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 şi 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 explicaţie a crizei**
- **Conceptul de evaluare. *Evaluarea – artă sau ştiinţă?***
- **Teoria valorii şi 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 distincţie între sintagmele *valoarea de schimb* (value in exchange) şi *valoare de utilizare* (value in use)
  - distincţia dintre preţ, cost şi valoare; de la evaluare la stabilirea preţului (Ikea – exemplu de lanţ creator de valoare cu cost scăzut)

DISCUŢIE. **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 licitaţie şi vândută pentru uriaşa 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 licitaţie 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 şi demonstrând astfel că "vânzarea pe un dolar" nu este doar un concept
- lucrări ale unor pictori români din Muzeul de artă Bucureşti → valoarea unui covrig (valoarea de inventar)
- experiment la staţia 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?

Finanţele sunt dificile din cauza necesităţii 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* şi 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 proprietăţile enumerate mai sus

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

3. Când şi pentru ce evaluăm o întreprindere?

Situaţii ce necesită evaluarea întreprinderii:

- **situaţii excepţionale:**
- **a1) schimbări în structura capitalului;**
- **a2) operaţiuni de creştere/ descreştere (absorbţie, fuziune, luarea de participaţii, sciziune, aporturi parţiale de active)**

- **situaţii curente, când valoarea este: o măsură a gradului de realizare al obiectivelor; un instrument de negociere cu terţii; un element de bază al unor calcule economice; un instrument de informare pentru terţe persoane.**

(IVS 200, C3) "Evaluările de întreprinderi sunt solicitate pentru scopuri diferite, respective pentru achiziţii, fuziuni şi vânzări de întreprinderi, impozitare, litigii, proceduri de insolvenţă şi 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 (preţ) → 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 trebuiesc 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 baya contribției lor la valoarea totală a întreprinderii)
- ➢ Premisa încetării activității – adecvată evaluării întreprinderilor pentru care există intenția și necesitatea lichidării și care în au astfel o valoare mai mare ecât 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, *premisa valorii* explică condiţiile în care părţile implicate participă la tranzacţie, adică „cum” va avea loc tranzacţia.

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	Aplicaţia	Referinţe pentru determinare
Valoare de schimb	- valoare de piaţă	preţuri observabile pe piaţă
Valoare de utilizare	- valoare de utilizare	beneficii viitoare şi riscuri aferente lor

- O *valoare de schimb* este un preţ 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 părţi titulare a proprietăţii (valoare specifică, fără relevanţă pentru participanţii pe piaţă)

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 PIAŢĂ**

(IVS) "*Valoarea de piaţă este suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat la data evaluării, între un cumpărător hotărât şi un vânzător hotărât, într-o tranzacţie nepărtinitoare, după un marketing adecvat şi în care părţile au acţionat fiecare în cunoştinţă de cauză, prudent şi fără constrângere*"

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

- **ALTE TIPURI DE VALORI**

valoarea de investiţie, 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 insituțional (structuri, proceduri și comportamente) care stabilește relațiile dintre managerii unei organizații, aflați în inima dispozitivului, și restul părților interesate ale acesteia.

Guvernanța tradițională ⟺ Guvernanța lărgită

valoarea acționară

(shareholder value)

valoarea parteneriială

(shared value)

- 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 preţului de echilibru, anticipării beneficiilor şi substituţiei:

- **Abordarea prin piaţă**

- oferă o indicaţie asupra valorii prin compararea activului subiect cu active identice sau similare, al căror preţ se cunoaşte

- **Abordarea prin venit**

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

- **Abordarea prin cost**

- Oferă o indicaţie asupra valorii prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va plăti mai mult pentru un activ decât costul necesar obţinerii unui activ cu aceeaşi 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), Asociaţia Naţională 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: Ordonanţa Guvernului nr. 24/2011 (M.O. nr. 628/2.09.2011) şi Legea 99/2013 – privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor

- Categorii 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 funcţia lor de mijloc de schimb, banii reprezintă şi 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* şi *actualizarea* banilor reprezintă probabil cele mai importante tehnici utilizate în finanţe ... 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

$$Rr = (Rn - Ri) / (1 + Ri)$$

Compunerea (fructificarea) unei sume simple

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

timp (ani)	0	10%	1	2	3	....	n
fluxuri (€)	-100		VV_1=?	VV_2=?	VV_3=?		VV_n=?

axa timpului

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

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

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

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

factor de actualizare

Compunerea (fructificarea) unei anuități

timp (ani)	0	5%	1	2	3
fluxuri (€)			100	100	100

$VV_3 = ?$

$100 \times 1{,}05^1 = 105$

$100 \times 1{,}05^2 = 110{,}25$

$VV_3 = 100+105+110.25 = 315{,}25$

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

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

VA = ?

$100 / 1{,}1^1 = 90{,}91$

$100 / 1{,}1^2 = 82{,}65$

$100 / 1{,}1^3 = 75{,}13$

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

$$VA = CF / (a - g)$$ 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 economce 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
(Di + I – E = Df)

- 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.

