca un preț, exprimat în procente, ce face legătura între valoarea actuală (VA) și cea viitoare (VV) a banilor.

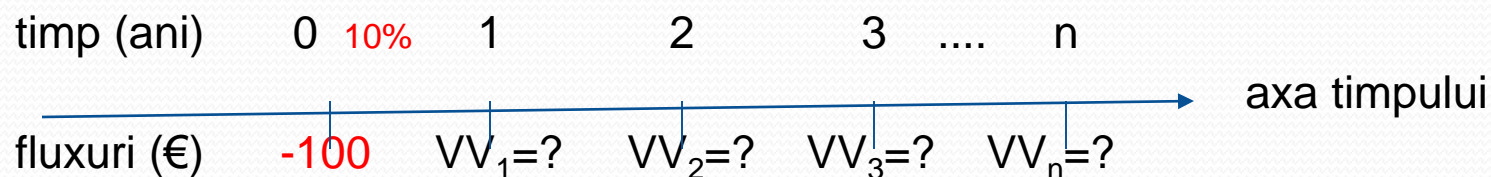
- Dobândă simplă versus dobândă compusă. Exemplificare
- Dobândă nominală versus dobândă reală. Formula lui Fisher

$$R_r = (R_n - R_i) / (1 + R_i)$$



Compunerea (fructificarea) unei sume simple

- Orice valoare de natură financiară se degradează în timp în condițiile în care nu este integrată într-un proces economic de valorificare. De exemplu, suma de 100€ deținută în prezent nu va avea valoare egală cu aceeași sumă deținută în anii următori.



- $VV_1 = 100 \times 1,1 = 110\text{€}$
- $VV_2 = 110 \times 1,1 = 100 \times 1,1^2 = 121\text{€}$
- $VV_3 = 121 \times 1,1 = 100 \times 1,1^3 = 131,1\text{€}$
- $VV_n = 100 \times 1,1^n$

Metoda dobânzii compuse:

$$VV_n = S \times (1+d)^n$$

factor de compunere (fructificare)

Actualizarea unei sume simple

Actualizarea este procesul invers compunerii, fiind utilizată pentru calculul valorii prezente (actuale -VA) a unei sume de bani ce va fi încasată la un anumit moment în viitor

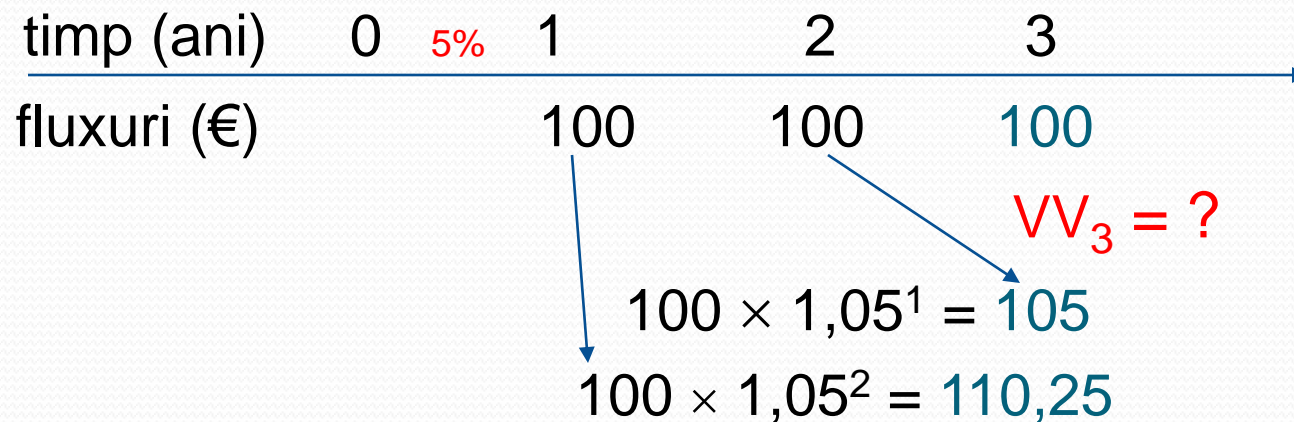
timp (ani)	0	10%	1	2	3	n
fluxuri (€)			100	100	100		100

- $VA = 100 / 1,1^1 = 90,9$
- $VA = 100 / 1,1^2 = 82,5$
- $VA = 100 / 1,1^3 = 75,1$
- $VA = 100 / 1,1^n$

$$VA = S \times \frac{1}{(1+d)^n}$$

factor de actualizare

Compunerea (fructificarea) unei anuități

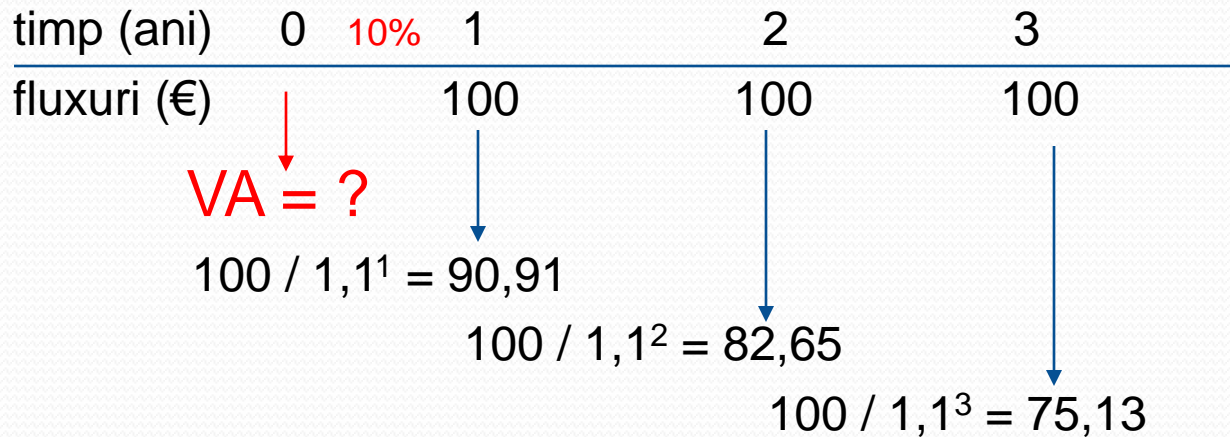


$$VV_3 = 100 + 105 + 110,25 = 315,25$$

factor de fructificare al unei anuități

$$VV_3 = S \times \frac{(1+d)^n - 1}{d} = 100 \times \frac{(1+0,05)^3 - 1}{0,05} = 315,25$$

Actualizarea unei anuități



$$VA = 90,91 + 82,65 + 75,13 = 248,69$$

factor de actualizare al unei anuități

$$VP = S \times \frac{1 - (1 + d)^{-n}}{d} = 100 \times \frac{1 - (1 + 0,10)^{-3}}{0,10} = 248,69$$

Capitalizarea

este tot un proces de actualizare, ce presupune însă formule matematice de calcul simplificate

Exemplu. Din deținerea unui teren, investitorul poate obține o rentă perpetuă de 10.000€ anual. Rata medie a rentabilității așteptată de către investitori pe piața imobiliară este de 8%.

- a) estimați valoarea terenului prin capitalizarea rentei perpetue ce urmează a fi încasată;
- b) estimați valoarea terenului în ipoteza că aceste rente vor crește cu o rată anuală perpetuă constantă de 2%

- Capitalizarea unui flux de numerar (CF) anual și constant, ce se va obține în mod perpetuu

$$VA = CF / a$$

a = rata de actualizare a fluxului de numerar (rata rentabilității așteptate)

- Capitalizarea unui flux de numerar anual (CF), crescător cu o rată anuală constantă (g), ce se va obține în mod perpetuu

$$VA = CF / (a - g) \quad \text{formula Gordon-Shapiro}$$

Preț și valoare actuală a diferitelor active. Pe piețele financiare eficiente există egalitate între preț și valoarea actuală a unui activ. *Exemplu demonstrativ.*

TEST 1 – actualizarea și compunerea banilor

L2. Situațiile financiare ale afacerii

- Situațiile financiare constituie principalul mijloc de comunicare a unor informații utile pentru adoptarea deciziilor economice a diferiților utilizatori, constituind o parte a procesului de raportare financiară
- Orice afacere poate fi prezentată cu ajutorul a trei principale situații financiare, oferite de către contabilitatea generală (financiară):

Triunghiul raportării financiare

BILANȚ (activ = pasiv)

CONT DE REZULTAT (CPP)
(rezultat = venituri – cheltuieli)

TABLOUL FLUXURILOR DE NUMERAR
($D_i + I - E = D_f$)

- Studiu de caz: **Cuptorul de aur**

Întreprinderea → 2 poli: patrimoniu & activitate

Orice evaluare de întreprindere abordează **patrimoniul** și **rentabilitatea** separat sau luate împreună, căutând să determine fie o valoare patrimonială, fie o formă de venit generat de o activitate ce poate fi în mod rezonabil realizată de către un eventual cumpărător, ținând cont de situația actuală și de specificul întreprinderii.

Situațiile financiare – obiective și structuri specifice

bilanț	cont de profit și pierdere (CPP)	tabloul fluxului de numerar
POZIȚIA FINANCIARĂ	REZULTATELE	MODIFICAREA POZIȚIEI FINANCIARE
informații despre: a) resursele economice și capacitatea firmei de a modifica aceste resurse; b) lichiditatea și solvabilitatea firmei; c) structura financiară	informații despre performanță și variabilitatea sa	informații despre fluxurile de numerar
active, datorii, capitaluri proprii	venituri, cheltuieli	nu are structuri specifice

Structurile situațiilor financiare și recunoașterea lor

- un **activ (A)** reprezintă o resursă (fizică sau nu) controlată de întreprindere ca rezultat al unor evenimente trecute și de la care se așteaptă să genereze beneficii economice viitoare pentru întreprindere.
- o **datorie (DAT)** reprezintă ...
- **capitalul propriu (Cpr)** reprezintă ...
- **veniturile (V)** constituie creșteri ale beneficiilor economice ...
- **cheltuielile (Ch)** constituie diminuări ale beneficiilor economice ...

