

Abordări în evaluare: abordarea prin piață

Lect. univ. dr. Elena Valentina ȚILICĂ^a, conf. univ. dr. Radu CIOBANU^b

^{a, b} Academia de Studii Economice din București

Abstract

According to the International Assessment Standards, in order to obtain a certain type of value, the three approaches of the unanimously acknowledged and applied value may be used, that are substantiated on the economic principles of substitution, variable proportions or benefits anticipation: the cost, market and income approach. This article presents aspects of the market approach (based on comparison), which is used when the value of a company can be determined by comparisons with the known values of other companies that have been the subject of sale and purchase transactions. The comparative analysis is based on the similarities and differences between the considered companies and the frequency of transactions, which influences the value.

Key terms: assessment, market approach, comparison, transactions of minority packages, share price, net profit per share

Termeni-cheie: evaluare, abordare prin piață, comparație, tranzacții de pachete minoritare, prețul acțiunii, profitul net pe acțiune

Clasificare JEL: G14, G32

To cite this article: Elena Valentina Țilică, Radu Ciobanu, *Abordări în evaluare: abordarea prin piață*, *CECCAR Business Review*, N° 3/2023, pp. 46-52, DOI: <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2023.03.05>

➔ Introducere

Conform Standardelor Internaționale de Evaluare, pentru a obține un anumit tip de valoare se pot utiliza cele trei abordări ale valorii unanim recunoscute și aplicate, care sunt fundamentate pe principiile economice ale substituției, proporțiilor variabile sau anticipării beneficiilor: abordarea prin cost, prin piață și prin venit. Acestea furnizează indicii asupra valorii după cum urmează:

- **abordarea prin cost (pe bază de active)** – prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va plăti pentru un activ mai mult decât costul necesar obținerii, fie prin cumpărare, fie prin construire, a unui activ cu aceeași utilitate.
- **abordarea prin piață (pe bază de comparație)** – prin compararea activului-subiect cu active identice sau similare ale căror prețuri se cunosc.
- **abordarea prin venit** – prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare curentă a capitalului.

În cadrul articolului de față prezentăm aspecte privind abordarea prin piață.

➔ Abordarea prin piață (pe bază de comparație)

Această metodă este utilizată atunci când unei întreprinderi i se poate stabili valoarea prin comparații cu valorile cunoscute ale altor societăți care au constituit obiectul unor tranzacții de vânzare-cumpărare. Analiza comparativă se bazează pe asemănările și deosebirile dintre întreprinderile avute în vedere și frecvența tranzacțiilor, care influențează valoarea. Fiind destul de dificil de găsit pe piață o companie similară din toate punctele de vedere care a făcut obiectul unei tranzacții, de cele mai multe ori sunt luate în considerare și analizate din perspectiva evaluării diferențele dintre entități. Acestea vizează drepturile de proprietate, structura capitalului, domeniul sau ramura de activitate, amploarea activităților desfășurate, motivațiile cumpărătorilor și vânzătorilor, condițiile de finanțare, situația pieței întreprinderilor la momentul evaluării, caracteristicile intrinsece ale societății etc.

Prin urmare, întreprinderea folosită ca bază de comparație nu trebuie să fie identică, ci similară și relevantă. *Similar* se referă în special la natura entității și cuprinde atât elemente cantitative, cât și calitative, iar *relevant* este un atribut care vizează dorințele și așteptările cumpărătorului potențial și gradul de risc preluat prin investiția în firma respectivă, lichiditatea investiției, performanțele probabile ale companiei etc.

Există un set de criterii în funcție de care se recomandă găsirea întreprinderilor comparabile pentru a asigura cerințele de similaritate și relevanță. Pe primul loc se află domeniul de activitate. Firmele comparabile trebuie să acționeze în același domeniu de activitate și să se afle sub influența acelorași variabile economice (piața de aprovizionare, piața de desfacere etc.). Al doilea criteriu vizează caracteristicile cantitative. Astfel, întreprinderile comparabile vor avea în principiu dimensiuni similare cu cele ale firmei evaluate (volumul activelor, cifra de afaceri, numărul de salariați etc.). Potrivit celui de-al treilea criteriu, care constă în caracteristicile calitative, întreprinderile comparabile trebuie să aibă parametri calitativi (tehnici, economico-financiar etc.) apropiați de cei ai societății subiect al evaluării.