Situaţiile financiare – obiective şi structuri specifice

bilanţ	cont de profit şi pierdere (CPP)	tabloul fluxului de numerar
POZIŢIA FINANCIARĂ	REZULTATELE	MODIFICAREA POZIŢIEI FINANCIARE
informaţii despre: a) resursele economice şi capacitatea firmei de a modifica aceste resurse; b) lichiditatea şi solvabilitatea firmei; c) structura financiară	informaţii despre performanţă şi variabilitatea sa	informaţii despre fluxurile de numerar
active, datorii, capitaluri proprii	venituri, cheltuieli	nu are structuri specifice

Structurile situaţiilor financiare şi recunoaşterea lor

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

Un element care corespunde definiţiei unei structuri a situaţiei 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 (*în valori contabile*)	**Bilanț economic** (*în valori actuale*)
A. Active imobilizate I. Imobilizări necorporale II. Imobilizări corporale III. Imobilizări financiare B. Active circulante I. Stocuri II. Creanțe III. Investiții pe termen scurt IV. Casa și conturi la bănci C. Cheltuieli în avans D. Datorii mai mici de un an E. Datorii mai mari de un an F. Provizioane G. Venituri în avans H. Capitaluri proprii	Activ imobilizat net (corporal și necorporal) Activ net de exploatare (FRN) (activ curent – datorii din exploatare) Active financiare Capitaluri proprii (după repartizarea rezultatului) Datorii financiare (credite sau datorii purtătoare de dobânzi) - *valoarea capitalului acţionarilor* (VCA) exprimă valoarea capitalurilor proprii; - *valoarea capitalului investit* (VCI) reflectă valoarea întreprinderii în ansamblul său, partajată între finanţatorii acesteia (acţionari şi creditori); ea se obţine însumând valoarea capitalului acţionarilor cu valoarea datoriilor financiare

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.

Situaţiile 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 **valoare justă** (art.99, OMFP1802/2014). Reevaluările trebuie făcute cu suficientă regularitate, astfel încât valoarea contabilă să nu difere substanţial de cea care ar fi determinată folosind valoarea justă de la data bilanţului.

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 profesionişti calificaţi în evaluare.

Amortisment contabil, amortisment economic şi ajustări de valoare

EXEMPLU. Să considerăm un bun al cărui cost iniţial (la momentul t=0) este de 10.000 lei, a cărui durată de viaţă este de 5 ani şi care, pentru simplificare, are o valoare reziduală nulă. Rata de actualizare pentru un astfel de tip de investiţie este de 12%. Deoarece valoarea actuală (la momentul t=0) a bunului este de 10.000 lei, fluxurile de numerar anuale aşteptate sunt de: 10.000 / factor de actualizare (12%, 5 ani) = 10.000 / 3,6048 ≈ 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 × factor actualizare (12%, 4 ani) = 2.774 × 3,0373 ≈ 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: Rexpl, Rfin, Rcurent, Rextr, Rbrut, Rnet

- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- EBITDA (Earnings Before Interest,Taxes, Depreciation and Amortization) ➡ EBE

- FNexpl = Rexpl – Impozit + Amortizare +/- descreșterea/creșterea FRN
- FN global = FNA = Rnet +/- descreșterea/creșterea FRN -/+ descreșterea/ creșterea creditului + Amortizare +/- Investiții de capital
- FNCI =

= Rexpl (1-ip) + Amortizare +/- descreșterea/creșterea FRN – Investiții de capital (VAR1)

= Rnet + dobânzi de plată (1-ip) + Amortizare +/- descreșterea/creșterea FRN – 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)

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

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 = Rexpl

EBITDA = 200 +150 = + 350 (≈ EBE)

ΔFRN = FRN(n)–FRN(n-1) =150–30= +120

FNexpl = 200 – 16 + 150 - 120 = + 214

FNinv = (310 – (400 - 150)) = + 60

FNfin = (210 – 190) – 100 = - 80

FNglobal = 214 +60 – 80 = + 74

FNA = 84 + 150 – 120 + 20 – 60 = +74

FNCI (var1) = 84+64+150-120-60= +138

FNCI (var2) =200x0,84+150-120-60= +138

FNcreditori = 138 – 74 = dobânzi (1-ip) – Δdatorii financiare = 84 – 20 = + 64

L3. Rentabilitatea și riscul- factori determinanți ai valorii

Relaţia “rentabilitate-risc” reprezintă un fenomen comun observat pe piaţa financiară, piaţă în care întreprinderea este principalul actor şi unde, în general, riscul superior trebuie remunerat printr-o rentabilitate mai ridicată.

Triunghiul magic al plasamentului

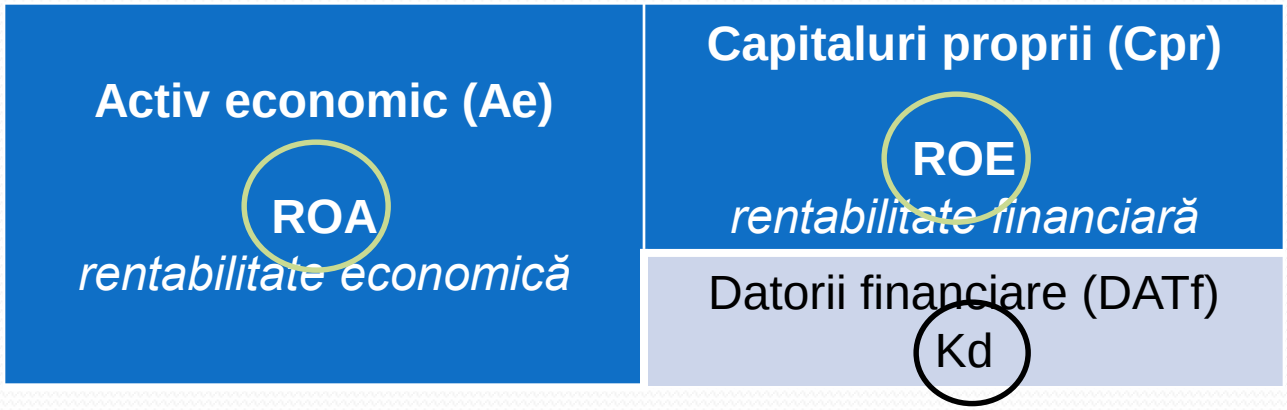
SIGURANŢĂ

LICHIDITATE RENTABILITATE

- SIGURANŢA - se referă la posibilitatea de recuperare a capitalului investit şi 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 obţinut

