

# Abordări în evaluare: abordarea prin venit

## - Partea I -

Lect. univ. dr. Elena Valentina ȚILICĂ<sup>a</sup>, conf. univ. dr. Radu CIOBANU<sup>b</sup>

<sup>a, b</sup> 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. In the article hereby we present aspects concerning the income approach, which consists of setting the value of the enterprise from the perspective of taking into consideration its capacity to generate profits/earnings for its future functioning. Financially, no investment has sense than by the cash flows likely to be achieved as a result of it. Thus, it is deemed that the amount of any invested capital must be estimated in terms of the earnings brought in the future.*

**Key terms:** assessment, income approach, discount rate, future cash flows, updating the cash flow method, profit capitalization method, terminal value

**Termeni-cheie:** evaluare, abordare prin venit, rată de actualizare, cash flow-uri viitoare, metoda actualizării cash flow-urilor, metoda capitalizării profitului, valoare terminală

**Clasificare JEL:** G17, G32, M41

**To cite this article:** Elena Valentina Țilică, Radu Ciobanu, *Abordări în evaluare: abordarea prin venit (I)*, *CECCAR Business Review*, N° 5/2023, pp. 48-55, DOI: <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2023.05.05>

### ➔ 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 articolul de față prezentăm aspecte privind abordarea prin venit.

## ➔ Abordarea prin venit

Abordarea prin venit constă în stabilirea valorii întreprinderii din perspectiva luării în considerare a capacității acesteia de a genera profituri/câștiguri pentru funcționarea sa viitoare. În plan financiar, nicio investiție nu are sens decât prin cash flow-urile susceptibile a fi obținute în urma sa. Astfel, se consideră că valoarea oricărui capital investit trebuie apreciată prin prisma câștigurilor aduse în viitor. Așadar, pentru realizarea abordării prin venit este esențială determinarea cash flow-urilor viitoare care vor servi drept bază în evaluarea întreprinderii. Se pleacă deci de la fluxurile deja realizate, care constituie punctul de pornire în estimarea rezultatelor viitoare.

La fel de importantă în evaluare este stabilirea ratei de actualizare, cu ajutorul căreia aceste cash flow-uri viitoare realizate de afacere vor fi aduse în prezent, pentru a oferi imaginea actuală a societății.

Dacă abordarea prin cost, prezentată într-un număr anterior al revistei, estimează valoarea întreprinderii într-o manieră statică, pe baza elementelor pe care aceasta le are în proprietate sau le utilizează în exploatare, abordarea prin venit face estimarea considerând ca punct de plecare cash flow-urile obținute sau posibil să fie obținute în timp.

### ■ Metode de evaluare

Metodele de evaluare a întreprinderii prin abordarea pe bază de venit sunt:

**1. Metoda actualizării cash flow-urilor** (*discounted cash flow* – DCF), prin care fluxurile de numerar ale întreprinderii sunt actualizate la valoarea prezentă utilizând o rată de actualizare ce reprezintă costul capitalului pentru acea investiție. Actualizarea presupune o perioadă explicită de previziune pentru care se fac proiecții ale cash flow-urilor și o perioadă nonexplicită pentru care se estimează valoarea reziduală sau de revânzare a proprietății analizate. Metoda poate prezenta valoarea entității doar din perspectiva acționarilor sau din cea a tuturor investitorilor în afacere (acționarii și creditorii).

**2. Metoda capitalizării profitului (sau dividendelor)**, care se bazează pe raportarea unui flux reprezentativ, constant și reproductibil de venit (de regulă, profit sau dividende) la o rată de capitalizare. În acest caz este vorba despre un singur flux de beneficiu economic, aferent unei singure perioade (de regulă, un an), care se transformă în valoarea proprietății ce ar putea genera acel flux stabil și reproductibil. În practică, venitul uzual este fie cel brut (înainte de impozitare), fie cel net (după impozitare), elementul esențial fiind corelația dintre rata de capitalizare și fluxul luat în considerare.