Un element care corespunde definiției unei structuri a situației financiare trebuie recunoscut în cazul în care:

- a) este probabil ca orice beneficiu economic viitor asociat să intre sau să iasă în sau din întreprindere;
- b) elementul are un cost sau o valoare, care poate fi evaluat(ă) în mod credibil.

Bilanț contabil versus bilanț economic

Bilanț contabil prescurtat <i>(în valori contabile)</i>	Bilanț economic <i>(în valori actuale)</i>	
<p>A. Active imobilizate</p> <p> I. Imobilizări necorporale</p> <p> II. Imobilizări corporale</p> <p> III. Imobilizări financiare</p> <p>B. Active circulante</p> <p> I. Stocuri</p> <p> II. Creanțe</p> <p> III. Investiții pe termen scurt</p> <p> IV. Casa și conturi la bănci</p> <p>C. Cheltuieli în avans</p> <p>D. Datorii mai mici de un an</p> <p>E. Datorii mai mari de un an</p> <p>F. Provizioane</p> <p>G. Venituri în avans</p> <p>H. Capitaluri proprii</p>	<div data-bbox="852 475 1321 596" style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"> <p>Activ imobilizat net (corporal și necorporal)</p> </div> <div data-bbox="852 615 1321 839" style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"> <p>Activ net de exploatare (FRN) (activ curent – datorii din exploatare)</p> </div> <div data-bbox="852 858 1321 939" style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>Active financiare</p> </div>	<div data-bbox="1354 475 1789 743" style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"> <p>Capitaluri proprii (după repartizarea rezultatului)</p> </div> <div data-bbox="1354 762 1789 929" style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>Datorii financiare (credite sau datorii purtătoare de dobânzi)</p> </div> <p data-bbox="788 986 1818 1286"> - <i>valoarea capitalului acționarilor</i> (VCA) exprimă valoarea capitalurilor proprii; - <i>valoarea capitalului investit</i> (VCI) reflectă valoarea întreprinderii în ansamblul său, partajată între finanțatorii acesteia (acționari și creditori); ea se obține însumând valoarea capitalului acționarilor cu valoarea datoriilor financiare </p>

Evaluare contabilă versus evaluare economică

Mare parte din arta finanțelor constă în alegerea metodei de evaluare. Diferite metode determină rezultate diferite, căci fiecare metodă implică un mănunchi de ipoteze și estimări.

Situațiile financiare sunt documente imperfecte pentru evaluarea economică, fiind însă perfectibile prin retratare.

Tratament contabil de bază: O imobilizare corporală trebuie prezentată în bilanț la valoarea de intrare, mai puțin ajustările cumulate de valoare (art.237, OMFP1802/2014)

Evaluare contabilă alternativă, la valoare justă: Prin derogare de la evaluarea pe baza modelului bazat pe cost, entitățile pot proceda la reevaluarea imobilizărilor corporale existente la sfârșitul exercițiului financiar, astfel încât acestea să fie prezentate în contabilitate la **valoarea justă** (art.99, OMFP1802/2014). Reevaluările trebuie făcute cu suficientă regularitate, astfel încât valoarea contabilă să nu difere substanțial de cea care ar fi determinată folosind valoarea justă de la data bilanțului.

Valoarea justă este prețul care ar fi încasat pentru vânzarea unui activ într-o tranzacție reglementată între participanții de pe piață, la data evaluării (IFRS13). Ea se determină pe baza unor evaluări efectuate, de regulă, de profesioniști calificați în evaluare.

Amortisment contabil, amortisment economic și ajustări de valoare

EXEMPLU. Să considerăm un bun al cărui cost inițial (la momentul $t=0$) este de 10.000 lei, a cărui durată de viață este de 5 ani și care, pentru simplificare, are o valoare reziduală nulă. Rata de actualizare pentru un astfel de tip de investiție este de 12%. Deoarece valoarea actuală (la momentul $t=0$) a bunului este de 10.000 lei, fluxurile de numerar anuale așteptate sunt de: $10.000 / \text{factor de actualizare (12\%, 5 ani)} = 10.000 / 3,6048 \approx 2.774$ lei.

ani (t)	0	1	2	3	4	5
amortisment liniar		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
valoare contabilă liniară	10.000	8.000	6.000	4.000,	2.000	0
amortisment degresiv (K=2)		4.000	2.400	1.440	1.080	1.080
valoare contabilă degresivă	10.000	6.000	3.600	2.160	1.080	0
depreciere economică		1.574,5	1.762,9	1.974,3	2.211,4	2.476,9
valoare actuală	10.000	8.425,5	6.662,6	4.688,3	2.476,9	0

- valoarea actuală ($t=1$) = $2.774 \times \text{factor actualizare (12\%, 4 ani)} = 2.774 \times 3,0373 \approx 8.425,5$ lei
- depreciere economică ($t=1$) = $10.000 - 8.425,5 = 1.574,5$ lei

Diverse forme de venit (1)

- Rezultate oferite de CPP: R_{expl} , R_{fin} , R_{curent} , R_{extr} , R_{brut} , R_{net}
- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) → EBE
- $FN_{expl} = R_{expl} - \text{Impozit} + \text{Amortizare} \pm \text{descreșterea/creșterea FRN}$
- $FN_{global} = FNA = R_{net} \pm \text{descreșterea/creșterea FRN} \mp \text{descreșterea/creșterea creditului} + \text{Amortizare} \pm \text{Investiții de capital}$
- $FNCI =$
 $= R_{expl} (1 - ip) + \text{Amortizare} \pm \text{descreșterea/creșterea FRN} - \text{Investiții de capital (VAR1)}$
 $= R_{net} + \text{dobânzi de plată (1-ip)} + \text{Amortizare} \pm \text{descreșterea/creșterea FRN} - \text{Investiții de capital (VAR 2)}$

Azi, fluxul de numerar este din nou indicatorul preferat al investitorilor pe bursă, căci oferă puțin loc de manipulare. "Disponibilitățile sunt greu de falsificat" (Warren Buffet)

$$FN = P_n + A - I \pm \Delta FRN$$

Diverse forme de venit (2) – aplicație

TEST 2 – determinați diverse forme de venit pentru "Cuptorul de aur"

posturi bilanțiere	N-1	N
• Imobilizări nete	400	310
• Stocuri+creanțe	130	230
• Disponibilități	70	60
• Capitaluri proprii	310	310
• Datorii financiare	190	210
• Datorii din exploatare	100	80

posturi ale CPP	ex.N
• Cifra de afaceri	1200
• Cheltuieli din expl. plătibile	-850
• Cheltuieli calculate (non cash)	-150
• Cheltuieli financiare (dobânzi)	-100
• Profit brut	100
• Impozit pe profit (ip = 16%)	-16
• Profit net	84

$$EBIT = + 200 = R_{expl}$$

$$EBITDA = 200 + 150 = + 350 \quad (\approx EBE)$$

$$\Delta FRN = FRN(n) - FRN(n-1) = 150 - 30 = +120$$

$$FN_{expl} = 200 - 16 + 150 - 120 = + 214$$

$$FN_{inv} = (310 - (400 - 150)) = + 60$$

$$FN_{fin} = (210 - 190) - 100 = - 80$$

$$FN_{global} = 214 + 60 - 80 = + 74$$

$$FNA = 84 + 150 - 120 + 20 - 60 = +74$$

$$FN_{CI} (var1) = 84 + 64 + 150 - 120 - 60 = +138$$

$$FN_{CI} (var2) = 200 \times 0,84 + 150 - 120 - 60 = +138$$

$$FN_{creditori} = 138 - 74 = \text{dobânzi (1-ip)} -$$
$$\Delta \text{datorii financiare} = 84 - 20 = + 64$$

L3. Rentabilitatea și riscul- factori determinanți ai valorii

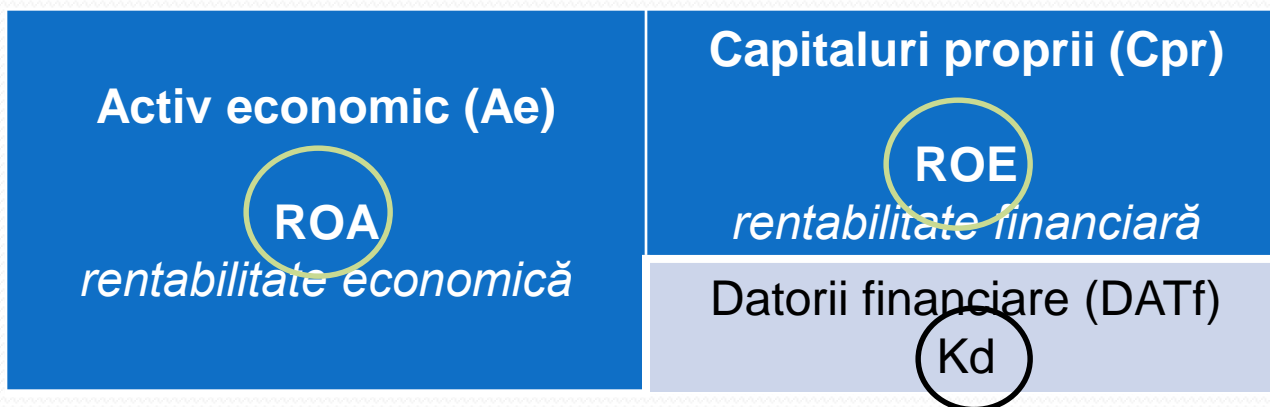
Relația “rentabilitate-risc” reprezintă un fenomen comun observat pe piața financiară, piață în care întreprinderea este principalul actor și unde, în general, riscul superior trebuie remunerat printr-o rentabilitate mai ridicată.