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 = (Rnet + dobânzi (1-ip)) / Ae
ROE (Return On Equity) = rentabilitatea capitalurilor proprii = Rnet / Cpr
Kd = costul datoriei = (dobânzi (1-ip)) / DATf

levierul

Relația efectului de levier: ROE = ROA + (ROA – Kd) x DATf/Cpr

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 acţiuni posibile.

- Noţiunile utilizate în evaluarea întreprinderii, circumscrise conceptului de cost de oportunitate al capitalului, sunt: costul capitalului propriu (Kp), costul capitalului împrumutat (Kd) şi costul mediu ponderat al capitalului (Kmpc).
- Deoarece riscul de recuperare prin dobândă al creditorilor este mai mic decât riscul de recompensare prin dividende al acționarilor, Kd este în general inferior lui Kp

$$Kd = d\,(1-ip) < Kp$$

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

$R_C = Ro + (Rp - Ro) \times \beta + PR1 + PR2$ ⇨ pentru firme mici necotate

R_C este rentabilitatea cerută (sperată/aşteptată) a unui activ = Kp

Rp este rentabilitatea portofoliului de piaţă

(Rp - Ro) = prima de risc medie a pieţei

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 finanţare	Structura capitalului	Cost al capitalului	Costul final al sursei de finanţare
1	Capitaluri proprii	70%	15%	10,50%
2	Obligaţiuni 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 aparţin 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 împărţit cu o rată de capitalizare sau este înmulţit cu un coeficient de multiplicare, pentru a-l transforma în valoare.

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

Valorile de rentabilitate obţinute prin aceste metode reflectă valoarea unei afaceri în funcţie de veniturile ei trecute, prezente şi/sau viitoare, fiind un mod mai realist de abordare a valorii firmei, bazat pe teoria utilităţii (satisfacţia cumpărătorului este reflectată de câştigurile nete pe care acesta le poate obţine prin folosirea eficientă a patrimoniului).

APLICAȚIE – ”Cuptorul de aur”

Realizaţi evaluarea afacerii “Cuptorul de aur” prin determinarea valorii de piaţă a acesteia (VCI) la 31.12.2012 în scop de transfer de proprietate (premisa continuităţii exploatării), folosind pentru aceasta metoda potrivită din abordarea bazată pe venit şi avînd în vedere următoarele:

1. Sursele de informaţii obţinute şi verificate: (i) documente puse la dispoziţie de Ion Moinea; (ii) informaţii referitoare la piaţa întreprinderilor cu profil similar şi evoluţia acestora; (iii) informaţii privind tranzacţiile pe piaţa de capital ale acţiunilor unor companii similare cotate; (iv) alte surse (studii specializate, diferite publicaţii);
2. Ipotezele limitative în care s-a făcut evaluarea: (i) documentele privind aspectele juridice referitoare la situaţia patrimonial-financiară a societăţii au fost folosite în raport fără a se face verificări sau investigaţii suplimentare; (ii) informaţiile furnizate de terţe părţi au fost considerate credibile, o parte din ele fiind verificate de evaluator; (iii) analiza situaţiilor financiar contabile s-a bazat şi pe raportul de audit ataşat acestora; (iv) previziunile elaborate de patron pentru următorii ani au fost corectate pentru a reflecta optica participanţilor pe piaţă (şi nu un tip de valoare diferit de valoarea de piaţă) şi modificările legislative ce urmează să apară în perioada următoare; (v) s-a realizat o inspecţie a clădirilor şi echipamentelor firmei, acestea fiind considerate în stare tehnică bună; (vi) nu există indicii privind prezenţa contaminanţilor sau a altor materiale periculoase în zonă; (vii) la estimarea valorii de piaţă evaluatorul a utilizat numai informaţiile pe care le-a avut la dispoziţie până la data evaluării;
3. Condiţii limitative în care s-a făcut evaluarea: (i) evaluatorul, prin contract, este obligat să ofere consultanţă clientului său (Ion Moinea) şi să depună (la nevoie) mărturie în instanţă referitor la proprietatea transferată; (ii) raportul de evaluare nu poate fi publicat sau mediatizat fără acordul scris al evaluatorului; (iii) raportul este valabil pentru condiţiile existente la data evaluării.

