

Metode de evaluare bursieră

Delia Andreea FLOREA, masterand, Diana Iulia OPRIS, masterand

Universitatea „1 Decembrie 1918” din Alba Iulia

Abstract

The evaluation of an entity is used by financial market participants to establish the price which they want to pay for or to receive from the sale of a business. Nowadays, Romania has 350 listed companies and the number is increasing. The present article focuses on the market capitalization, stock evaluation methods, the phases of this evaluation, as well as its benefits and limitations. The dynamic methods of evaluation focus more on the company's future rather than its current situation. An investor is more concerned with the future and the profitability of a business than with its past and current activity. Market capitalization, often referred to as market cap, is a simple, straightforward method to calculate a company's size and value, and consequently, its potential growth rate and risk outlook.

Key terms: entity value, evaluation, listed companies, investor, market capitalization, stock market methods

Termeni-cheie: valoarea entităţii, evaluare, companii listate, investitor, capitalizare bursieră, metode bursiere

Clasificare JEL: G11, G12, G17, G19

To cite this article: Delia Andreea Florea, Diana Iulia Opris, *Metode de evaluare bursieră*, *CECCAR Business Review*, N° 1/2021, pp. 32-38, DOI: <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2021.01.04>

➔ Considerații introductive

„Evaluarea este un act conștient și deliberat prin care se încearcă determinarea cu o precizie cât mai mare a unei cifre, în jurul căreia se construiește prin metode proprii un așa-numit interval de încredere ce reprezintă, în concepția specialistului, valoarea cea mai probabilă pentru întreprinderea respectivă.” (Dăneț *et al.*, 2002)

Prin *evaluare*, în sensul definiției din Ordonanța Guvernului nr. 24/2011 privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor, cu modificările și completările ulterioare, se înțelege 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.

Evaluarea este utilizată de persoanele participante la piața financiară în vederea stabilirii prețului pe care acestea se decid să îl plătească, respectiv să îl primească din activitatea de vânzare a unei afaceri.

Evaluatorul este o persoană neutră, care se află pe o poziție de mediator, fiind capabil să determine un interval reprezentat de prețul dorit de vânzător și cel așteptat de cumpărător să îl primească. Prețul corect se regăsește între aceste valori, fiind prețul cel mai just la care se poate efectua tranzacția.

În majoritatea cazurilor, cumpărătorul are în vedere atât patrimoniul deținut de entitate, cât și activitatea desfășurată de aceasta, pentru a putea înțelege sursa câștigurilor, posibilitatea de a se dezvolta, de a se organiza cât mai eficient și de a atrage clienți noi.

O entitate poate fi evaluată utilizându-se diferite abordări și metode de evaluare.

⇒ Metode de evaluare bursieră

Metodele de evaluare bursieră au luat amploare pentru a elimina anumite carențe în estimarea corectă a valorii. Astfel, pentru a exclude gradul de subiectivism caracteristic celorlalte metode de evaluare, metoda de evaluare bazată pe valorile de piață a fost construită cu un grad mai mare de obiectivism. Acestea se aplică entităților cotate la bursă, dar nu este exclusă utilizarea lor pentru cele necotate.

Metodele de evaluare bursieră sunt dinamice, având în vedere mai mult analiza viitorului afacerii decât a trecutului sau prezentului său, ținând cont de tendințele acestora pe termen lung.

Având la bază cursul acțiunilor entităților, metodele de evaluare bursieră reflectă condițiile în care acțiunile sunt evaluate pe piața financiară. Cursul acțiunii este determinat de organisme independente, care se bazează pe o analiză economico-financiară bine elaborată a companiei. Prețul de pe piață, respectiv cursul bursier, se obține ținându-se cont de toate informațiile disponibile, cele trecute, prezente și cele care vizează perspectiva entității.

„Metodele bursiere de evaluare se bazează pe analiza fundamentală, al cărei scop este de a convinge un investitor potențial și circumspect să-și plaseze capitalul în achiziționarea de acțiuni ale societăților cotate la bursa de valori pe baza indicatorilor publicați de bursă, pe baza unei analize economico-financiare aprofundate a întreprinderii; scopul acestei analize este aprecierea valorii reale (intrinseci) a acțiunilor.” (Pripoaie, 2006)

Literatura de specialitate a dezvoltat de-a lungul timpului mai multe modele de evaluare a acțiunilor unei entități cotate la bursă. Toate aceste metode au ca punct de pornire realizările trecute și prezente și estimează evenimentele viitoare. Ele au fost create și dezvoltate de renumiți analiști financiari nord-americani: J.B. Williams, B. Graham, K. Fisher, T.J. Holt etc.