Sursele de informații pe care se bazează abordarea prin comparație sunt:

- piețele financiare de valori mobiliare pe care sunt tranzacționate participații pentru societăți similare;
- piața pe care sunt cumpărate și vândute întreprinderi în ansamblul lor;
- tranzacțiile anterioare cu acțiuni ale firmei evaluate.

Există mai multe **metode pe baza cărora un evaluator poate evalua valoarea unei întreprinderi folosind abordarea prin comparație**. Acestea pot fi prezentate succint astfel:

1. metoda comparației cu tranzacții de pachete minoritare (acțiuni la firme cotate) – ratele de valoare sau multiplicatorii rezultă din tranzacții realizate pe piața financiară (în marea majoritate a cazurilor este vorba despre pachete minoritare de acțiuni);

2. metoda comparației cu vânzări de firme necotate (piața de achiziții și fuziuni) – baza de comparație o reprezintă tranzacțiile cu întreprinderi în ansamblul lor sau cele cu pachete majoritare, de regulă având în vedere piața întreprinderilor necotate;

3. metoda comparației cu tranzacții anterioare cu subiectul evaluării – modul de estimare a valorii se bazează pe tranzacții anterioare, oferte sau acorduri care vizează proprietatea asupra întreprinderii evaluate.

Metodele expuse la punctele 2 și 3 presupun cunoașterea unor oferte sau valori ale tranzacțiilor anterioare de pe piața de achiziții și fuziuni. În majoritatea cazurilor, operațiunile de achiziții și fuziuni includ o gândire strategică bazată pe sinergia creată în urma achiziției/fuziunii și nu pot fi un bun indiciu pentru valoarea de piață. Adesea, în baza de comparație se află doar câteva tranzacții având date diferite de cea supusă evaluării. Totodată, există relativ puține informații disponibile despre firmele achiziționate sau care au intrat într-o operațiune de fuziune care să ajute la analiza comparabilității acestora cu întreprinderea evaluată și de cele mai multe ori nu există referințe detaliate despre derularea tranzacției.

În cele ce urmează ne vom concentra atenția asupra metodei comparației cu tranzacții de pachete minore, detaliind mai multe aspecte și tehnici care pot fi folosite în analiza din această perspectivă.

■ Etapele aplicării abordării prin comparație

Pentru început, în aplicarea metodei prin comparație trebuie realizat un studiu al pieței în scopul obținerii de informații cu privire la tranzacții cu întreprinderi similare.

Principalele criterii reținute pentru a selecta firmele comparabile sunt:

- domeniul de activitate;
- piața pe care operează, inclusiv zona geografică;
- produsele oferite pe piață;
- dimensiunea;
- performanțele financiare istorice.

Odată ce s-a realizat acest lucru, trebuie analizată comparabilitatea datelor. Evaluatorul trebuie să confirme veridicitatea informațiilor obținute și obiectivitatea tranzacțiilor pentru a fi sigur că rezultatele evaluării vor fi potrivite și relevante.

Poate cea mai importantă etapă este cea a selectării unor criterii de comparație relevante și elaborării unei analize comparative la nivelul fiecărui criteriu. Prin urmare, vorbim despre rate de valoare sau multiplicatori. De cele mai multe ori, acești multiplicatori sunt determinați prin raportarea la valoarea de piață a capitalului propriu sau la prețul de piață al unei acțiuni (ca să fim mai exacti, cursul bursier).

Folosind informațiile furnizate de multiplicatori, pe baza criteriilor stabilite, putem trece la compararea întreprinderii evaluate cu celelalte companii reținute în scopul analizei. În final se va realiza analiza rezultatelor și estimarea valorii entității subiect al procesului de evaluare.

■ Multiplicatorii utilizați în abordarea prin comparație

Pentru a realiza o evaluare relevantă sunt foarte importante alegerea corectă a multiplicatorului și determinarea lui. Mulți dintre cei care apelează la acest tip de abordare ignoră distribuția valorilor multiplicatorului care caracterizează firmele din același sector de activitate. În aceste condiții este dificilă realizarea de aprecieri privind reprezentativitatea nivelului ales ca referință în procesul evaluării. Cu alte cuvinte, atunci când sunt determinați sau preluați multiplicatorii, sunt esențiale aflarea și înțelegerea modului de calcul al acestora.