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

A. ACTIVE EXTERNE EXPLOATĂRII

Firma deţine un teren în surplus faţă 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. CORECŢIA (AJUSTAREA) ELEMENTELOR CONTULUI DE REZULTAT

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

- b1) cheltuielile cu personalul nu reflectă şi costul mâinii de lucru al proprietarului (remuneraţie excedentară de 30.000 lei/an, pentru a reflecta costul de piaţă al înlocuirii muncii acestuia);
- b2) s-au constatat venituri negociate în condiţii în afara pieţei, pe baze privilegiate, dar care nu se vor putea reproduce la acelaşi nivel în viitor (corecţie 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) corecţii 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) şi la un preţ prea oneros (există pe piaţă dobânzi nominale de 9% pentru creditele pe termen lung), existând şanse reale ca printr-o politică corectă de finanţare dobânzile anuale plătite de firmă să poată fi reduse la 12.850 lei (30% × 480.000 × 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	
+/- descreşterea/creşterea FRN		+/- descreşterea/creşterea FRN	
- Investiţii de capital		- Investiţii 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, plătibilă 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 aşteptările de rentabilitate ale investitorilor, deci costul capitalului; b) rentabilitatea istorică este doar un indiciu pentru fundamentarea rentabilităţii 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 (Kmpc).

TEST 6. Determinați Kmpc pornind de la următoarele ipoteze: a) structura viitoare a finanţării afacerii a fost estimată pe baza analizei structurii de finanţare a sectorului industriei alimentare din România, respectiv 70% prin capitaluri proprii şi 30% prin credite bancare; b) costul mediu nominal al creditelor înainte de impozit (Kd) a fost estimat la 9%, iar cota impozitului pe profit (ip) se presupune că se va menţine şi în viitor la 16%; c) pentru a determina costul nominal al capitalului propriu (Kp) se va folosi modelul CAPM, adaptat pentru întreprinderi necotate, cu: Ro = 5,8; Rp = 11,8; beta = 1,2; PR1 = 3,5%; PR2 = 3%.

Observație!. Rata de capitalizare (Rc) este rata de actualizare (Ra) din care se scade rata anuală de creştere 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 evoluţiei viitoare a activităţii de exploatare a firmei „Cuptorul de aur”, în corelaţie directă cu factori interni şi externi de întreprindere, s-a bazat pe următoarele ipoteze de fundamentare a elementelor FNCI:

- (i1) valorile indicatorilor trebuie exprimate în termeni nominali, în concordanţă cu rata de actualizare (Kmpc) care a fost şi ea estimată în termeni nominali;
- (i2) durata de previziune explicită (de evoluţie „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 rentabilităţii capitalurilor investite în întreprindere este egală cu costul capitalului);
- (i3) previziunea vânzărilor (cifrei de afaceri) a avut în vedere trei stadii de evoluţie al acestui indicator:

- *stadiul 1*, de creştere rapidă a cifrei de afaceri (6%/an), în primii trei ani ai perioadei de previziune explicite;

- *stadiul 2* (stadiu de tranziţie), în care creşterea 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 creştere anuală perpetuă a cifrei de afaceri, apropiată sau egală cu creşterea sectorului (rată anuală de creştere 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 investiţii tehnologice (investiţie de dezvoltare) în valoare de 48.000 lei realizate la sfârşitul anului 2 pentru susţinerea creşterii vânzărilor, investiţie care va creşte valoarea amortizării anuale cu 6.000 lei;
- (i6) investiţiile anuale de menţinere (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 menţine la un nivel constant şi 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 continuităţii activităţii normale de exploatare după expirarea duratei de previziune explicite, fiind recomandată folosirea pentru acest caz (căci avem stadiu de croazieră la sfârşitul perioadei de previziune explicită, dar şi coerenţă 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 creştere/ 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. Investiţii de capital (I) (menţinere şi dezvoltare)	-	50.000	98.000	56.000	56.000	56.000	56.000
7. Fond de rulment net (FRN) (procent în CA / valoare / variaţie 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 dispoziţia capitalului investit (FNCI) rd.(4+5-6-7) (valoare/ creştere în % faţă de anul precedent)	58.090	80.090 +37.87%	41.129 - 48.65%	98.953 +140,59%	109.361 +10,52%	119.765 +9,51%	125.401 +4,71%

Observaţie. Pe perioada 2012- 2018 fluxul de numerar net la dispoziţia 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 faţă vom calcula o astfel de valoare cu ajutorul formulei Gordon-Shapiro.

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

TEST 7 – Calculați VCI prin metoda DCF

(în lei)

Indicator	2013	2014	2015	2016	2017
1.Flux de numerar net la dispoziţia 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 exploatării	60.000	-	-	-	-
4. TOTAL flux de numerar net la dispoziţia 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 dispoziţia capitalului investit (4×5)	120.767	30.565	63.395	60.399	554.560
7. Flux de numerar net actualizat cumulat la dispoziţia capitalului investit	120.767	151.332	214.727	275.126	**829.686**

Observaţie! Îndrumarul de evaluare „IE1-Fluxul de numerar actualizat” descrie principiile metodei DCF şi furnizează exemple reprezentative pentru aplicarea acesteia.