⇒ Actualizarea veniturilor

Metodele de evaluare bursieră au la bază actualizarea și/sau capitalizarea viitoarelor venituri pe care se așteaptă să le obțină deținătorii (dividende, profit net). Actualizarea reprezintă modul de calcul al valorii prezente (actualizate) a unor sume de bani viitoare (fiind reprezentate de încasări sau plăți).

„Actualizarea permite compararea, la data evaluării, a fluxurilor de venit care vor fi generate în anii viitori. Actualizarea înseamnă diminuarea sumelor viitoare, deoarece acestea nu pot fi investite și consumate imediat, cum este cazul unui venit actual.” (Dănuțiu, 2017)

Scopul utilizării tehnicii de actualizare este acela de a transforma un flux monetar viitor în capacitatea generării unui venit anual. Pentru a aprecia valoarea actualizată a unei sume de bani care poate fi obținută în viitor se ia în considerare rentabilitatea pierdută de cel care va încasa suma în viitor prin reinvestirea acesteia.

Valoarea actualizată este valoarea viitoare a unei sume de bani nete de câștigurile pe care le-ar fi putut obține investitorul din momentul prezent și până la cel al încasării sumei. Prin urmare, valoarea actualizată a unei sume de bani care va fi obținută la un moment în viitor este suma de bani care dacă ar fi fost investită pe perioada de la momentul prezent până la cel viitor, prin acumularea câștigurilor (dobânzilor reinvestite), ar fi fost egală cu suma ce urmează să fie obținută la acel moment în viitor.

$$\text{Valoarea inițială} = \frac{V_n}{(1 + k)^n}$$

unde:

V_n = venitul anual;

$(1 + k)^n$ = factorul de actualizare;

k = rentabilitatea așteptată.

Exemplu

Un activ generează un venit anual constant de 8.250 lei timp de 5 ani.

Ne propunem să determinăm valoarea actualizată a fluxurilor de numerar cu o rată de rentabilitate de 6% a capitalului investit.

$$\text{Valoarea inițială} = \frac{V_n}{(1 + k)^n}$$

$$V_1 = \frac{8.250 \text{ lei}}{1 + 6\%} = 7.783 \text{ lei}$$

$$V_2 = \frac{8.250 \text{ lei}}{(1 + 6\%)^2} = 7.342 \text{ lei}$$

$$V_3 = \frac{8.250 \text{ lei}}{(1 + 6\%)^3} = 6.926 \text{ lei}$$

$$V_4 = \frac{8.250 \text{ lei}}{(1 + 6\%)^4} = 6.534 \text{ lei}$$

$$V_5 = \frac{8.250 \text{ lei}}{(1 + 6\%)^5} = 6.164 \text{ lei}$$

➤ Capitalizarea veniturilor

Capitalizarea reprezintă calculul valorii actualizate (prezente) însumate a unei serii de fluxuri de numerar constante sau crescătoare cu o rată anuală constantă. În esență, capitalizarea este tot un proces de actualizare, dar presupune folosirea unor formule matematice de calcul simplificate.

Valoarea actualizată a unei serii de fluxuri de numerar viitoare poate fi estimată prin actualizarea fiecărui flux de numerar în parte și apoi prin însumarea valorilor lor actualizate, sau prin aplicarea formulelor de capitalizare, atunci când se iau în considerare ipoteze simplificatoare (ANEVAR, 2012).

Literatura de specialitate prezintă mai multe moduri de calcul prin capitalizare, cum ar fi:

- capitalizarea unui flux de numerar anual care se va obține în mod perpetuu;
- capitalizarea unui flux de numerar ce va fi obținut cu o frecvență anuală de-a lungul unui interval de timp limitat;
- capitalizarea unui flux de venit constant care se va obține cu o frecvență mai mică de un an și pe o durată de timp limitată.

Capitalizarea bursieră este reprezentată de valoarea de piață a tuturor acțiunilor unei companii. Aceasta este denumită și *market cap*, fiind obținută prin înmulțirea numărului de acțiuni din circulație ale entității cu prețul la care acestea sunt tranzacționate, adică prețul curent.

Capitalizarea bursieră este un indicator foarte important pentru companii și reflectă dimensiunea unei entități, dar nu trebuie confundată cu valoarea efectivă a acesteia. În ceea ce privește o potențială investiție în societăți cu capitalizare mare, acest lucru nu aduce neapărat profituri foarte mari într-o perioadă scurtă de timp, dar pe termen lung companiile respective recompensează investitorii cu o creștere constantă a valorii acțiunilor și plata regulată a dividendelor (<https://www.financialmarket.ro/terms/capitalizare-bursiera/>).

$$V_c = \frac{CF}{c}$$

$$V_c = CF \times M$$

$$M = \frac{1}{c}$$

$$V_c = \frac{CF}{k - g}$$

unde:

CF = fluxul de numerar constant;

c = rata de capitalizare;

V_c = valoarea actuală;

$k - g = c$ (rata de capitalizare).