Formula de calcul al unui multiplicator este destul de simplă și presupune raportarea valorii/prețului de piață la un parametru economic relevant:

$$\frac{\text{Prețul acțiunii (valoarea de piață a capitalului) companiei comparabile}}{\text{Parametru economic relevant}}$$

Este important ca evaluatorul să identifice factorii determinanți ai nivelului multiplicatorului (gradul de risc al investiției, rata de distribuire a dividendelor, rata rentabilității financiare, gradul de îndatorare al întreprinderii etc.). Alegerea setului de elemente comparabile și controlul diferențelor existente între acestea sunt mult mai dificile în practică decât în teorie. Atât valoarea (numărătorul), cât și indicatorul economic relevant (numitorul) trebuie să reflecte percepția aceluiași tip de investitori (acționari, creditori, ansamblul investitorilor). Prin urmare, valoarea capitalului propriu trebuie raportată la profitul net, valoarea activului net contabil etc.

Cei mai uzuali multiplicatori sunt:

- **Prețul acțiunii/Profitul net pe acțiune** (*Price-to-Earnings Ratio* – PER) – este cel mai întâlnit și mai recunoscut multiplicator pentru estimarea valorii de piață a unei acțiuni;

- **Prețul acțiunii/Cash flow-ul brut pe acțiune** – ia în considerare la numitor, alături de profitul net, și cheltuielile non-cash (de exemplu, amortizarea);
- **Prețul acțiunii/Profitul brut pe acțiune** – este utilizat atunci când apar niveluri anormale ale ratei de impozitare;
- **Prețul acțiunii/Cifra de afaceri pe acțiune** – se folosește pentru evaluarea firmelor care au o bază importantă de clienți (de regulă în domeniul serviciilor);
- **Prețul acțiunii/Activul net contabil pe acțiune** – este util doar în cazul în care activele au o valoare contabilă relativ apropiată de valoarea de piață și atunci când nu există active necorporale cu impact semnificativ asupra valorii firmei;
- **Valoarea întreprinderii/EBITDA** – este utilizat în cazul în care întreprinderea comparabilă nu este cotată și ține cont de EBITDA obținut de societăți;
- **Valoarea întreprinderii/Cash flow-ul întreprinderii** – este relevant atunci când societatea este evaluată din perspectiva continuării afacerii.

Este posibil ca valorile multiplicatorilor prezentați anterior să difere destul de mult de la o societate comparabilă la alta și, prin urmare, trebuie determinată o valoare relevantă a acestora care să poată fi utilizată în analiză. În funcție de raționamentul profesional, se poate folosi o valoare medie (aritmetică, ponderată etc.) sau mediana multiplicatorului, aceasta din urmă fiind de multe ori un indicator al nivelului său mai relevant decât media.

Exemplul 1

Societatea Alfa SRL este supusă evaluării. Evaluatorul independent decide să utilizeze abordarea prin comparație prin alegerea multiplicatorului PER ca relevant în acest scop. În urma analizei a 10 întreprinderi similare, acesta determină valoarea multiplicatorului pentru fiecare dintre ele, după cum este prezentat în tabelul următor:

Compania	Multiplicatorul PER
1	5
2	4
3	5
4	5
5	5
6	20
7	5
8	5
9	2
10	5

Ne propunem să alegem valoarea multiplicatorului pe baza raționamentului profesional.

Evaluatorul poate alege o valoare medie a multiplicatorului, calculată după formula mediei aritmetice simple:

$$\text{Valoarea medie a multiplicatorului PER} = \frac{5 + 4 + 5 + 5 + 5 + 20 + 5 + 5 + 2 + 5}{10} = 6,1$$

Totuși, în acest caz se poate observa că valoarea 5 este frecventă, ceea ce înseamnă că o valoare relevantă și aleasă cu precauție este cea a medianeii acestui șir de date. Așadar, vom alege valoarea 5 pentru multiplicatorul PER al întreprinderilor comparabile.