APLICAȚIE – metoda capitalizării venitului

"Semnată la sfârşitul anului 1998, tranzacţia de privatizare a Băncii Române de Dezvoltare a fost desigur afectată de acuta criză mondială ce a urmat colapsului rusesc din august 1998 şi de cascada de scăderi ale rating-ului de ţară din aceeaşi 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 şi de 9 ori profitul net actual al B.R.D., aceşti multiplii fiind superiori celor la care s-au vândut bănci bune din Polonia şi Ungaria" (B.Baltazar, preşedinte BRD în momentul preluării)

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

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 lei

VCA = 516.355 – 30% × 516.355 = 361.448 lei (70% VCI)

VCA = 54.216 / (19,5% - 4,5%) = 361.443 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 (proprii, împrumutate sau atrase) deţinute de către întreprindere, pot fi înstrăinate sau vândute individual.
- Principalele etape ale aplicării metodelor patrimoniale sunt: (a) obţinerea unui bilanţ contabil (b) stabilirea standardului de valoare potrivit situaţiei (urmare diagnosticului) (c) analiza posturilor bilanţului contabil şi retratarea (corecţia şi evaluarea) lor conform standardului ales (d) întocmirea bilanţului 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 tranzacţionează ca un ansamblu, adică împreună cu întreaga întreprindere, ele fiind evaluate pe baza contribuţiei 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 = bunuri + drepturi – obligații

Metoda activului net corijat

- *Activul net corijat* (ANC) reprezintă cea mai uzuală valoare patrimonială de întreprindere, căci are la bază valoarea de folosinţă 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 obţine în urma ajustării elementelor contabile de activ şi pasiv cu valori care să permită realizarea unui bilanţ economic, bilanţ în care elementele patrimoniale sunt evaluate la valoarea lor actuală.

ANC = valoarea actuală a activelor – valoarea actuală a datoriilor

activ contabil → corecții (+/-) ← pasiv contabil

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 acţionarilor* şi nu *valoarea capitalului investit.* ANC reflectă o *valoare de control* a capitalului acţionarilor, deoarece cumpărătorul are posibilitatea de a hotărî vânzarea unor active, sau a tuturor activelor achiziţionate

Metoda activului net corijat – aplicație

- **Determinaţi Activul net corijat (ANC) pentru firma al cărui ultim bilanţ patrimonial este prezentat în tab.1 şi pentru care trebuie să faceţi corecţiile necesare (vezi textul atașat) asupra elementelor sale patrimoniale. Completaţi cu valorile corespunzătoare bilanţul economic din tab.2.**

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

TEST 8 - Determinați Activul net corijat (ANC) al afacerii "Cuptorul de aur" la 31.12.2012 avînd 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)

SPECIFICAŢIE	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
- construcţii	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
Creanţe	09	120,0	- 90,0	30,0
Investiţii financiare pe termen scurt	10	0,0	0,0	0,0
Casa şi 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 exerciţiului	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 FINANŢARE 14.285,50	
Valoare actuală a portofoliului de active	ACTIV IMOBILIZAT NET (corporal şi necorporal) 14.152,70	CAPITALURI PROPRII (după repartizarea rezultatului) 12.692,50	*Valoare actuală a fondurilor proprii*
	ACTIV NET DE EXPLOATARE (activ curent minus datorii din exploatare) = FRN - 503,20	**DATORII FINANCIARE (împrumuturi pe termen mediu şi lung, credite bancare curente)** 1.593,00	*Valoare actuală a datoriilor financiare*
	ACTIVE FINANCIARE 636,00		

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 “bunăvoinţă” pe care-l are în limbajul curent, termenul de goodwill a ajuns să exprime în uzanţele comerciale atitudinea favorabilă a pieţei faţă de o întreprindere. Această atitudine vizează reputaţia întreprinderii, superioritatea produselor sale, amplasamentul şi clientela, bonitatea şi solvabilitatea faţă de terţi, competenţa comercială şi managerială şi alte elemente intangibile (altele decât cele înregistrate în bilanţ la rubrica „active necorporale”). În concluzie, mărimea GW reprezintă în fapt o diferenţă între valoarea globală a firmei şi valoarea sa patrimonială (în mod uzual, activul net corijat): $GW = V_{firmă} - ANC$.
- În cazul în care această valoare este negativă (deci capitalul investit, exprimat prin ANC, este prost valorificat, producând un profit mai mic decât el însuşi), diferenţa se numeşte *goodwill negativ* sau *badwill*. In acest caz, valoarea economică a întreprinderii poate fi inferioară valorii sale contabile (fiind totuşi limitată la valoarea de lichidare).
- Indiferent de metoda de evaluare a goodwill, valoarea întreprinderii se obţine în final prin aplicarea relaţiei generale: $V_{firmă} = ANC + GW$.

TEST 9 – Estimați Goodwill-ul afacerii Cuptorul de aur

Metoda activului net de lichidare

STUDIU DE CAZ. Evaluarea pentru lichidarea şi reorganizarea de active

- În cazul unor firme aflate în dificultate, în care se estimează reducerea sau oprirea activităţii acestora, activul net corijat, calculate într-o optică de continuitate a activităţii, trebuie să fie înlocuit cu un *activ net de lichidare*, calculat în ipoteza că întreprinderea intră în stare de încetare a activităţii. Valoarea de lichidare utilizată în acest caz trebuie însă nuanţată după cum lichidarea are loc progresiv sau imediat.
- *Lichidarea progresivă* apare în cazul încetării activităţii ca urmare a hotărârii proprietarilor (sau ca urmare a încălcării unor prevederi legale) şi 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 şi „ordonat", atribuie activelor o *valoare de lichidare.*
- *Lichidarea imediată* (forţată) reprezintă o lichidare judiciară datorată încetării plăţilor întreprinderii şi intrare în stare de faliment. Ea constă în vânzarea direct sau prin licitaţie a activelor firmei, cât mai rapid şi cât mai avantajos posibil. Tratată şi de standardele de evaluare, acest tip de evaluare atribuie activelor o *valoare de vânzare forţată.*