Exemplu

Din deținerea unui imobil un investitor obține o rentă de 16.000 lei anual. Rata rentabilității așteptată de investitor este de 7%.

Ne propunem să determinăm valoarea imobilului estimată prin capitalizarea rentelor ce urmează să fie încasate și valoarea estimată a acestuia dacă rentele vor crește cu o rată anuală de 3%.

$$V_c = \frac{CF}{c} = \frac{16.000 \text{ lei}}{7\%} = 228.571 \text{ lei}$$

$$V_c = CF \times M = CF \times \frac{1}{c} = 16.000 \text{ lei} \times \frac{1}{7\%} = 228.571 \text{ lei}$$

$$V_c = 16.000 \text{ lei} \times \frac{1}{7\% - 3\%} = 400.000 \text{ lei}$$

➤ Rata de actualizare versus rata de capitalizare

Rata de actualizare reprezintă un obiectiv previzionat calculat înainte de a lua decizia în ceea ce privește realizarea investițiilor, în timp ce rata de capitalizare este calculată pe baza celei dintâi.

Rata de actualizare arată așteptările investitorilor, iar rata de capitalizare face cunoscut rezultatul investiției (realitatea).

➤ Metoda lui Irving Fisher

Potrivit Legii societăților nr. 31/1990, republicată, cu modificările și completările ulterioare, *dividendul* constituie cota-parte din profit care se plătește fiecărui asociat.

Art. 67 alin. (2) din reglementarea amintită prevede că dividendele se distribuie asociaților proporțional cu cota de participare la capitalul social vărsat, opțional trimestrial pe baza situațiilor financiare interimare și anual, după regularizarea efectuată prin situațiile financiare anuale, dacă prin actul constitutiv nu se prevede altfel. Acestea se pot plăti în mod opțional trimestrial în termenul stabilit de adunarea generală a asociaților sau, după caz, prin legile speciale, regularizarea diferențelor rezultate din distribuirea lor în timpul anului urmând să se facă prin situațiile financiare anuale. Plata diferențelor rezultate din regularizare se face în termen de 60 de zile de la data aprobării situațiilor financiare anuale aferente exercițiului financiar încheiat.

Conform metodei lui Irving Fisher, dividendele de încasat sunt constante, în timp ce valoarea unei acțiuni depinde de valoarea actualizată a fluxurilor de dividende de primit de către acționari.

Potrivit acestui model, valoarea actualizată a unei acțiuni (V_0) corespunde cu valoarea actualizată a dividendelor care vor fi primite de acționari (dividende care se calculează după deducerea impozitului pe profit).

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

unde:

- V = valoarea unei acțiuni;
- D_t = dividendul global din anul t;
- i = factorul de actualizare;
- t = numărul anilor de previziune.

Concepută sub forma în care dividendele de încasat de către acționari sunt constante (la nivelul ultimului dividend sau al mediei ultimelor dividende plătite), formula de bază devine $V = D/i$, fiind privită ca o rentă perpetuă a unei sume (D) care se actualizează cu factorul de actualizare (i).

Prezentăm mai jos modul de calcul al valorii unei acțiuni a unei companii cotate la bursă utilizând metoda lui Irving Fisher.

Exemplu

O companie cotată la bursă din anul 2010 are ultimul dividend primit pentru o acțiune în valoare de 25 euro. Pentru perioada viitoare se așteaptă o creștere a dividendului într-un ritm anual de 8% până la finele celui de-al doilea an, pentru următorii 3 ani majorarea este de 6%, urmând o creștere de 3% până la infinit. Totodată, rata de risc aferentă sectorului de activitate din care face parte societatea este de 8%.

Ne propunem să determinăm valoarea unei acțiuni a companiei.