- SIGURANȚA - se referă la posibilitatea de recuperare a capitalului investit și depinde de riscurile la care este supus plasamentul
- LICHIDITATEA - depinde de cât de repede se poate reconverti în bani suma angajată
- RENTABILITATEA - constă în plusul de valoare obținut

Rețineți! O afacere crează valoare doar atunci când *rentabilitatea activelor* sale este superioară *costului de procurare al capitalurilor*.

Nu există o singură rentabilitate, ci mai multe rentabilități!



ROA (Return On Assets) = rentabilitatea activului = $(R_{net} + \text{dobânzi } (1-ip)) / Ae$

ROE (Return On Equity) = rentabilitatea capitalurilor proprii = R_{net} / Cpr

Kd = costul datoriei = $(\text{dobânzi } (1-ip)) / DATf$

Relația efectului de levier: $ROE = ROA + (ROA - Kd) \times \text{DATf/Cpr}$ ← levierul

TEST 3 – verificați relația contabilă a efectului de levier la "Cuptorul de aur"

O afacere poate folosi o sumă modestă de capitaluri proprii pentru a se dezvolta, căci poate apela la datorii la fel cum o persoană folosește o pârghie pentru a deplasa o greutate mai mare decât și-ar putea permite în mod normal (crescând însă riscul).

Costul capitalului (1)

Costul de oportunitate al capitalului reprezintă sacrificiul, în termeni reali, pe care îl suportă un subiect economic care procedează la o alegere între mai multe acțiuni posibile.

- Noțiunile utilizate în evaluarea întreprinderii, circumscrise conceptului de cost de oportunitate al capitalului, sunt: costul capitalului propriu (K_p), costul capitalului împrumutat (K_d) și costul mediu ponderat al capitalului (K_{mpc}).
- Deoarece riscul de recuperare prin dobândă al creditorilor este mai mic decât riscul de recompensare prin dividende al acționarilor, K_d este în general inferior lui K_p

$$K_d = d (1 - i_p) < K_p$$

- Exista mai multe metode de determinare pentru K_p . Una dintre ele este dată de Modelul *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), model de piață ce pune bine în evidență relația “rentabilitate-risc” :

$$R_C = R_o + (R_p - R_o) \times \beta + PR1 + PR2 \quad \Rightarrow \text{pentru firme mici necotate}$$

R_C este rentabilitatea cerută (sperată/așteptată) a unui activ = K_p

R_p este rentabilitatea portofoliului de piață

$(R_p - R_o)$ = prima de risc medie a pieței

β = riscul sistematic al investiției

$PR1, PR2$ = prime de risc suplimentare (pentru dimensiune și nelichiditate)

Costul capitalului (2)

Rata de actualizare și rata de capitalizare în cazul întreprinderilor care se finanțează atât prin capitaluri proprii cât și prin credite reflectă **costul mediu ponderat al surselor de finanțare**. Indicatorul EVA are în vedere acest cost.

- Costul mediu ponderat al capitalului (Kmpc)

$$Kmpc = k1 \times Kp + k2 \times Kd$$

k1 și k2 reprezintă ponderea capitalurilor proprii, respectiv a datoriilor, în structura de finanțare

Nr.crt.	Sursa de finanțare	Structura capitalului	Cost al capitalului	Costul final al sursei de finanțare
1	Capitaluri proprii	70%	15%	10,50%
2	Obligațiuni cu termen de răscumpărare	20%	7%	1,18%
3	Credit bancar pe termen lung	10%	8%	0,67%
Costul mediu ponderat al capitalului (Kmpc)				12,35%

- EVA (Economic Value Added) = valoare adăugată economică
= (Rnet + dobânzi (1 - ip)) – (Kmpc × capitaluri investite)

TEST 4 – calculați valoarea contabilă (și trecută) a Kmpc la "Cuptorul de aur"

Cap.3.

Familia metodelor de evaluare bazate pe venit

Există două principale metode ce aparțin abordării pe bază de venit:

- *metoda fluxurilor financiare actualizate* (DCF-discounted cash flow), metodă în care fluxurile de venit previzionate pentru fiecare an al perioadei de previziune explicite sunt transformate în valoare a capitalului prin aplicarea tehnicilor de actualizare;
- *metoda capitalizării veniturilor*, metodă în care un anumit nivel reprezentativ al venitului este împărțit cu o rată de capitalizare sau este înmulțit cu un coeficient de multiplicare, pentru a-l transforma în valoare.

Dacă prima metodă este indicat să se utilizeze în situațiile în care firma evaluată va genera fluxuri de venit anuale inegale (chiar negative în anumiți ani) pe perioada de previziune explicită, ceea de-a doua metodă este adecvată pentru întreprinderi ajunse la stadiu de stabilitate economică.

Valorile de rentabilitate obținute prin aceste metode reflectă valoarea unei afaceri în funcție de veniturile ei trecute, prezente și/sau viitoare, fiind un mod mai realist de abordare a valorii firmei, bazat pe teoria utilității (satisfacția cumpărătorului este reflectată de câștigurile nete pe care acesta le poate obține prin folosirea eficientă a patrimoniului).

APLICAȚIE – ”Cuptorul de aur”

Realizați evaluarea afacerii “Cuptorul de aur” prin determinarea valorii de piață a acesteia (VCI) la 31.12.2012 în scop de transfer de proprietate (premise continuității exploatării), folosind pentru aceasta metoda potrivită din abordarea bazată pe venit și avînd în vedere următoarele:

1. Sursele de informații obținute și verificate: (i) documente puse la dispoziție de Ion Moinea; (ii) informații referitoare la piața întreprinderilor cu profil similar și evoluția acestora; (iii) informații privind tranzacțiile pe piața de capital ale acțiunilor unor companii similare cotate; (iv) alte surse (studii specializate, diferite publicații);
2. Ipotezele limitative în care s-a făcut evaluarea: (i) documentele privind aspectele juridice referitoare la situația patrimonial-financiară a societății au fost folosite în raport fără a se face verificări sau investigații suplimentare; (ii) informațiile furnizate de terțe părți au fost considerate credibile, o parte din ele fiind verificate de evaluator; (iii) analiza situațiilor financiar contabile s-a bazat și pe raportul de audit atașat acestora; (iv) previziunile elaborate de patron pentru următorii ani au fost corectate pentru a reflecta optica participanților pe piață (și nu un tip de valoare diferit de valoarea de piață) și modificările legislative ce urmează să apară în perioada următoare; (v) s-a realizat o inspecție a clădirilor și echipamentelor firmei, acestea fiind considerate în stare tehnică bună; (vi) nu există indicii privind prezența contaminanților sau a altor materiale periculoase în zonă; (vii) la estimarea valorii de piață evaluatorul a utilizat numai informațiile pe care le-a avut la dispoziție până la data evaluării;
3. Condiții limitative în care s-a făcut evaluarea: (i) evaluatorul, prin contract, este obligat să ofere consultanță clientului său (Ion Moinea) și să depună (la nevoie) mărturie în instanță referitor la proprietatea transferată; (ii) raportul de evaluare nu poate fi publicat sau mediatizat fără acordul scris al evaluatorului; (iii) raportul este valabil pentru condițiile existente la data evaluării.

Abordare prin venit la "Cuptorul de aur" (1)

A. ACTIVE EXTERNE EXPLOATĂRII

Firma deține un teren în surplus față de nevoile curente ale exploatării, a cărui valoare realizabilă netă (VRN) este de 60.000 lei la data evaluării. Această valoare trebuie luată în considerare sub forma unui flux de numerar net din afara exploatării în anul 1 de previziune explicită.

B. CORECȚIA (AJUSTAREA) ELEMENTELOR CONTULUI DE REZULTAT

Pentru a fundamenta Contul de rezultat (CPP) al întreprinderii pe principii de normalitate economică, dar și pentru a asigura o mai bună comparabilitate cu întreprinderile similare, s-au identificat următoarele corecții (ajustări) de realizat asupra elementelor sale:

- b1) cheltuielile cu personalul nu reflectă și costul mâinii de lucru al proprietarului (remunerație excedentară de 30.000 lei/an, pentru a reflecta costul de piață al înlocuirii muncii acestuia);
- b2) s-au constatat venituri negociate în condiții în afara pieței, pe baze privilegiate, dar care nu se vor putea reproduce la același nivel în viitor (corecție negativă asupra veniturilor din exploatare de 20.000 lei);
- b3) stocurile acumulate de materii prime sunt la un nivel prea ridicat, volumul lor normalizat fiind cu 30% mai redus;
- b4) corecții datorate unor politici contabile (politica de amortizare) ce nu reflectă realitatea economică (trebuie înregistrate cheltuieli cu amortizarea suplimentare de 13.000 lei/an);
- b5) îndatorarea întreprinderii (31,25% capitaluri proprii, 68,75% credite) este mult peste limita normală dictată de activitatea sa, comparativ cu cea a unor firme similare din sector (structură normalizată din sector este: 70% capitaluri proprii, 30% credite) și la un preț prea oneros (există pe piață dobânzi nominale de 9% pentru creditele pe termen lung), existând șanse reale ca printr-o politică corectă de finanțare dobânzile anuale plătite de firmă să poată fi reduse la 12.850 lei ($30\% \times 480.000 \times 9\% - 110$).