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

Metode patrimoniale sau metode bazate pe venit? Avantaje şi dezavantaje

Metoda	Avantaje (+)	Dezavantaje (-)
1. Metoda ANC	- simplu de înţeles	- mare consumatoare de efort şi timp
	- relevantă în unele cazuri (proprietăţi noi, instituţii financiare)	- reflectă o viziune statică şi nu potenţialul de câştiguri nete al activelor
	- are ca punct de plecare înregistrări contabile	- necesită competenţe multiple
	- există multe reglementări şi 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 acţiunilor cotate şi cu metodele de estimare a eficienţei proiectelor de investiţii	- dificultatea alegerii corecte a ratei de actualizare
	- ţine seama de valorile viitoare ale afacerii (inclusiv de valoarea terminală), dar şi de eforturile investiţionale ulterioare din partea cumpărătorului	- necesitatea respectării multor coerenţe şi corelaţii între indicatorii financiari
		- amploarea mare a informaţiilor necesare previziunii
3. Metoda capitalizării venitului	- este o metodă simplă, ce presupune ipoteze simplificate	- dificultăţi în realizarea corecţiilor aferente Contului de rezultat şi în stabilirea ratei corecte de capitalizare
	- nu necesită previziuni explicite pe o perioadă viitoare	- dificultăţi în stabilirea schemei de evoluţie 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 Bucuresti (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 in fucție de variația lunară a acțiunii din ultimii 5 ani. De altfel, în perioada 2007-2008, acțiunea Danone a scazut cu 24.90%, în timp ce indicele francez CAC40 a înregistrat o variație negativă de 41.93%. "Un alt argument care sustine 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 × cifra de afaceri din ultimele 12 luni în comparație cu o evaluare de 1.90 × 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 suebvaluată de piață în comparație cu Nestle.”

Este oare piaţa cel mai bun indicator privind valoarea unei proprietăţi?

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 obţinute ca urmare a procesului subiectiv de evaluare pot să difere adesea semnificativ comparativ cu mărimea recunoscută în final de judecătorul sever care este PIAŢA.

Preţul de piaţă, rezultând din negociere şi fiind mult mai puţin încărcat de subiectivism (la formarea sa participă numeroşi actori, fiecare cu propriul său sistem de evaluare), ar reuni toate informaţiile disponibile de pe piaţă, realizând astfel o cuantificare completă a perspectivelor firmei. **Teoria pieţelor eficiente** afirmă că, prin încorporarea în preţul de piaţă a tuturor informaţiilor referitoare la firma emitentă, valoarea actuală (deci rezultatul obţinut prin actualizarea fluxurilor viitoare de numerar generate de deţinerea acţiunilor existente) este dată chiar de către *capitalizarea bursieră* a acesteia.

Ideea că pieţele financiare se autocorectează şi tind spre echilibru rămâne paradigma dominantă pe care se bazează construcția diferitelor instrumente sintetice şi modele actuale de evaluare. Tot mai mulți sunt însă cei care susțin azi că paradigma este falsă şi trebuie urgent înlocuită. Căci chiar dacă sună corect exprimarea că ”*participanţii pe piaţă* îşi urmăresc propriul interes şi îşi bazează deciziile pe presupunerea că şi *ceilalţi* o fac la fel”, în realitate cu toții acţionează pe baza unor percepţii pe care le au despre propriile interese (ceea ce nu este aceelaşi lucru), deci pe baza unei înţelegeri imperfecte care face ca acţiunile lor să aibă consecinţe neaşteptate. Prin urmare, preţurile de pe piaţă exprimă mai degrabă o tendinţă dominantă decât o evaluare corectă. În cele mai multe cazuri evaluările se dovedesc greşite, iar tendinţa este corectată doar pentru a face posibilă apariția unei noi tendinţe. Astfel a evoluat sistemul financiar, prin crize periodice care duc în final la reforme de reglementare. Excesele de pe pieţele 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 comparaţie (abordarea prin piaţă) se bazează pe un proces logic în care valoarea de piaţă se obţine prin analiza tranzacţiilor cu întreprinderi similare şi relevante, compararea acestor întreprinderi cu firma evaluată şi, în final, estimarea valorii acesteia prin utilizarea unor chei de conversie (multiplicatori). O astfel de abordare se bazează pe *principiul substituţiei* care spune că un investitor va prefera cel mai mic preţ la riscuri egale, în situaţia în care dispune de mai multe variante alternative. Acele preţuri care reflectă o altă motivaţie decât cea tipică participanţilor pe piaţă trebuie să fie eliminate din baza de referinţe pentru comparare.
- Deoarece valorile sunt susţinute chiar de piaţă, abordarea prin comparaţie are o largă aplicabilitate în condiţiile în care există o piaţă activă, cu un număr suficient de tranzacţii şi care oferă suficiente informaţii disponibile pentru comparaţie. Cele trei surse uzuale de informaţii folosite în abordarea prin piaţă sunt pieţele financiare de valori mobiliare (pe care se tranzacţionează participaţii la întreprinderi similare), piaţa achiziţiilor de întreprinderi (în ansamblul său) şi tranzacţiile anterioare ale proprietăţii subiect al evaluării (GN6, pct.5.14.1.2).