### ■ Rata de actualizare (costul capitalului)

**Rata de actualizare sau costul capitalului** ( $k$ ) reprezintă rata de rentabilitate pe care o solicită piața pentru a atrage surse de finanțare pentru o anumită investiție. Un investitor preferă cea mai atractivă alternativă investițională, respectiv o investiție cu risc echivalent ce asigură o rată a rentabilității sperate mai ridicată sau o investiție cu risc mai redus, dar cu aceeași speranță de rentabilitate. Prin urmare, rata de actualizare trebuie să aibă în vedere riscul asumat de investitor în afacere și variază direct proporțional cu acesta.

La fel ca în cazul unui proiect de investiții, în situația evaluării întreprinderii, costul capitalului poate fi privit drept rentabilitatea așteptată de fiecare categorie de investitori (acționari și creditor) în funcție de riscul pe care și-l asumă. Având în vedere că riscul creditorilor este mai redus decât cel al acționarilor, rentabilitatea cerută de creditor va fi mai mică.

Odată determinată valoarea rentabilităților cerute de investitori, costul capitalului va fi calculat ca o medie ponderată a celor două (costul mediu ponderat al capitalului – CMPC) și va fi egal cu:

$$k = CMPC = k_{CPR} \times Pondere_{CPR} + k_{DTL} \times Pondere_{DTL}$$

unde:

$k_{CPR}$  = costul capitalului propriu;

$Pondere_{CPR}$  = ponderea capitalului propriu în totalul capitalurilor investite în întreprindere (capital propriu + datorii pe termen lung);

$k_{DTL}$  = costul capitalului împrumutat de la creditori;

$Pondere_{DTL}$  = ponderea datoriilor pe termen lung în totalul capitalurilor investite în întreprindere (capital propriu + datorii pe termen lung).

Costul capitalului împrumutat de la creditori depinde de rata dobânzii efective anuale cerută de creditori. Pe scurt, acest cost poate fi determinat folosind următoarea formulă de calcul:

$$k_{creditori} = r_{DAE} \times (1 - 16\%)$$

Pentru determinarea costului capitalului propriu pot fi folosite mai multe metode de estimare, în funcție de condițiile pieței și de raționamentul profesional al evaluatorului. Dintre acestea amintim:

| Metoda de determinare a costului capitalului propriu | Formula                                    |
|--|--|
| Rata rentabilității financiare                       | $\frac{PN}{CPR}$                           |
| Rata determinată prin modelul Gordon-Shapiro         | $g + \frac{DIV_0(1+g)}{P_0}$               |
| Modele de tip build-up                               | $R_f + RP_m + RP_{sector} + RP_{companie}$ |
| CAPM ( <i>capital assets pricing model</i> )         | $R_f + \beta \times (R_m - R_f)$           |

### Exemplul 1

Compania Alfa SRL este supusă evaluării. Ea este finanțată 60% din împrumuturi pe termen lung și 40% din capitaluri proprii. Rata efectivă a dobânzii la creditele contractate pe termen lung este de 8%, costul capitalului propriu, de 10%, iar cota de impozit pe profit, de 16%.

*Ne propunem să estimăm rata de actualizare pentru realizarea evaluării bazate pe abordarea prin venit.*

$$k = CMPC = k_{CPR} \times Pondere_{CPR} + k_{DTL} \times Pondere_{DTL}$$

$$CMPC = 0,4 \times 10\% + 0,6 \times 8\% \times (1 - 0,16) = 8,03\%$$

### Exemplul 2

Compania Alfa SRL este supusă evaluării. Se cunosc următoarele informații: rata rentabilității la obligațiunile de stat este de 5%, coeficientul Beta, de 1,1, iar prima de piață de capital, de 10%.

*Ne propunem să determinăm costul capitalului propriu.*

$$\text{Costul capitalului propriu} = CAPM = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

$$\text{Costul capitalului propriu} = 5\% + 1,1 \times 10\% = 16\%$$

Utilizarea ratei de actualizare corecte este foarte importantă pentru relevanța rezultatelor. Dacă finanțarea societății se realizează atât din capitaluri proprii, cât și din capitaluri împrumutate de la creditorii, rata de rentabilitate trebuie să reflecte acest lucru. Totuși, un evaluator poate face evaluarea din perspectiva acționarilor, dorind să obțină o valoare a întreprinderii pentru aceștia, motiv pentru care va determina cash flow-ul utilizând o rată de actualizare ce cuprinde doar costul capitalului propriu. În concluzie, corespondența care trebuie să existe între tipul cash flow-ului previzionat și rata de actualizare folosită este următoarea:

| Tipul de flux de numerar previzionat                              | Rata de actualizare care trebuie folosită  |
|---|--|
| Cash flow-ul disponibil pentru acționari (CFDA)                   | Costul capitalurilor proprii (Kc)  |
| Cash flow-ul disponibil pentru investitorii de capital (CFDI)     | Costul mediu ponderat al capitalului (CMPC)  |
| Cash flow-ul previzionat în prețuri curente (în termeni nominali) | Rata de actualizare exprimată în termeni nominali (include și rata inflației)              |
| Cash flow-ul previzionat în prețuri constante (în termeni reali)  | Rata de actualizare exprimată în termeni reali (nu este luată în calcul și rata inflației) |
| Cash flow-ul previzionat într-o anumită monedă                    | Rata de actualizare exprimată în aceeași monedă în care s-a făcut previziunea              |

#### ■ Valoarea terminală

**Valoarea terminală (VT)** reprezintă valoarea actualizată de la sfârșitul perioadei de previziune explicită a tuturor fluxurilor de numerar previzionate după finele acestei perioade.

Prezentăm următoarele metode de calcul al valorii terminale:

**1. Activul net de lichidare** – se estimează prin însumarea încasărilor estimate din vânzarea activelor întreprinderii, din care se scad datoriile totale existente la sfârșitul perioadei de previziune explicită și cheltuielile de lichidare.

**2. Metoda costului de înlocuire** – constă în estimarea valorii terminale prin însumarea costurilor de înlocuire previzionate ale activelor entității.

**3. Metoda capitalizării fluxului de numerar net** – formula clasică de calculare a valorii terminale, prin această metodă, este Gordon-Shapiro ( $g$  – rata anuală, constantă, previzionată, de creștere perpetuă a cash flow-urilor). Această metodă este des folosită în evaluarea valorii terminale a afacerii, atunci când se consideră că un cash flow disponibil realizat în ultimul an al perioadei de previziune se va obține constant pe o perioadă lungă de timp.

În ceea ce privește modalitatea de estimare a valorii terminale prin metoda capitalizării fluxurilor de numerar, putem avea în vedere următoarele:

✓ Dacă după perioada de previziune explicită a fluxului de numerar net al întreprinderii (FNNI) (sau CFD) observăm o cantantă a CFD în perioada următoare, putem presupune că CFD se va menține constant pe un orizont de timp foarte lung:

$$VT = \frac{CFD \text{ din ultimul an}}{k}$$

unde:

k = rata de actualizare.

✓ Dacă după perioada de previziune explicită a FNNI (CFD) observăm o creștere constantă a CFD, putem presupune că CFD își va menține trendul crescător pe un orizont de timp foarte lung:

$$VT = \frac{CFD \text{ din ultimul an} \times (1 + g)}{k - g}$$

unde:

k = rata de actualizare;

g = rata de creștere constantă așteptată pe un orizont de timp foarte lung.

#### ■ Metoda actualizării cash flow-urilor (fluxurilor de numerar nete)

Metoda actualizării cash flow-urilor este cea mai des utilizată în practică de către evaluatori atunci când se dorește estimarea unei valori a întreprinderii. Ea are în vedere conceptul de valoare în timp a banilor. Valoarea companiei este definită ca fiind suma actualizată (prezentă) a tuturor cash flow-urilor pe care aceasta le va genera prin funcționarea viitoare. Cash flow-ul utilizat este cash flow-ul disponibil (FNNI).

$$CFD (FNNI) = Profit \text{ net din exploatare} + Amortizare - \Delta NFR (\Delta ACR \text{ nete}) - CAPEX$$

unde:

Profit net din exploatare =  $EBIT \times (1 - t)$ , unde  $t = 16\%$ , rata de impozitare;

Amortizare = amortizarea activelor aferentă anului curent;

$\Delta NFR$  = necesarul de fond de rulment suplimentar de finanțat;

CAPEX = investițiile suplimentare de capital ( $\Delta$ Imobilizări brute).