Abordare prin venit la "Cuptorul de aur" (2)

Cont de rezultat corectat pentru anul 2012

(+) venituri din exploatare	= 915.000 – 20.000 = 895.000 lei
(-) cheltuieli din exploatare	= 761.936 + 30.000 – 13.000 = 804.936 lei
(reprezentând 89,94% din venituri)	
= Rezultat din exploatare (EBIT)	= 90.064 lei
(-) dobânzi plătite	- 12.850 lei
= Profit brut	= 77.214 lei
(-) impozit pe profit	- 12.354 lei
= Profit net	= 64.860 lei

TEST 5 – Calculați FNCI în cele două variante prezentate anterior

Varianta 1 de calcul a FNCI		Varianta 2 de calcul a FNCI	
Indicator	Valoare	Indicator	Valoare
Rezultat brut din exploatare		Rezultat curent net (după impozit)	
Rezultat net din exploatare		+ dobânzi plătite (după impozit)	
+ amortizare		+ amortizare	
+/- descreșterea/creșterea FRN		+/- descreșterea/creșterea FRN	
- Investiții de capital		- Investiții de capital	
= FNCI		= FNCI	

Abordarea prin venit la "Cuptorul de aur" (3)

C. ALEGEREA RATELOR DE ACTUALIZARE/ CAPITALIZARE

Rata de actualizare reprezintă rata rentabilității utilizată pentru convertirea unei sume monetare, plătită sau încasabilă în viitor, în valoarea actuală a acesteia. *Rata de capitalizare* este orice divizor (de obicei exprimat în procente) care este utilizat pentru convertirea venitului în valoare.

- două aspecte de reținut: a) astfel de rate trebuie să reflecte așteptările de rentabilitate ale investitorilor, deci costul capitalului; b) rentabilitatea istorică este doar un indiciu pentru fundamentarea rentabilității cerute de investitori.
- deoarece scopul evaluării este determinarea valorii capitalului investit (VCI), rata de actualizare adecvată este dată de costul mediu ponderat al capitalului investit (K_{mpc}).

TEST 6. Determinați K_{mpc} pornind de la următoarele ipoteze: a) structura viitoare a finanțării afacerii a fost estimată pe baza analizei structurii de finanțare a sectorului industriei alimentare din România, respectiv 70% prin capitaluri proprii și 30% prin credite bancare; b) costul mediu nominal al creditelor înainte de impozit (K_d) a fost estimat la 9%, iar cota impozitului pe profit (ip) se presupune că se va menține și în viitor la 16%; c) pentru a determina costul nominal al capitalului propriu (K_p) se va folosi modelul CAPM, adaptat pentru întreprinderi necotate, cu: $R_o = 5,8$; $R_p = 11,8$; $\beta = 1,2$; $PR1 = 3,5\%$; $PR2 = 3\%$.

Observație!. Rata de capitalizare (R_c) este rata de actualizare (R_a) din care se scade rata anuală de creștere perpetuă (g) sperată a fluxului de numerar net, începând cu primul an după cel de bază. Această rată ($g_{1 \rightarrow \infty}$) are un nivel recomandat între 3 și 5%.

Abordare prin venit la "Cuptorul de aur" (4)

D. APLICAREA METODEI "DISCOUNTED CASH FLOW"

Anticiparea evoluției viitoare a activității de exploatare a firmei „Cuptorul de aur”, în corelație directă cu factori interni și externi de întreprindere, s-a bazat pe următoarele ipoteze de fundamentare a elementelor FNCI:

- (i1) valorile indicatorilor trebuie exprimate în termeni nominali, în concordanță cu rata de actualizare (K_{mpc}) care a fost și ea estimată în termeni nominali;
- (i2) durata de previziune explicită (de evoluție „nestabilă” a FNCI) a fost stabilită la 5 ani, fiind durata până la care se estimează că afacerea va ajunge la stadiul de stabilitate economico-financiară (când rata rentabilității capitalurilor investite în întreprindere este egală cu costul capitalului);
- (i3) previziunea vânzărilor (cifrei de afaceri) a avut în vedere trei stadii de evoluție al acestui indicator:
 - *stadiul 1*, de creștere rapidă a cifrei de afaceri (6%/an), în primii trei ani ai perioadei de previziune explicite;
 - *stadiul 2* (stadiu de tranziție), în care creșterea cifrei de afaceri se mai temperează (5%/an), în următorii doi ani ai perioadei de previziune explicite;
 - *stadiul 3* (stadiul croazieră sau de stabilitate economică), caracterizat printr-o creștere anuală perpetuă a cifrei de afaceri, apropiată sau egală cu creșterea sectorului (rată anuală de creștere perpetuă de 4%/an, exprimată tot în termeni nominali).
- (i4) cheltuielile din exploatare vor scădea cu 0,5% (ca procent din venituri) în fiecare an al perioadei de previziune explicite, rămânând apoi constante (tot ca procent din venituri) începând cu anul 6 de previziune;
- (i5) cheltuielile cu amortizarea (cheltuieli considerate fixe) vor rămâne constante în primii doi ani de previziune, dar vor sălta pe un palier superior începând cu anul trei, ca urmare a unei investiții tehnologice (investiție de dezvoltare) în valoare de 48.000 lei realizate la sfârșitul anului 2 pentru susținerea creșterii vânzărilor, investiție care va crește valoarea amortizării anuale cu 6.000 lei;
- (i6) investițiile anuale de menținere (considerate cheltuieli de capital) se vor situa pe toată perioada de previziune la o valoare egală cu valoarea amortizării anuale;
- (i7) fondul de rulment net (FRN) se va menține la un nivel constant și egal cu cel din perioada de bază, ca procent în cifra de afaceri, pe toată perioada de previziune;
- (i8) calculul valorii terminale are în vedere premisa continuității activității normale de exploatare după expirarea duratei de previziune explicite, fiind recomandată folosirea pentru acest caz (căci avem stadiu de croazieră la sfârșitul perioadei de previziune explicită, dar și coerență cu abordarea prin flux de numerar net din din cadrul acestei perioade) a formulei Gordon-Shapiro (cu un $g_{6/\infty}$ egal cu 4%).

Abordare prin venit la "Cuptorul de aur" (5)

TEST 6 – Determinați rezultatul net din exploatare și (apoi) FNCI, pentru întreaga perioadă de previziune

Indicator	valori 2012 corectate (lei)	valori previzionate (lei)					
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. cifra de afaceri netă (coeficient creștere/ valoare)	1,0	1,06	1,06	1,06	1,05	1,05	1,04
	895.000	948.700	1.005.622	1.065.959	1.119.257	1.175.220	1.222.229
2. cheltuieli din exploatare (procent din CA / valoare)	89,94%	89,44%	88,94%	88,44%	87,94%	87,44%	87,44%
	804.936	848.517	894.400	942.734	984.275	1.027.612	1.066.717
3. Rezultat brut din exploatare	90.064	100.183	111.222	123.225	134.982	147.608	153.512
4. Rezultat net din exploatare (rd.3 × 0,84)	75.654	84.153	93.426	103.509	113.385	123.990	128.950
5. Cheltuieli cu amortizarea (A)	50.000	50.000	50.000	56.000	56.000	56.000	56.000
6. Investiții de capital (I) (menținere și dezvoltare)	-	50.000	98.000	56.000	56.000	56.000	56.000
7. Fond de rulment net (FRN) (procent în CA / valoare / variație de la un an la altul)	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%
	67.564	71.627	75.924	80.480	84.504	88.729	92.278
	+ 67.564	+ 4.063	+ 4.297	+ 4.556	+ 4.024	+ 4.225	+ 3.549
8. Flux de numerar net la dispoziția capitalului investit (FNCI) rd.(4+5-6-7) (valoare/ creștere în % față de anul precedent)	58.090	80.090	41.129	98.953	109.361	119.765	125.401
		+37.87%	- 48.65%	+140,59%	+10,52%	+9,51%	+4,71%

Observație. Pe perioada 2012- 2018 fluxul de numerar net la dispoziția capitalului investit (FNCI) a crescut de la 58.090 lei la 125.401 lei, deci cu un procent mediu anual de 13,68%.

Abordare prin venit la "Cuptorul de aur" (6)

Valoarea terminală (valoare reziduală, valoare continuă sau valoare finală) reprezintă tipul de valoare a capitalului investit în întreprindere la finele ultimului an al perioadei de previziune explicită. Calcularea ei se poate face prin mai multe metode, înscrise în cele trei abordări clasice de evaluare a întreprinderii. Pentru cazul de față vom calcula o astfel de valoare cu ajutorul formulei Gordon-Shapiro.

$$\text{Valoarea terminală} = \text{FNCl}_{2018} / (\text{Ra} - g_{6/\infty}) = 125.401 / (16\% - 4\%) = 1.045.008 \text{ lei}$$

TEST 7 – Calculați VCI prin metoda DCF

(în lei)

Indicator	2013	2014	2015	2016	2017
1. Flux de numerar net la dispoziția capitalului investit	80.090	41.129	98.953	109.361	119.765
2. Valoarea terminală	-	-	-	-	1.045.008
3. Flux de numerar net generat de activele externe exploatare	60.000	-	-	-	-
4. TOTAL flux de numerar net la dispoziția capitalului investit (1+2+3)	140.090	41.129	98.953	109.361	1.164.773
5. factor de actualizare la 16%	0,86207	0,74316	0,64066	0,55229	0,47611
6. Flux de numerar net actualizat la dispoziția capitalului investit (4x5)	120.767	30.565	63.395	60.399	554.560
7. Flux de numerar net actualizat cumulativ la dispoziția capitalului investit	120.767	151.332	214.727	275.126	829.686

Observație! Îndrumarul de evaluare „IE1-Fluxul de numerar actualizat” descrie principiile metodei DCF și furnizează exemple reprezentative pentru aplicarea acestora.