Prin urmare, pentru a obține un rezultat relevant al evaluării trebuie acordată atenție sporită analizei multiplicatorului utilizat.

■ Determinarea valorii întreprinderii prin utilizarea multiplicatorilor

Odată ales multiplicatorul în cadrul abordării prin comparație, în vederea determinării valorii întreprinderii se folosește valoarea analizată a acestuia și parametrul economic relevant calculat în cazul societății subiect al analizei. Formula de calcul este următoarea:

$$\text{Valoarea întreprinderii} = \text{Parametru economic relevant} \times \text{Multiplicator}$$

În cele ce urmează sunt prezentate o serie de exemple care redau aplicarea diverselor metodologii de determinare a valorii întreprinderii folosind abordarea prin comparație.

Exemplul 2

Alfa SRL este o întreprindere necotată care realizează o cifră de afaceri de 50.000.000 lei. O companie similară cotată din același domeniu de activitate obține o cifră de afaceri de 80.000.000 lei și are o valoare de piață de 100.000.000 lei (evaluată după nivelul capitalizării bursiere).

Ne propunem să determinăm valoarea întreprinderii Alfa folosind:

a) abordarea prin comparație;

b) abordarea prin comparație dacă se presupune că riscul suplimentar prezent din cauza lipsei de lichiditate caracteristic firmelor închise este de 0,6.

Stabilirea valorii multiplicatorului:

$$M = \frac{\text{Valoarea întreprinderii similare}}{\text{Cifra de afaceri a întreprinderii similare}} = \frac{100.000.000 \text{ lei}}{80.000.000 \text{ lei}} = 1,25$$

a) Determinarea valorii societății Alfa:

$$\text{Valoarea Alfa} = \text{Cifra de afaceri a Alfa} \times M = 50.000.000 \text{ lei} \times 1,25 = 62.500.000 \text{ lei}$$

b) Determinarea valorii societății Alfa ținând cont de riscul suplimentar:

$$\text{Valoarea Alfa} = 62.500.000 \text{ lei} \times 0,6 = 37.500.000 \text{ lei}$$

Exemplul 3

Ultimul curs la bursă al unei acțiuni este de 25 lei, profitul net corespunzător anului în care se face evaluarea, de 1,4 lei/acțiune, iar rata de repartizare a profitului pentru dividend, de 80%.

Ne propunem să determinăm valoarea multiplicatorului PER și randamentul dividendului.

$$\text{PER} = \frac{\text{Prețul acțiunii}}{\text{Profitul net pe acțiune}} = \frac{25 \text{ lei/acțiune}}{1,4 \text{ lei/acțiune}} = 17,86$$

$$\text{Randamentul dividendului} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Prețul acțiunii}} = \frac{1,4 \text{ lei/acțiune} \times 0,8}{25 \text{ lei/acțiune}} = 4,5\%$$

Exemplul 4

Pentru compania Alfa SA se cunosc următoarele date: profitul net pe acțiune este de 1,5 lei, multiplicatorul PER mediu în cadrul sectorului de activitate, de 15, activul net contabil pe acțiune, de 14 lei, iar multiplicatorul PBV (*Price-to-Book Value Ratio*) mediu la nivelul sectorului, de 1,3.

Ne propunem să determinăm indicația valorii de piață a acțiunii companiei Alfa.

Valoarea estimată utilizând multiplicatorul PER:

Valoarea Alfa = 1,5 lei/acțiune x 15 = 22,5 lei/acțiune

Valoarea estimată utilizând multiplicatorul PBV:

Valoarea Alfa = 14 lei/acțiune x 1,3 = 18,2 lei/acțiune

Exemplul 5

Alfa SA, o companie care nu este cotate la bursă, este supusă evaluării. Evaluatorul independent reține informațiile semnificative privind calcularea multiplicatorilor înregistrați în cazul a 3 societăți relevante care sunt cotate la bursă, prezentate în tabelul de mai jos:

- lei -

Indicatori	Compania A	Compania B	Compania C
Prețul acțiunii (cursul bursier)	44,00	23,00	51,00
Profit/acțiune	3,01	1,68	2,52
Cifra de afaceri/acțiune	20,16	14,22	18,15
Activul net contabil/acțiune	15,16	7,18	11,15

Ne propunem să calculăm valorile relative pentru cele trei societăți.