Determinarea valorii întreprinderii se realizează utilizând următoarea formulă:

$$VI = \frac{CFD_1}{(1+k)^1} + \frac{CFD_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CFD_n}{(1+k)^n} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

$$VI = CFD_1 \times (1+k)^{-1} + CFD_2 \times (1+k)^{-2} + \dots + CFD_n \times (1+k)^{-n} + V_n \times (1+k)^{-n}$$

Sau:

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{CFD_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

$$VI = \sum_{t=1}^n CFD_t \times (1+k)^{-t} + V_n \times (1+k)^{-n}$$

unde:

VI = valoarea (prezentă a) întreprinderii;

$CFD_t$  = rezultatul întreprinderii în anul  $t$  (din prezent în viitor);

$V_n$  = valoarea terminală sau cea de revânzare a întreprinderii peste  $n$  ani;

k = rata de actualizare a rezultatelor întreprinderii;

n = perioada (numărul de ani) pe care sunt actualizate rezultatele întreprinderii.

Nu există o regulă utilizabilă pentru a defini cu precizie perioadele care trebuie luate în analiză pentru actualizare, adică numărul de ani pe care se însumează profiturile viitoare reproductibile scontate și actualizate. Alegerea perioadei de actualizare presupune stabilirea unor reguli referitoare la trei tipuri de analiză: poziția cumpărătorului potențial, ciclurile interne ale entității și partajarea viitorului între proprietarul actual și cumpărătorul potențial.

**Valoarea întreprinderii** este prețul teoretic pe care un investitor l-ar plăti pentru a achiziționa o întreprindere. Formula sa de calcul este următoarea:

$$\begin{aligned} \text{Valoarea \u00e2ntreprinderii} &= \text{Valoarea capitalurilor proprii} + \\ &\text{Valoarea datoriilor totale purt\u00e2toare de dob\u00e2nzi} - \\ &\text{Valoarea numerarului \u00e7i a echivalentelor de numerar} \end{aligned}$$

**Valoarea capitalului propriu al unei \u00e2ntreprinderi** subiect al evalu\u00e2rii este de obicei valoarea capitalului propriu reprezentat de ac\u022biunile ordinare existente \u00een circula\u022bie. Precizarea \u00e2nc\u00e1 de la \u00e2nceputul misiunii de evaluare a obiectului evalu\u00e2rii, respectiv fie estimarea valorii de pia\u022b\u0107 (sau a valorii de investi\u022bie) a entit\u00e2\u022bii, fie calcularea valorii de pia\u022b\u0107 a capitalului propriu sau a unui pachet de ac\u022biuni, are o importan\u022b\u0107 esen\u022bial\u0107\u0102 – adecvarea metodelor de evaluare \u00e7i asigurarea coeren\u022bei \u00e2ntre indicatorii economici utiliza\u022bi la calcule.

**Valoarea datoriilor totale purt\u00e2toare de dob\u00e2nzi** (datorii financiare) se refer\u0107 la:

- creditele pe termen lung, respectiv cele cu scaden\u022ba mai mare de un an de la data evalu\u00e2rii;
- creditele pe termen lung cu scaden\u022ba \u00een anul curent;
- creditele pe termen scurt, adic\u0107 cele cu scaden\u022ba mai mic\u0107 de un an de la data contract\u00e2rii lor;
- alte datorii financiare (de exemplu, leasing, dividende de plat\u0107, \u00e2mprumut de la asocia\u022bi).

Pentru evaluarea \u00e2ntreprinderii, valoarea datoriilor totale purt\u00e2toare de dob\u00e2nzi se adaug\u0107 la valoarea de pia\u022b\u0107 a capitalului propriu, deoarece acestea reprezint\u0107 o parte din pre\u022bul de achizi\u022bie total, creditele totale fiind preluate de cump\u00e2r\u0107or \u00e7i urm\u00e2nd s\u0107 fie restituite din CFD-urile viitoare ale \u00e2ntreprinderii.