APLICAȚIE – metoda capitalizării venitului

“Semnată la sfârșitul anului 1998, tranzacția de privatizare a Băncii Române de Dezvoltare a fost desigur afectată de acuta criză mondială ce a urmat colapsului rusesc din august 1998 și de cascada de scăderi ale rating-ului de țară din aceeași perioadă. Cu toate acestea, valoarea băncii a fost recunoscută corect de către marele grup Société Générale, cumpărătorul “cu banii jos” al pachetului de 51% din capitalul majoritar, ea comensurând de două ori valoarea activelor nete și de 9 ori profitul net actual al B.R.D., acești multiplii fiind superiori celor la care s-au vândut bănci bune din Polonia și Ungaria” (B.Baltazar, președinte BRD în momentul preluării)

$$V_{\text{firmă}} = 1/Rc \times \text{venit} = K \times \text{venit}$$

Date de plecare: VCI =?; VCA = ?; FNCI = 58.090 lei; FNA = 54.216 lei ; g = 4,5%;
ip = 16%; ipoteza continuității activității;

	Structura capitalului	Cost capital	Cost final al sursei de finanțare
capital propriu	70%	19,5%	13,65%
obligațiuni cu termen de răscumpărare	20%	8%	1,34%
credite bancare pe termen lung	10%	9%	0,76%
	100%		15,75%

$$VCI = 58.090 / (15,75\% - 4,5\%) = 516.355 \text{ lei}$$

$$VCA = 516.355 - 30\% \times 516.355 = 361.448 \text{ lei} \quad (70\% \text{ VCI})$$

$$VCA = 54.216 / (19,5\% - 4,5\%) = 361.443 \text{ lei}$$

Cap.4.

Familia metodelor de evaluare patrimoniale

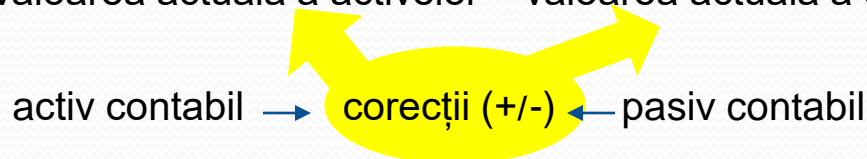
- Metodele patrimoniale de evaluare (metode de evaluare bazate pe active) se bazează pe teoria conform căreia valoarea unei întreprinderi este dată de suma valorilor elementelor sale componente, adică a activelor tangibile sau intangibile ale acesteia, identificabile distinct sau nu. Se presupune astfel că aceste elemente patrimoniale ale afacerii, reprezentând forme de utilizare a capitalurilor (propriei, împrumutate sau atrase) deținute de către întreprindere, pot fi înstrăinate sau vândute individual.
- Principalele etape ale aplicării metodelor patrimoniale sunt: (a) obținerea unui bilanț contabil (b) stabilirea standardului de valoare potrivit situației (urmare diagnosticului) (c) analiza posturilor bilanțului contabil și retratarea (corecția și evaluarea) lor conform standardului ales (d) întocmirea bilanțului economic (e) calculul valorilor patrimoniale de evaluare.
- Metoda "*Activ net corijat*" (ANC) pleacă de la premisa valorii în continuitatea exploatării, premisă conform căreia activele întreprinderii se tranzacționează ca un ansamblu, adică împreună cu întreaga întreprindere, ele fiind evaluate pe baza contribuției lor asupra valorii totale a întreprinderii. Metoda "*Activ net de lichidare*" (ANL) pleacă de la premisa lichidării activelor, caz în care baza de evaluare a activelor, prevăzută în standardele de evaluare, este „valoarea de lichidare”.

$$VP = \text{bunuri} + \text{drepturi} - \text{obligații}$$

Metoda activului net corijat

- *Activul net corijat* (ANC) reprezintă cea mai uzuală valoare patrimonială de întreprindere, căci are la bază valoarea de folosință a elementelor patrimoniale necesare întreprinderii. Cum criteriul suprem de judecată este în acest caz *utilitatea*, putem defini ANC ca fiind mărimea capitalului necesar pentru a reconstitui patrimoniul net existent al întreprinderii, la nivelul valorii reale de utilitate a acestuia. Un astfel de activ se obține în urma ajustării elementelor contabile de activ și pasiv cu valori care să permită realizarea unui bilanț economic, bilanț în care elementele patrimoniale sunt evaluate la valoarea lor actuală.

ANC = valoarea actuală a activelor – valoarea actuală a datoriilor



tipuri de corecții: eliminarea activelor externe exploatării și a celor redundante; corecții aferente imobilizărilor necorporale, corporale și financiare; corecții aferente activelor curente; eliminarea non-valorilor (cheltuieli și venituri în avans); tratamentul economic al provizioanelor și leasing-ului financiar; corecții privind pasivele de exploatare.

- Prin metoda ANC se calculează *valoarea capitalului acționarilor* și nu *valoarea capitalului investit*. ANC reflectă o *valoare de control* a capitalului acționarilor, deoarece cumpărătorul are posibilitatea de a hotărî vânzarea unor active, sau a tuturor activelor achiziționate

Metoda activului net corijat – aplicație

- **Determinați Activul net corijat (ANC) pentru firma al cărui ultim bilanț patrimonial este prezentat în tab.1 și pentru care trebuie să faceți corecțiile necesare (vezi textul atașat) asupra elementelor sale patrimoniale. Completați cu valorile corespunzătoare bilanțul economic din tab.2.**

Observație. Deoarece valoarea patrimonială nu acoperă totalitatea valorii unei întreprinderi, posibilitatea estimării valorii elementelor intangibile care formează goodwill-ul este esențială.

TEST 8 - Determinați Activul net corijat (ANC) al afacerii “Cuptorul de aur” la 31.12.2012 având în vedere următoarele:

- 1) deprecierea anuală economică a imobilizărilor pe anul 2012 a fost estimată la 50.000 lei, în timp ce valoarea de piață a acestor imobilizări s-a considerat că nu a suferit modificări semnificative;
- 2) valoarea contabilă a stocurilor și creanțelor reflectă corect valoarea lor de piață;
- 3) valoarea contabilă a creditelor și datoriilor din exploatare din bilanț reflectă corect valoarea lor de piață;
- 4) Rata anuală a dobânzii pentru reditul contractat va fi de 9% în anul 2013 și se va reduce cu 0,5 pp pentru fiecare din următorii 5 ani

Cât este, într-o astfel de abordare, valoarea întregului capital investit (VCI)?

Metoda activului net corijat – aplicație (tabelul 1)

SPECIFICAȚIE	Nr. Rd.	Valori contabile la 31.12.2005	Ajustări	Valori ajustate
Imobilizări necorporale	01	0,0	+ 1.881,2	1.881,2
Imobilizări corporale - total (3+4+5)	02	10.662,0	+ 1.609,5	12.271,5
- terenuri	03	3.924,0	+ 825,0	4.749,0
- construcții	04	5.619,0	+ 750,0	6.369,0
- echipamente	05	1.119,0	+ 34,5	1153,5
Imobilizări financiare	06	531,2	+ 47,8	579,0
ACTIVE IMOBILIZATE - total (1+2+6)	07	11.193,2	+ 3.538,5	14.731,7
Stocuri	08	100,0	+ 16,8	116,8
Creanțe	09	120,0	- 90,0	30,0
Investiții financiare pe termen scurt	10	0,0	0,0	0,0
Casa și Conturi la bănci	11	57,0	0,0	57,0
ACTIVE CIRCULANTE - total (8+9+10+11)	12	277,0	- 73,2	203,8
CHELTUIELI ÎN AVANS	13	0,0	0,0	0,0
DATORII CE TREBUIE PLĂTITE ÎNTR-O PERIOADĂ MAI MICĂ DE UN AN (1)	14	1.400,0	0,0	1.400,0
DATORII CE TREBUIE PLĂTITE ÎNTR-O PERIOADĂ MAI MARE DE UN AN	15	843,0	0,0	843,0
PROVIZIOANE	16	0,0	0,0	0,0
VENITURI ÎN AVANS	17	0,0	0,0	0,0
Capital social	18	8.500,0	0,0	8.500,0
Rezerve	19	227,2	0,0	227,2
Rezultatul exercițiului	20	500,0	0,0	500,0
Rezerve din reevaluare	21	0,0	3.465,3	3.465,3
Prime legate de capital	22	0,0	0,0	0,0
CAPITALURI PROPRII - total (18 la 22)	23	9.227,2	3.465,3	12.692,5
(1) din care: credite bancare curente		750,0	0,0	750,0
ACTIV (PASIV) - total	24	11.470,2	+ 3.465,3	14.935,5

Metoda activului net corijat – aplicație (tabelul 2)

Bilanțul economic (valori actuale exprimate în lei la 31.12.2012)

	ACTIV ECONOMIC 14.285,50	STRUCTURĂ DE FINANȚARE 14.285,50	
Valoare actuală a portofoliului de active	ACTIV IMOBILIZAT NET (corporal și necorporal) 14.152,70	CAPITALURI PROPRII (după repartizarea rezultatului) 12.692,50	Valoare actuală a fondurilor proprii
	ACTIV NET DE EXPLOATARE (activ curent minus datoriile din exploatare) = FRN - 503,20	DATORII FINANCIARE (împrumuturi pe termen mediu și lung, credite bancare curente)	Valoare actuală a datoriilor financiare
	ACTIVE FINANCIARE 636,00	1.593,00	

Goodwill-ul – expresie a valorii activelor intangibile

STUDIU DE CAZ. Cazul The Houston Chronicle

- Un activ necorporal aparte este fondul comercial sau *goodwill*-ul (GW). Considerat ca fiind „cel mai intangibil dintre intangibile”, acest mănunchi de active necorporale apare definit în diverse moduri în literatura de specialitate.
- De la sensul de “bunăvoință” pe care-l are în limbajul curent, termenul de goodwill a ajuns să exprime în uzanțele comerciale atitudinea favorabilă a pieței față de o întreprindere. Această atitudine vizează reputația întreprinderii, superioritatea produselor sale, amplasamentul și clientela, bonitatea și solvabilitatea față de terți, competența comercială și managerială și alte elemente intangibile (altele decât cele înregistrate în bilanț la rubrica „active necorporale”). În concluzie, mărimea GW reprezintă în fapt o diferență între valoarea globală a firmei și valoarea sa patrimonială (în mod uzual, activul net corijat): $GW = V_{\text{firmă}} - ANC$.
- În cazul în care această valoare este negativă (deci capitalul investit, exprimat prin ANC, este prost valorificat, producând un profit mai mic decât el însuși), diferența se numește *goodwill negativ* sau *badwill*. În acest caz, valoarea economică a întreprinderii poate fi inferioară valorii sale contabile (fiind totuși limitată la valoarea de lichidare).
- Indiferent de metoda de evaluare a goodwill, valoarea întreprinderii se obține în final prin aplicarea relației generale: $V_{\text{firmă}} = ANC + GW$.