- Avantaje: a) accesibilă, simplă şi rapidă; b) beneficiază de înţelegere şi susţinere din partea investitorilor; c) are o relevanţă ridicată în cazul firmelor care intră pe piaţă
- Dezavantaje: a) riscul de a face comparaţii cu firme care nu sunt similare sau relevante; b) piaţa poate genera erori de sub sau supraevaluare (aşteptări eronate); c) existenţa în unele cazuri a unui număr insuficient de firme comparabile sau inexistența unei piețe active; d) necesitatea înţelegerii şi aplicării unor ajustări (corecții) specifice

Cum determinăm valoarea prin comparaţie?

- Având în vedere concomitant informaţii furnizate pe piaţa tranzacţiilor (preţurile de tranzacţionare) şi variabile financiare fundamentale ale întreprinderii respective, putem înţelege că prin suprapunerea celor două seturi de informaţii putem să obţinem indicatori relevanţi şi utili în evaluarea unei întreprinderi.
- Cheia pentru evaluarea prin comparaţie o reprezintă deci utilizarea unui *multiplicator* sau *rată de evaluare* (RE), calculat(ă) ca raport între preţul acţiunii (sau valoarea de piaţă a capitalului – VCI/ VCA) şi un parametru economic relevant reţinut 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 şi îndatorării, are un preţ al acţiunii de 12 lei şi 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 investiţii într-o firmă închisă), valoarea sa poate fi determinată astfel:

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

unde : RE = capitalizare bursieră (Beta) / venit net (Beta) = 240/ 25 = 9,6

Etapele procesului de evaluare prin comparaţie (1)

E1. ***Alegerea multiplicatorilor.*** Deoarece pot fi selectaţi mai mulţi 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 şi experienţa evaluatorului fiind ingrediente importante în realizarea acestei operaţii.

- Ratele de evaluare alese trebuie să fie cele adecvate, având în vedere diferenţele de risc şi de aşteptări între întreprinderea evaluată şi întreprinderile comparabile, iar calculul lor trebuie să se facă în mod similar.
- Dacă este cazul, trebuie făcute corecţii pentru a realiza o comparabilitate mai ridicată. De exemplu, pot fi făcute corecţii referitoare la existenţa sau lipsa controlului, la lichiditate sau lipsa de lichiditate, corecţii datorate trecerii timpului şi unor schimbări intervenite în mediul intern şi extern firmei, corecţii legate de elemente neobişnuite, extraordinare, sau din afara exploatării. În plus, ratele trebuie să aibă atât consistenţă internă (elementele folosite la numărătorul lor să fie compatibile cu cele folosite la numitor) cât şi temporară (datele pe care se sprijină calculul termenilor trebuie să fie concordante şi valabile la data evaluării).
- Cu cât valoarea contabilă a activelor este mai apropiată de valoarea de piaţă a acestora, relevanţa multiplilor de valoare contabilă (P/B) este mai ridicată. Acelaşi lucru se întâmplă şi 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 puţin lichide, cu atât relevanţa multiplilor de valori contabile scade, iar cea a multiplilor de profit şi cifră de afaceri creşte.
- În practică, selecţia multiplilor se face în general în funcţie de tipul întreprinderii evaluate, chiar dacă există sectoare/industrii unde anumiţi multipli sunt deja consacraţi printre analişti, fiind consideraţi mai relevanţii. Când primează natura domeniului în alegerea multiplilor, devin relevanţi anumiţi multiplii ce relevă caracteristici operaţionale: preţ/cameră (sector hoteluri), preţ/Mwh (sector energetic), preţ/ număr de abonaţi (televiziune prin cablu), preţ/accesări (website, portaluri), preţ/ capacitate de producţie (industria berii) etc.

Etapele procesului de evaluare prin comparaţie (2)

E2. ***Detectarea firmelor similare şi relevante şi realizarea comparabilităţii datelor.*** Similaritatea se referă la natura întreprinderii şi cuprinde atît elemente cantitative cît şi calitative, în timp ce relevanţa este un atribut care se referă la dorinţele şi aşteptările cumpărătorilor potenţiali.

- Evaluatorul trebuie să aibă criterii simple şi obiective de selectare a întreprinderilor similare. Aceste întreprinderi trebuie să funcţioneze în acelaşi domeniu de activitate ca şi întreprinderea evaluată, sau într-un domeniu care corespunde pe variabile economice similare. Ele trebuie să aibă dimensiuni similare cu cele ale întreprinderii evaluate şi parametrii calitativi apropiaţi de ai acesteia. În plus, parametrii întreprinderilor reţinute ca bază de comparaţie trebuie să fie publici şi accesibili în mod rezonabil, dar și corectați 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 informaţiei contabile. El trebuie să utilizeze o aceeaşi definiţie a multiplicatorului şi o aceeaşi perioadă de măsurare. Perioada de analiză a multiplicatorilor trebuie să fie desigur o perioadă apropiată de data evaluării, opţiunile putând avea în vedere: media ultimelor 12 luni, ultimul an fiscal, media ponderată a ultimilor 3-5 ani (pentru ramuri cu o evoluţie ciclică), estimări pentru anul în curs şi 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 utilizînd analiza de regresie multiplă (regresia poate avea în vedere întreaga piaţă sau un eşantion 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 comparaţie (3)

E4. *Ajustarea multiplicatorilor pentru riscul de ţară şi pentru riscul nesistematic*.