Multiplicatori	Compania A	Compania B	Compania C	Medie (A + B + C)/3
Preț/Profit	14,62	13,69	20,24	16,18
Preț/Cifra de afaceri	2,18	1,62	2,81	2,20
Preț/Activul net contabil	2,90	3,20	4,57	3,56

Compania Alfa prezintă următoarele informații:

Indicatori	Compania Alfa	Media multiplicatorilor întreprinderilor comparabile	Valoarea estimată a unei acțiuni (lei/acțiune)
Profit/acțiune	1,98	16,18	32,04
Cifra de afaceri/acțiune	17,23	2,20	37,91
Activul net contabil/acțiune	10,02	3,56	35,67

Conform abordării prin comparație și multiplicatorilor folosiți, am obținut trei valori relevante pentru determinarea valorii unei acțiuni a întreprinderii Alfa.

În condițiile în care datele relevante pentru Alfa sunt cunoscute, putem determina prețul pentru o acțiune a societății. Presupunem că Alfa înregistrează următoarele date:

- lei -

Indicatori	Compania Alfa
Profit/acțiune	2,5
Cifra de afaceri/acțiune	19,2
Activul net contabil/acțiune	12,26

Pe baza multiplicatorilor determinați anterior putem estima care este prețul unei acțiuni. Rezultatele sunt următoarele:

- lei -

Indicatori	Preț în funcție de multiplicator
Profit/acțiune	40,45
Cifra de afaceri/acțiune	42,24
Activul net contabil/acțiune	43,64

Conform raționamentului profesional, ținând cont care indicator este mai relevant pentru societate din perspectiva managerului financiar, acesta are la dispoziție o valoare estimată a unei acțiuni.

■ Avantajele și limitele abordării prin piață

Nu putem încheia acest articol fără să menționăm avantajele abordării prin comparație. În primul rând, aceasta asigură posibilitatea de a realiza comparații credibile cu alte societăți datorită multitudinii de informații publice privind companiile cotate. Totodată, prețul acțiunilor firmelor cotate și implicit multiplicatorii de piață sunt informații disponibile indiferent de data evaluării și mulți investitori sunt familiarizați cu acest mod de estimare a valorii. Menționăm că aceasta este o metodă foarte relevantă atunci când sunt evaluate societăți care urmează să intre pe piața financiară.

Totuși, nu trebuie să pierdem din vedere limitele acestei abordări. Câteodată, găsirea unor întreprinderi similare și relevante este dificilă, mai ales ținând cont de faptul că pe piața financiară nu sunt cotate firme din toate ramurile de activitate. De asemenea, există riscul de a utiliza informații privind tranzacții cu societăți din alte domenii (chiar dacă formal o entitate activează într-o anumită ramură, ea poate opera în mai multe sectoare de activitate). Să nu uităm că există dificultăți în asigurarea comparabilității deoarece în multe cazuri companiile cotate sunt mai mari decât întreprinderea evaluată și în principiu au un potențial de creștere mai ridicat decât firmele necotate. Prin urmare, trebuie găsite variante raționale de ajustare, dar ajustările pentru caracteristicile întreprinderii evaluate pot constitui subiect de controverse.

Bibliografie

1. Anghel, I., Negescu, M.O., Popa, A.A., Popescu, A.M. (2010), *Evaluarea întreprinderii*, Editura Economică, București.
2. Dragotă, V., Ciobanu, A., Obreja, L., Dragotă, M. (2003), *Management financiar*, vol. 2, *Politici financiare de întreprindere*, Editura Economică, București.
3. Dragotă, V., Obreja Brașoveanu, L., Dragotă, I.-M. (2012), *Management financiar*, vol. 1, *Diagnosticul financiar al companiei*, ediția a II-a, Editura Economică, București.
4. Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (2016), *Bazele evaluării*, București.

↳ Acest articol este preluat din lucrarea *Finanțe și management financiar*, ediția a IV-a, autori Elena Valentina Țilică și Radu Ciobanu, apărută la Editura CECCAR în anul 2023.