TEST 9 – Estimați Goodwill-ul afacerii Cuptorul de aur

Metoda activului net de lichidare

STUDIU DE CAZ. Evaluarea pentru lichidarea și reorganizarea de active

- În cazul unor firme aflate în dificultate, în care se estimează reducerea sau oprirea activității acestora, activul net corijat, calculate într-o optică de continuitate a activității, trebuie să fie înlocuit cu un *activ net de lichidare*, calculat în ipoteza că întreprinderea intră în stare de încetare a activității. Valoarea de lichidare utilizată în acest caz trebuie însă nuanțată după cum lichidarea are loc progresiv sau imediat.
- *Lichidarea progresivă* apare în cazul încetării activității ca urmare a hotărârii proprietarilor (sau ca urmare a încălcării unor prevederi legale) și constă în vânzarea activelor întreprinderii în timp, datorită faptului că datoriile sale nu devin exigibile instantaneu astfel încât să reclame acoperirea lor imediată. Acest tip de lichidare, denumit și „ordonat”, atribuie activelor o *valoare de lichidare*.
- *Lichidarea imediată* (forțată) reprezintă o lichidare judiciară datorată încetării plăților întreprinderii și intrare în stare de faliment. Ea constă în vânzarea direct sau prin licitație a activelor firmei, cât mai rapid și cât mai avantajos posibil. Tratată și de standardele de evaluare, acest tip de evaluare atribuie activelor o *valoare de vânzare forțată*.

Aciv net de lichidare (ANL)	
Lichidare progresivă	Lichidare imediată
(+) active evaluate la valori lichidative	(+) active evaluate în valori de lichidare
(-) datorii bilanțiere	(-) datorii bilanțiere
(-) impozit pe plusvalori	(+/-) corecții (diferențe pozitive sau negative din reevaluări, inclusiv impozitul pe plusvalori)
	(-) costurile lichidării

Metode patrimoniale sau metode bazate pe venit? Avantaje și dezavantaje

Metoda	Avantaje (+)	Dezavantaje (-)
1. Metoda ANC	- simplu de înțeles	- mare consumatoare de efort și timp
	- relevantă în unele cazuri (proprietăți noi, instituții financiare)	- reflectă o viziune statică și nu potențialul de câștiguri nete al activelor
	- are ca punct de plecare înregistrări contabile	- necesită competențe multiple
	- există multe reglementări și norme	- subestimează valoarea anumitor active
2. Metoda DCF	- se înscrie în optica investitorului	- credibilitatea ipotezelor de previziune a fluxului de numerar
	- coerentă cu metodele de evaluare a acțiunilor cotate și cu metodele de estimare a eficienței proiectelor de investiții	- dificultatea alegerii corecte a ratei de actualizare
	- ține seama de valorile viitoare ale afacerii (inclusiv de valoarea terminală), dar și de eforturile investiționale ulterioare din partea cumpărătorului	- necesitatea respectării multor coerențe și corelații între indicatorii financiari
		- amploarea mare a informațiilor necesare previziunii
3. Metoda capitalizării venitului	- este o metodă simplă, ce presupune ipoteze simplificate	- dificultăți în realizarea corecțiilor aferente Contului de rezultat și în stabilirea ratei corecte de capitalizare
	- nu necesită previziuni explicite pe o perioadă viitoare	- dificultăți în stabilirea schemei de evoluție viitoare a venitului

Cap.5.

Metode de evaluare a întreprinderii prin comparație

- **Danone, companie defensivă cu potential mare de creștere pe piețele emergente - raport de analiză al Tradeville (29.03.2013).**

"Liderul mondial al pieței de produse lactate Danone, ale cărui acțiuni urmează a fi tranzacționate la Bursa de Valori București (BVB), se înscrie în categoria companiilor defensive datorită cererii relativ stabile pentru produsele sale în toate perioadele ciclului economic. Titlul Danone face parte din categoria acțiunilor defensive datorită nivelului subunitar al coeficientului beta de 0.45, preluat din Reuters și calculat în funcție de variația lunară a acțiunii din ultimii 5 ani. De altfel, în perioada 2007-2008, acțiunea Danone a scăzut cu 24.90%, în timp ce indicele francez CAC40 a înregistrat o variație negativă de 41.93%. "Un alt argument care susține ideea prezentată mai sus este legat de constanța cu care Danone a distribuit dividende către acționari în fiecare din ultimii 18 ani, perioadă în care dividendele au crescut cu o rată anualizată de 5.14%. În ultimii 9 ani, rata anualizată a fost de 12.13%, compania distribuind aproximativ 40% din profitul net acționarilor.

Pentru evaluarea titlului Danone s-a folosit "segmentul relevant de activitate". Reuters include grupul Danone în industria de procesare a alimentelor, sector a cărui produse sunt considerate non-ciclice. Comparația cu alte companii din industria de procesare a alimentelor are unele neajunsuri din cauza diversității de produse comercializate. Totuși, faptul că Thomson Reuters încadrează companiile prezentate mai sus în industria de procesare a alimentelor, denotă folosirea acestor comparații de către investitorii internaționali, motiv pentru care evaluarea acțiunii Danone prin comparația cu segmentul de sector este validă. **Evaluarea Danone s-a realizat prin calcularea multiplilor P/S, P/E, P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT.**

Față de principalul competitor, Nestle, acțiunea Danone se tranzacționează la un preț de 1.62 x cifra de afaceri din ultimele 12 luni în comparație cu o evaluare de 1.90 x cifra de afaceri a Nestle. Ținând cont de potențialul de creștere pe termen lung de 9% pentru Danone și de doar 5% pentru Nestle, estimat de analiștii chestionați de Thomson Reuters, de coeficientul beta mai mare pentru Nestle și ușor mai scăzut pentru Danone, dar și de multiplii luați în calcul, putem afirma **că acțiunea Danone este subevaluată de piață în comparație cu Nestle.**"

Este oare piața cel mai bun indicator privind valoarea unei proprietăți?

Orice model de evaluare este subiectiv prin propria natură. Transformând realitatea într-un model, unele elemente nu sunt luate în considerare (pentru simplificare), altele pot fi caracterizate prin incorectitudine (datorită, de exemplu, unor erori de măsurare) sau prin incomplitudine (lipsa datelor necesare). Rezultatele obținute ca urmare a procesului subiectiv de evaluare pot să difere adesea semnificativ comparativ cu mărimea recunoscută în final de judecătorul sever care este PIAȚA.

Prețul de piață, rezultând din negociere și fiind mult mai puțin încărcat de subiectivism (la formarea sa participă numeroși actori, fiecare cu propriul său sistem de evaluare), ar reuni toate informațiile disponibile de pe piață, realizând astfel o cuantificare completă a perspectivelor firmei. **Teoria piețelor eficiente** afirmă că, prin încorporarea în prețul de piață a tuturor informațiilor referitoare la firma emitentă, valoarea actuală (deci rezultatul obținut prin actualizarea fluxurilor viitoare de numerar generate de deținerea acțiunilor existente) este dată chiar de către *capitalizarea bursieră* a acesteia.

Ideea că piețele financiare se autocorectează și tind spre echilibru rămâne paradigma dominantă pe care se bazează construcția diferitelor instrumente sintetice și modele actuale de evaluare. Tot mai mulți sunt însă cei care susțin azi că paradigma este falsă și trebuie urgent înlocuită. Căci chiar dacă sună corect exprimarea că "*participanții pe piață* își urmăresc propriul interes și își bazează deciziile pe presupunerea că și *ceilalți* o fac la fel", în realitate cu toții acționează pe baza unor percepții pe care le au despre propriile interese (ceea ce nu este același lucru), deci pe baza unei înțelegeri imperfecte care face ca acțiunile lor să aibă consecințe neașteptate. Prin urmare, prețurile de pe piață exprimă mai degrabă o tendință dominantă decât o evaluare corectă. În cele mai multe cazuri evaluările se dovedesc greșite, iar tendința este corectată doar pentru a face posibilă apariția unei noi tendințe. Astfel a evoluat sistemul financiar, prin crize periodice care duc în final la reforme de reglementare. Excesele de pe piețele financiare sunt cauzate în mare parte de incapacitatea organelor de reglementare de a le ține sub control.

Abordarea prin piață – principiu general utilizat, surse informaționale, avantaje și dezavantaje

- Abordarea prin comparație (abordarea prin piață) se bazează pe un proces logic în care valoarea de piață se obține prin analiza tranzacțiilor cu întreprinderi similare și relevante, compararea acestor întreprinderi cu firma evaluată și, în final, estimarea valorii acesteia prin utilizarea unor chei de conversie (multiplicatori). O astfel de abordare se bazează pe *principiul substituției* care spune că un investitor va prefera cel mai mic preț la riscuri egale, în situația în care dispune de mai multe variante alternative. Acele prețuri care reflectă o altă motivație decât cea tipică participanților pe piață trebuie să fie eliminate din baza de referințe pentru comparare.
- Deoarece valorile sunt susținute chiar de piață, abordarea prin comparație are o largă aplicabilitate în condițiile în care există o piață activă, cu un număr suficient de tranzacții și care oferă suficiente informații disponibile pentru comparație. Cele trei surse uzuale de informații folosite în abordarea prin piață sunt piețele financiare de valori mobiliare (pe care se tranzacționează participații la întreprinderi similare), piața achizițiilor de întreprinderi (în ansamblul său) și tranzacțiile anterioare ale proprietății subiect al evaluării (GN6, pct.5.14.1.2).
- Avantaje: a) accesibilă, simplă și rapidă; b) beneficiază de înțelegere și susținere din partea investitorilor; c) are o relevanță ridicată în cazul firmelor care intră pe piață
- Dezavantaje: a) riscul de a face comparații cu firme care nu sunt similare sau relevante; b) piața poate genera erori de sub sau supraevaluare (așteptări eronate); c) existența în unele cazuri a unui număr insuficient de firme comparabile sau inexistența unei piețe active; d) necesitatea înțelegerii și aplicării unor ajustări (**corecții**) specifice

Cum determinăm valoarea prin comparație?