- Atunci când se apelează la comparaţii cu firme din altă ţară (datorită lipsei de date pe piaţa firmei ţintă), evaluatorul trebuie să înţeleagă şi să aplice coeficienţi de ajustare pentru diferenţele dintre economii. Ideea coeficienţilor de ajustare porneşte de la percepţia că există o relaţie liniară între preţurile din diverse pieţe. O soluţie de estimare a multiplicatorului în condiţii de diferenţă de risc de ţară o reprezintă regresia multiplă, care permite determinarea unui anumit multiplicator pornind de la variabile macroeconomice fundamentale.
- Atunci când multiplicatorii derivă din tranzacţii minoritare, pentru estimarea valorii unui pachet majoritar apare necesară aplicarea unor ajustări positive (prima de control).
- Deoarece întreprinderile cotate sunt supuse normelor contabile IFRS ce au incidenţă asupra formării rezultatului net, pentru firmele necoatate 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 şi nu rezultatul net. Un astfel de indicator permite şi aprecierea valorii unui grup în funcţie de partea sa de piaţă 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 relevanţă („1” ridicat, „3” scăzut) al multiplicatorilor:		
	PER (sau P/E)	P/B (sau PBV)	P/ CA
1. Bănci	2	1	3
2. Fonduri de investiţii (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 Bucureşti (BVB), în perioada 2004 - 2008, au evidenţiat faptul că metodele de selecţie a firmelor comparabile ce iau în considerare rentabilitatea capitalului propriu (ROE), ca factor de control, conduc la cele mai ridicate performanţe în evaluare. În cazul selectării firmelor comparabile pe baza ROE, multiplii P/E, P/B, P/CF şi P/TA determină performanţe în evaluare superioare celor ale multiplilor P/S, EV/EBIT, EV/EBITDA. Testarea acurateţei multiplilor, în condiţiile utilizării metodei de selecţie bazată pe apartenenţa la un domeniu de activitate, a condus la rezultate care indică faptul că multiplii bazaţi pe fluxuri de numerar, P/CF şi EV/EBITDA determină cele mai ridicate performanţe în evaluare.”

(*Performanţele Multiplilor şi ale Metodelor de Selecţie a Firmelor Comparabile – Revista de Evaluare nr.4(2)/2009*)

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

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

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

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

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

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

$Co = PNo \times PER_{relativ\ 0} \times PER_{indice\ bursier\ 0}$

$PER = R_{DIV} \times (1+g) / (a-g)$ → 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 × 100%/25% × (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(Alpha) = 200.000 × 1,24 = 248.000 lei

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

TEST 10. *Realizaţi evaluarea afacerii "Cuptorul de aur" prin determinarea valorii de piaţă a capitalului investit al acesteia (VCI) la 31.12.2012 în scop de transfer de proprietate (premisa continuităţii exploatării), folosind pentru aceasta una din metodele din abordarea bazată pe piaţă (**metoda comparaţiei cu companii cotate** sau metoda tranzacţiei cu companii achiziţionate sau care au fuzionat).*

A. SELECTAREA DATELOR DE PIAŢĂ ŞI ANALIZA FINANCIARĂ COMPARATIVĂ

- Pentru alegerea companiilor cotate comparabile s-au stabilit câteva criterii de selecţie: (i) obiect de activitate similar; (ii) cifră de afaceri cuprinsă între 500 mii lei şi 10 milioane lei; (iii) profit şi flux de numerar din exploatare pozitiv; (iv) localizare în România. Dintre întreprinderile care au îndeplinit criteriile iniţiale de căutare, pentru evaluare au fost reţinute doar patru întreprinderii ale căror acţiuni au fost tranzacţionate activ în cursul anului 2012; le vom codifica, pentru nevoile prezentului studiu de caz, prin iniţialele A, B, C şi D.
- O comparaţie la 31 decembrie 2012 a situaţiei financiare şi a performanţei 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 similarităţi, dar şi puncte tari şi 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” şi ale firmelor cotate selectate**

Date contabile comparative aferente ultimului exerciţiu 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%
Rotaţia 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 piaţă a capitalului investit pentru firmele cotate comparabile**

(în lei la 31.12.2012)

Intreprindere cotată comparabilă	Valoarea de piaţă a datoriilor purtătoare de dobânzi	Preţ de închidere pe acţiune	Număr de acţiuni în circulaţie	Valoarea de piaţă a capitalului propriu	Valoarea de piaţă 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 piaţă a acestora şi că preţul (cursul) de inchidere al acţiunilor firmelor comparabile este cel de la data efectivă a evaluării.

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

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

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

Multipli de piaţă ai capitalului investit la firmele cotate comparabile	A	B	C	D	medie	mediană	deviaţie standard	coeficient de variaţie
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 relevanţi rezultaţi din analiza nostră asupra variabilelor financiare specifice ale firmei evaluate, neuitând însă de ponderile stabilite prin raţionament profesional. Cum însă metoda comparaţiei cu companii cotate produce o valoare lichidă şi pe bază minoritară (valoare pe premisele echivalenţei tranzacţionării pe piaţa de capital), valorii rezultate va trebui să-i adăugăm o primă de control (nu este cazul aici) şi 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 piaţă rezultată prin prin aplicarea multiplilor relevanţi					961.290
Minus: discount pentru lipsă de lichiditate					192.258
Egal: Valoarea de piaţă 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.