**Evaluarea activelor din afara exploata\u022bii** se refer\u0107 la clase de active care nu sunt de baz\u0107 pentru activit\u00e2\u022bile de exploatare ale unei entit\u00e2\u022bii, dar care totu\u00e7i pot genera venit sau pot asigura un beneficiu din investi\u022bie. Exemplele includ urm\u00e2toarele:

- numerarul, echivalentele de numerar, plasamentele pe termen scurt excedentare fa\u022b\u0107 de nevoile curente de finan\u022bare ale companiei;
- investi\u022biile financiare pe termen lung (imobiliz\u00e2ri financiare);
- investi\u022biile imobiliare;
- alte active din afara exploata\u022bii.

\u00c2n scopul evalu\u00e2rii este recomandat ca \u00een prealabil s\u0107 se realizeze **ajust\u00e2ri ale situa\u022biilor financiare** pentru identificarea nivelului veniturilor \u00e7i cheltuielilor reprezentative, rezonabile pentru continuarea activit\u00e2\u022bii \u00e2ntreprinderii:

- **ajust\u00e2ri uzuale** – extragerea veniturilor \u00e7i cheltuielilor generate de activele din afara exploata\u022bii, a celor generate de influen\u022ba unor evenimente \u00e2nt\u00e2mpl\u00e2toare (inunda\u022bii, incendii, reorganizarea \u00e2ntreprinderii, introducerea unor linii de fabrica\u022bie noi etc.);
- **ajust\u00e2ri care s\u0107 asigure comparabilitatea cu alte \u00e2ntreprinderi** – amortizarea contabil\u0107 sau cea calculat\u0107 \u00een scopuri fiscale trebuie corectat\u0107 pentru a estima amortizarea economic\u0107 sau cea utilizat\u0107 de entit\u00e2\u022bi similare;
- **ajust\u00e2ri asupra elementelor de cheltuieli care sunt la discre\u022bia proprietarilor/managerilor** – cheltuielile pentru compensarea proprietarilor, costurile salariale; primele, bonusurile \u00e7i alte avantaje \u00een natur\u0107 (abonamente la cluburi private, chirii mari pl\u0107tite de \u00e2ntreprindere pentru proprietari etc.); cheltuielile cu serviciile furnizate de ter\u022bi (consultan\u022b\u0107, inginerie, repara\u022bii, \u00e2ncerc\u00e2ri, mentenan\u022b\u0107, audit, contabilitate – comparativ cu pia\u022b\u0107); cheltuielile cu plata chiriilor (dac\u0107 nivelul chiriei pl\u0107tite este superior/inferior chiriei de pia\u022b\u0107).

### Exemplul 3

Pentru o companie supus\u0107 evalu\u00e2rii sunt disponibile urm\u00e2toarele informa\u022bii: cash flow-urile disponibile estimate pe o perioad\u0107 de 5 ani sunt:  $CFD_1 = 70.000$  lei,  $CFD_2 = 90.000$  lei,  $CFD_3 = 110.000$  lei,  $CFD_4 = 120.000$  lei

și  $CFD_5 = 130.000$  lei. Se estimează că după cei 5 ani societatea va fi valorificată la prețul de 1.000.000 lei. Rata de actualizare este de 15%.

*Ne propunem să calculăm valoarea întreprinderii folosind metoda actualizării cash flow-urilor.*

Pentru estimarea valorii entității vom folosi formula prezentată anterior:

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{CFD_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

Astfel, utilizând date numerice obținem următoarele rezultate:

- lei -

| Indicator               | Anul 1            | Anul 2         | Anul 3         | Anul 4         | Anul 5         | Anul 5 Revânzare |
|-------------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Cash flow               | 70.000            | 90.000         | 110.000        | 120.000        | 130.000        | 1.000.000        |
| Factor de actualizare   | $(1 + 15\%)^1$    | $(1 + 15\%)^2$ | $(1 + 15\%)^3$ | $(1 + 15\%)^4$ | $(1 + 15\%)^5$ | $(1 + 15\%)^5$   |
| <b>Valoare estimată</b> | <b>831.669,38</b> |                |                |                |                |                  |

#### Exemplul 4

O companie este supusă evaluării. Cifra de afaceri a acesteia este de 500.000 lei și se previzionează că în perioada următoare va crește cu 5% pe an. Marja profitului net ( $PN/CA$ ) este de 20%, raport care se păstrează constant și în intervalul de timp următor. Amortizările sunt de 50.000 lei și se estimează că vor crește cu 5.000 lei pe an. Nevoile de investiții sunt de 40.000 lei în fiecare an, iar necesarul de finanțat pe termen scurt ( $\Delta NFR$ ) este estimat la 5% din creșterea cifrei de afaceri.