- Având în vedere concomitant informații furnizate pe piața tranzacțiilor (prețurile de tranzacționare) și variabile financiare fundamentale ale întreprinderii respective, putem înțelege că prin suprapunerea celor două seturi de informații putem să obținem indicatori relevanți și utili în evaluarea unei întreprinderi.
- Cheia pentru evaluarea prin comparație o reprezintă deci utilizarea unui *multiplicator* sau *rată de evaluare* (RE), calculat(ă) ca raport între prețul acțiunii (sau valoarea de piață a capitalului – VCI/ VCA) și un parametru economic relevant reținut de către evaluator (formă de venit sau active nete).

EXEMPLU. Să evaluăm întreprinderea Alpha necotată, care realizează un *venit net* (parametru relevant) de 20 mii lei. O firmă relevantă cotată (firma Beta), cu un nivel similar al patrimoniului și îndatorării, are un preț al acțiunii de 12 lei și o capitalizare bursieră de 240 mii lei. Parametrul relevant al firmei Beta, adică *venitul net*, este de 25 mii lei.

Considerând un risc de nelichiditate al firmei Alpha de 30% (ajustare datorată lipsei de lichiditate a unei investiții într-o firmă închisă), valoarea sa poate fi determinată astfel:

$$V_{\text{Alpha}} = \text{Venit net (Alpha)} \times \text{RE} \times \text{ajustare pentru necotare} = 20 \times 9,6 \times 0,7 = 134,4 \text{ mii lei}$$

$$\text{unde : RE} = \text{capitalizare bursieră (Beta)} / \text{venit net (Beta)} = 240 / 25 = 9,6$$

Etapele procesului de evaluare prin comparație (1)

E1. Alegerea multiplicatorilor. Deoarece pot fi selectați mai mulți multiplicatori în evaluare, pot fi calculate mai multe niveluri ale valorii pentru întreprinderea supusă evaluării. Selectarea multiplicatorilor reprezintă o etapă importantă în cadrul acestei metode, logica și experiența evaluatorului fiind ingrediente importante în realizarea acestei operații.

- Ratele de evaluare alese trebuie să fie cele adecvate, având în vedere diferențele de risc și de așteptări între întreprinderea evaluată și întreprinderile comparabile, iar calculul lor trebuie să se facă în mod similar.
- Dacă este cazul, trebuie făcute corecții pentru a realiza o comparabilitate mai ridicată. De exemplu, pot fi făcute corecții referitoare la existența sau lipsa controlului, la lichiditate sau lipsa de lichiditate, corecții datorate trecerii timpului și unor schimbări intervenite în mediul intern și extern firmei, corecții legate de elemente neobișnuite, extraordinare, sau din afara exploatarei. În plus, ratele trebuie să aibă atât consistență internă (elementele folosite la numărătorul lor să fie compatibile cu cele folosite la numitor) cât și temporară (datele pe care se sprijină calculul termenilor trebuie să fie concordante și valabile la data evaluării).
- Cu cât valoarea contabilă a activelor este mai apropiată de valoarea de piață a acestora, relevanța multiplilor de valoare contabilă (P/B) este mai ridicată. Același lucru se întâmplă și atunci când sectorul/industria are o pondere mai ridicată a activelor curente, comparativ cu ponderea activelor fixe. Cu cât însă o industrie are active mai puțin lichide, cu atât relevanța multiplilor de valori contabile scade, iar cea a multiplilor de profit și cifră de afaceri crește.
- În practică, selecția multiplilor se face în general în funcție de tipul întreprinderii evaluate, chiar dacă există sectoare/industrii unde anumiți multipli sunt deja consacrați printre analiști, fiind considerați mai relevanți. Când primează natura domeniului în alegerea multiplilor, devin relevanți anumiți multipli ce relevă caracteristici operaționale: preț/cameră (sector hoteluri), preț/Mwh (sector energetic), preț/ număr de abonați (televiziune prin cablu), preț/accesări (website, portaluri), preț/ capacitate de producție (industria berii) etc.

Etapele procesului de evaluare prin comparație (2)

E2. Detectarea firmelor similare și relevante și realizarea comparabilității datelor.

Similaritatea se referă la natura întreprinderii și cuprinde atât elemente cantitative cât și calitative, în timp ce relevanța este un atribut care se referă la dorințele și așteptările cumpărătorilor potențiali.

- Evaluatorul trebuie să aibă criterii simple și obiective de selectare a întreprinderilor similare. Aceste întreprinderi trebuie să funcționeze în același domeniu de activitate ca și întreprinderea evaluată, sau într-un domeniu care corespunde pe variabile economice similare. Ele trebuie să aibă dimensiuni similare cu cele ale întreprinderii evaluate și parametrii calitativi apropiați de ai acesteia. În plus, parametrii întreprinderilor reținute ca bază de comparație trebuie să fie publici și accesibili în mod rezonabil, dar și corecți în mod similar (analiză financiară comparativă).

E3. Alegerea unei valori adecvate a multiplicatorului.

- Pentru un calcul corect al valorii multiplicatorului, evaluatorul trebuie să ajusteze datele prin normalizarea informației contabile. El trebuie să utilizeze o aceeași definiție a multiplicatorului și o aceeași perioadă de măsurare. Perioada de analiză a multiplicatorilor trebuie să fie desigur o perioadă apropiată de data evaluării, opțiunile putând avea în vedere: media ultimelor 12 luni, ultimul an fiscal, media ponderată a ultimilor 3-5 ani (pentru ramuri cu o evoluție ciclică), estimări pentru anul în curs și cei imediat următori etc.
- Calculul multiplicatorilor sintetici se poate realiza fie apelând la mărimi statistice de localizare (media aritmetică, mediana, cuartilă inferioară sau superioară), fie utilizând analiza de regresie multiplă (regresia poate avea în vedere întreaga piață sau un eșantion de firme), fie (mai simplu) alegând un nivel maxim sau minim sau chiar un nivel situat în afara intervalului de valori generat de multiplicatorii firmelor selectate

Etapele procesului de evaluare prin comparație (3)

E4. Ajustarea multiplicatorilor pentru riscul de țară și pentru riscul nesistematic.

- Atunci când se apelează la comparații cu firme din altă țară (datorită lipsei de date pe piața firmei țintă), evaluatorul trebuie să înțeleagă și să aplice coeficienți de ajustare pentru diferențele dintre economii. Ideea coeficienților de ajustare pornește de la percepția că există o relație liniară între prețurile din diverse piețe. O soluție de estimare a multiplicatorului în condiții de diferență de risc de țară o reprezintă regresia multiplă, care permite determinarea unui anumit multiplicator pornind de la variabile macroeconomice fundamentale.
- Atunci când multiplicatorii derivă din tranzacții minoritare, pentru estimarea valorii unui pachet majoritar apare necesară aplicarea unor ajustări pozitive (prima de control).
- Deoarece întreprinderile cotate sunt supuse normelor contabile IFRS ce au incidență asupra formării rezultatului net, pentru firmele necotate comparabile ce nu aplică aceste norme este poate mai corect să folosim în estimarea valorii lor un multiplicator ce are în vedere cifra de afaceri și nu rezultatul net. Un astfel de indicator permite și aprecierea valorii unui grup în funcție de partea sa de piață existentă.

Multiplicatori reprezentativi

► factori cu care multiplicăm variabile financiare fundamentale pentru a obține o indicație de valoare → **multiplu = valoare (preț) / parametru economic relevant**

Sector/Industrie	Grad de relevanță („1” ridicat, „3” scăzut) al multiplicatorilor:		
	PER (sau P/E)	P/B (sau PBV)	P/ CA
1. Bănci	2	1	3
2. Fonduri de investiții (active lichide)	2	1	3
3. Asigurări	2	2	1
4. Logistică	2	1	2
5. Majoritate industriilor	1	2/3	2/3

”Analizele efectuate pe baza datelor aferente firmelor cotate la Bursa de Valori București (BVB), în perioada 2004 - 2008, au evidențiat faptul că metodele de selecție a firmelor comparabile ce iau în considerare rentabilitatea capitalului propriu (ROE), ca factor de control, conduc la cele mai ridicate performanțe în evaluare. În cazul selectării firmelor comparabile pe baza ROE, multiplii P/E, P/B, P/CF și P/TA determină performanțe în evaluare superioare celor ale multiplilor P/S, EV/EBIT, EV/EBITDA. Testarea acurateții multiplilor, în condițiile utilizării metodei de selecție bazată pe apartenența la un domeniu de activitate, a condus la rezultate care indică faptul că multiplii bazați pe fluxuri de numerar, P/CF și EV/EBITDA determină cele mai ridicate performanțe în evaluare.”

(Performanțele Multiplilor și ale Metodelor de Selecție a Firmelor Comparabile – Revista de Evaluare nr.4(2)/2009)

Price Earning Ratio (PER) sau Price per earnings (P/E)

- Numit și multiplicator bursier (sau coeficient de capitalizare bursieră), PER este cel mai cunoscut multiplu al valorii de piață, fiind calculat ca un raport între curs și beneficiu. El arată în cât timp se recuperează investiția făcută prin cumpărarea unei acțiuni pe seama beneficiilor primite de investitori sub formă de dividende. PER reprezintă inversul rentabilității așteptate de investitor (beneficiu/valoare bursieră) și poate fi considerat inversul ratei de actualizare ($PER=1/a$).
- Dacă PER-ul firmei este superior celui mediu al pieței, acest lucru denotă faptul că acesteia i se atribuie o rentabilitate mai slabă în prezent și că investitorii, plătind prețul actual, estimează o creștere a rezultatelor sale viitoare. Deci PER este o reflectare a optimismului pieței privind perspectivele de creștere a unei firme.

$PER_{\text{referință}}$ → valori standard în funcție de tipul activității și riscul firmei

$$V_f = \text{profit net} \times PER_{\text{referință}} \times R \times L$$

$PER_{\text{sectorial}}$ → medie PER firme reprezentative din sector

$$PER_{\text{relativ}} = PER_{\text{sectorial}} / PER_{\text{indice bursier}}$$

$$C_0 = P_{N_0} \times PER_{\text{relativ } 0} \times PER_{\text{indice bursier } 0}$$

$$PER = R_{\text{DIV}} \times (1+g) / (a-g) \rightarrow \text{exemplu}$$

- Limitele PER: a) folosirea profitului net este contestabilă (se recomandă FNA); b) sensibil la variațiile cursului; c) analiștii bursieri pot influența PER; d) inaplicabil la firme cu pierderi
- Analiza evoluției PER pe termen lung pune în evidență supraevaluările generale ale pieței, așa numitele bule speculative (<http://multpl.com/>). De exemplu, în sectorul Internet, înainte de crahul Dotcom, se ajunsese în anul 2000 la multipli P/E de peste 40 (în cazul Yahoo, $PER_{1998} = 250!$).

Metoda comparației – aplicație rezolvată

- Estimați valoarea de piață a fast-food-ului Alpha, cu o cifră de afaceri anuală de 200.000 lei, cunoscând următoarele informații cu privire la cinci firme comparabile tranzacționate pe piață:

comparabile	Pachet de titluri tranzacționate	Preț de tranzacție	Cifra de afaceri
A	100%	450.000 lei	410.000 lei
B	94%	430.000 lei	450.000 lei
C	70%	370.000 lei	370.000 lei
D	60%	300.000 lei	300.000 lei
E	25% - pachet minoritar (20% PC)	90.000 lei	440.000 lei

- preț pachet integral (100%) firma E = $90.000 \times 100\% / 25\% \times (1 + 20\%) = 432.000$ lei

comparabile	Preț pachet integral (lei)	Cifra de afaceri	Multiplu P/CA
A	450.000	410.000 lei	1,08
B	457.447	450.000 lei	1,02
C	528.571	370.000 lei	1,43
D	500.000	300.000 lei	1,67
E	432.000	440.000 lei	0,98

- pentru ponderi egale → media P/CA = $(1,08 + 1,02 + 1,43 + 1,67 + 0,98) / 5 = 1,24$
- $V(\text{Alpha}) = 200.000 \times 1,24 = 248.000$ lei

Metoda comparației cu companii cotate – aplicație la Cuptorul de aur (1)

*TEST 10. Realizați evaluarea afacerii “Cuptorul de aur” prin determinarea valorii de piață a capitalului investit al acesteia (VCI) la 31.12.2012 în scop de transfer de proprietate (premise continuității exploatării), folosind pentru aceasta una din metodele din abordarea bazată pe piață (**metoda comparației cu companii cotate** sau metoda tranzacției cu companii achiziționate sau care au fuzionat).*

A. SELECTAREA DATELOR DE PIAȚĂ ȘI ANALIZA FINANCIARĂ COMPARATIVĂ

- Pentru alegerea companiilor cotate comparabile s-au stabilit câteva criterii de selecție: (i) obiect de activitate similar; (ii) cifră de afaceri cuprinsă între 500 mii lei și 10 milioane lei; (iii) profit și flux de numerar din exploatare pozitiv; (iv) localizare în România. Dintre întreprinderile care au îndeplinit criteriile inițiale de căutare, pentru evaluare au fost reținute doar patru întreprinderi ale căror acțiuni au fost tranzacționate activ în cursul anului 2012; le vom codifica, pentru nevoile prezentului studiu de caz, prin inițialele A, B, C și D.
- O comparație la 31 decembrie 2012 a situației financiare și a performanței de exploatare pe ultimele 12 luni a firmei „Cuptorul de aur” cu cele ale întreprinderilor cotate comparabile este prezentată în tabelul următor. Valorile prezentate în tabel sunt valori contabile corectate (normalizate), doar astfel putându-se asigura comparabilitatea acestora, identificându-se totodată similarități, dar și puncte tari și puncte slabe ale firmei subiect în raport cu firmele comparabile

Metoda comparației cu companii cotate – aplicație la Cuptorul de aur (1)

- Variabile financiare de bază ale întreprinderii „Cuptorul de aur” și ale firmelor cotate selectate

Date contabile comparative aferente ultimului exercițiu financiar încheiat (în lei la 31.12.2012)	Cuptorul de aur	A	B	C	D
1. Cifra de afaceri netă (CA)	895.000	5.438.000	9.100.000	1.225.000	743.000
2. Cheltuieli de exploatare - procente din cifra de afaceri	804.936 89,94%	4.459.160 82,00%	7.189.000 79,00%	1.053.500 86,00%	680.000 91,52%
3. Rezultat din exploatare (EBIT)	90.064	978.840	1.911.000	171.500	63.000
4. Ajustări de valoare	50.000	632.000	700.000	100.000	60.000
5. EBITDA	140.064	346.840	1.211.000	71.500	3.000
6. Capitaluri proprii totale	250.946	1.249.300	5.822.100	408.000	60.000
7. Datorii purtătoare de dobânzi	313.500	394.500	1.940.700	500	-
8. Valoare contabilă a capitalului investit (VcCI)	564.446	1.643.800	7.762.800	408.500	60.000
ROA = EBITDA/ VcCI	24,81%	21,10%	15,60%	17,50%	5,00%
Profitabilitate = EBITDA/CA	15,65%	6,38%	13,31%	5,84%	0,40%
Rotația activului = CA/ VcCI	1,58	3,31	1,17	3,00	12,5

Metoda comparației cu companii cotate – aplicație la Cuptorul de aur (2)

- Valoarea de piață a capitalului investit pentru firmele cotate comparabile

(în lei la 31.12.2012)

Intreprindere cotate comparabilă	Valoarea de piață a datoriilor purtătoare de dobânzi	Preț de închidere pe acțiune	Număr de acțiuni în circulație	Valoarea de piață a capitalului propriu	Valoarea de piață a capitalului investit (VCI)
A	394.500	35,56	25.400	903.224	1.297.724
B	1.940.700	30,29	40.000	1.211.600	3.152.300
C	500	59,95	20.000	1.199.000	1.199.500
D	-	3	15.000	45.000	45.000

Obs. S-a presupus că valoarea contabilă a datoriilor purtătoare de dobânzi la 31.12.2012 coincide cu valoarea de piață a acestora și că prețul (cursul) de închidere al acțiunilor firmelor comparabile este cel de la data efectivă a evaluării.

Metoda comparației cu companii cotate – aplicație la Cuptorul de aur (3)

B. IDENTIFICAREA ȘI CALCULAREA MULTIPLILOR DE EVALUARE LA FIRMELE COMPARABILE COTATE

- La calcularea multiplilor de piață ai capitalului investit vom lua în considerare fluxurile de venit către toți investitorii (acționari și creditori) de pe ultimele 12 luni. Pentru cazul nostru, vom presupune că, și în cazul firmelor comparabile alese, valoarea capitalului investit (VCI) include toate datoriile purtătoare de dobânzi, fără a scădea numerarul și echivalentele de numerar.
- Multiplii de piață considerați reprezentativi în scopul evaluării VCI al firmei „Cuptorul de aur” sunt următorii: VCI/ cifra de afaceri; VCI/EBIT; VCI/ EBITDA; VCI/valoarea contabilă a capitalului investit (VcCI)

Multipli de piață ai capitalului investit la firmele cotate comparabile	A	B	C	D	medie	mediană	deviație standard	coeficient de variație
VCI/cifra de afaceri	0,24	0,35	0,99	0,06	0,41	0,295	0,40	0,99
VCI/EBIT	1,33	1,65	6,99	0,71	2,67	1,49	2,91	1,09
VCI/EBITDA	3,74	2,60	16,78	15,00	9,53	9,37	7,39	0,77
VCI / VcCI	0,79	0,41	2,94	0,75	1,22	0,77	1,16	0,95

Metoda comparației cu companii cotate – aplicație la Cuptorul de aur (4)

C. EVALUAREA FIRMEI „CUPTORUL DE AUR”

- Pentru a evalua firma subiect vom aplica multiplii relevanți rezultați din analiza noastră asupra variabilelor financiare specifice ale firmei evaluate, neuitând însă de ponderile stabilite prin raționament profesional. Cum însă metoda comparației cu companii cotate produce o valoare lichidă și pe bază minoritară (valoare pe premisele echivalenței tranzacționării pe piața de capital), valorii rezultate va trebui să-i adăugăm o primă de control (nu este cazul aici) și un discount pentru lipsa de lichiditate (fie acesta de 20%).

Multiplul selectat	Valoare multiplu	Valoare variabilă financiară pentru “Cuptorul de aur”(lei)	Valoare indicată (lei)	Ponderea multiplului (%)	Valoare ponderată (lei)
VCI/EBITDA	9,37	140.064	1.312.400	60%	787.440
VCI/VcCI	0,77	564.446	434.623	40%	173.850
Valoare de piață rezultată prin aplicarea multiplilor relevanți					961.290
Minus: discount pentru lipsă de lichiditate					192.258
Egal: Valoarea de piață a capitalului investit la ”Cuptorul de aur”					769.032

TEST 11. Încercați o reconciliere a valorilor obținute prin cele trei metode de evaluare în cazul Cuptorul de aur.