Societatea are datoriile financiare și nefinanciare de 250.000 lei, care sunt evaluate la valoarea de piață. Rata fără risc aferentă obligațiunilor emise de stat este de 4,5%, prima de risc de piață, de 6%, iar prima de sector de activitate, de 2%.

*Ne propunem să calculăm valoarea întreprinderii prin metoda actualizării cash flow-urilor dacă proiecția se face pe o perioadă de 5 ani, iar valoarea terminală este de 350.000 lei.*

În scopul determinării valorii întreprinderii, pentru început trebuie să realizăm proiecția pe următorii 5 ani a indicatorilor financiari.

I. Calculul cifrei de afaceri în cei 5 ani:

$$CA_{N+1} = 500.000 \text{ lei} \times (1 + 5\%) = 525.000 \text{ lei}$$

$$CA_{N+2} = 525.000 \text{ lei} \times (1 + 5\%) = 551.250 \text{ lei}$$

$$CA_{N+3} = 551.250 \text{ lei} \times (1 + 5\%) = 578.812,5 \text{ lei}$$

$$CA_{N+4} = 578.812,5 \text{ lei} \times (1 + 5\%) = 607.753,1 \text{ lei}$$

$$CA_{N+5} = 607.753,13 \text{ lei} \times (1 + 5\%) = 638.140,8 \text{ lei}$$

II. Calculul  $\Delta NFR$  în cei 5 ani:

$$\Delta NFR_{N+1} = (525.000 \text{ lei} - 500.000 \text{ lei}) \times 5\% = 1.250 \text{ lei}$$

$$\Delta NFR_{N+2} = (551.250 \text{ lei} - 525.000 \text{ lei}) \times 5\% = 1.312,5 \text{ lei}$$

$$\Delta NFR_{N+3} = (578.812,5 \text{ lei} - 551.250 \text{ lei}) \times 5\% = 1.378,1 \text{ lei}$$

$$\Delta NFR_{N+4} = (607.753,1 \text{ lei} - 578.812,5 \text{ lei}) \times 5\% = 1.447 \text{ lei}$$

$$\Delta NFR_{N+5} = (638.140,8 \text{ lei} - 607.753,1 \text{ lei}) \times 5\% = 1.519,4 \text{ lei}$$

- lei -

|                       | Anul 1    | Anul 2    | Anul 3    | Anul 4    | Anul 5    |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Cifra de afaceri      | 525.000,0 | 551.250,0 | 578.812,5 | 607.753,1 | 638.140,8 |
| Profit net (CA x 20%) | 105.000,0 | 110.250,0 | 115.762,5 | 121.550,6 | 127.628,2 |
| + Amortizări          | 55.000,0  | 60.000,0  | 65.000,0  | 70.000,0  | 75.000,0  |
| - ΔNFR                | 1.250,0   | 1.312,5   | 1.378,1   | 1.447,0   | 1.519,4   |
| - CAPEX               | 40.000,0  | 40.000,0  | 40.000,0  | 40.000,0  | 40.000,0  |
| CFD                   | 118.750,0 | 128.937,5 | 139.384,4 | 150.103,6 | 161.108,8 |

Calculul ratei de actualizare:

$$k = 4,5\% + 6\% + 2\% = 12,5\%$$

Determinarea valorii actualizate:

$$\text{Valoarea actualizată a cash flow-urilor} = \sum_{t=1}^n \frac{CFD_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n} = 682.664,22 \text{ lei}$$

Determinarea valorii întreprinderii:

$$VI = \text{Valoarea actualizată a cash flow-urilor} - \text{Valoarea datoriilor} = 682.664,22 \text{ lei} - 250.000 \text{ lei} = 432.664,22 \text{ lei}$$

Va urma...

### 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.