Pentru a calcula valoarea unei acțiuni ținem cont de cele trei secvențe caracterizate prin ratele lor de creștere a dividendelor.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} = \frac{25 \text{ euro} \times 1,08}{1 + 0,08} + \frac{25 \text{ euro} \times 1,08^2}{(1 + 0,08)^2} + \frac{25 \text{ euro} \times 1,08^2 \times 1,06}{(1 + 0,08)^3} +$$
$$\frac{25 \text{ euro} \times 1,08^2 \times 1,06^2}{(1 + 0,08)^4} + \frac{25 \text{ euro} \times 1,08^2 \times 1,06^3}{(1 + 0,08)^5} + \frac{25 \text{ euro} \times 1,08^2 \times 1,06^3 \times 1,03}{(0,08 - 0,03) \times (1 + 0,08)^5} =$$
$$25 \text{ euro} + 25 \text{ euro} + 24,53 \text{ euro} + 24 \text{ euro} + 23,63 \text{ euro} + 511 \text{ euro} = 633,16 \text{ euro/acțiune}$$

➔ Modelul Gordon-Shapiro

Modelul Gordon-Shapiro s-a dezvoltat pornind de la ideea că dividendele nu sunt constante în timp. Astfel, pentru a preconiza mai bine viitorul, acesta face abstracție de ideea că dividendele sunt constante și ține cont de faptul că ele au o rată de creștere până la infinit.

Valoarea unei acțiuni se determină pe baza relației:

$$V = \frac{D_i}{i - g}$$

unde:

- D_i = dividendul efectiv primit de acționar;
- i = coeficientul de actualizare;
- g = rata de creștere a dividendelor.

Relația de mai sus poate fi dezvoltată fie pentru determinarea valorii unui titlu, fie pentru a stabili un curs și un randament cunoscute ca rată de creștere a dividendelor.

$$i - g = \frac{D_1}{V_0} = r$$
$$i = r + g$$

unde:

r = randamentul global al dividendelor.

În continuare prezentăm modul de calcul al valorii unei acțiuni a unei companii cotate la bursă utilizând modelul Gordon-Shapiro.

Exemplu

O companie cotată la bursă deține acțiuni care pentru acționari generează un randament global asupra dividendelor de 3%. Clasei de risc din care face parte societatea pe piață îi corespunde o rentabilitate a fondurilor proprii de 9%. Valoarea primului dividend de încasat este de 15 euro.

Ne propunem să determinăm valoarea unei acțiuni a companiei.

Valoarea unei acțiuni se determină cu ajutorul ratei de risc, al randamentului dividendelor și al ratei de creștere a acestora.

Din datele existente se extrage rata de risc (i) și randamentul dividendelor (r) și se calculează rata de creștere a acestora.

Din relația $i = r + g$ se află mărimea lui g :

$$i - r = g = 9\% - 3\% = 6\%$$

Valoarea acțiunii se calculează astfel:

$$i - g = \frac{D_1}{V_0} = r$$

$$V_0 = \frac{D_1}{i - g} = \frac{15 \text{ euro}}{0,09 - 0,06} = 500 \text{ euro}$$

⇒ Impactul COVID-19 asupra pieței de capital

Odată cu izbucnirea epidemiei de COVID-19 și răspândirea sa globală, un număr mare de provocări au apărut la nivel economic. În această perioadă se așteaptă ca activitatea economică să se restrângă în toate domeniile, întrucât șocul economic încă nu poate fi cuantificat.

Capitalizarea bursieră a pieței de capital din România raportată la PIB a fost de 17,9% la sfârșitul anului 2019. Pe fondul temerilor privind pandemia de COVID-19, Bursa de Valori București a pierdut 13 miliarde de euro (34%) din capitalizarea bursieră între decembrie 2019 și martie 2020 (https://www.pwc.ro/en/publications/Multiplii-de-evaluare-ai-BVB-si-ai-pietei-locale-de-MA_oct2020.pdf).

Din cauza pandemiei, forța de muncă rămâne în izolare, lăsând ramuri întregi ale economiei fără activitate (turism, HoReCa, transporturi, retail), consumul privat este în cădere, lanțurile de distribuție și aprovizionare din zonele afectate sunt închise, iar circulația persoanelor și a mărfurilor este restricționată.

⇒ Concluzii

În ceea ce privește modul de aplicare a metodelor bursiere, acestea sunt utilizate cu prioritate pe piața plasamentelor, și nu sunt folosite de societățile cu răspundere limitată, cele de tip familial sau de companiile cu pierdere ori aflate în dificultate financiară.

Estimarea valorii entităților în funcție de valoarea oferită de piață, determinarea cursului acțiunii, care constituie prețul efectiv al tranzacțiilor deja realizate, acesta fiind totodată un preț zilnic care reflectă în timp real estimările pieței privind impactul acțiunii, relevă beneficiile aplicării metodelor de evaluare bursieră.

Printre avantajele oferite de aceste metode se numără și introducerea modului de gândire specific piețelor financiare în domeniul evaluării întreprinderilor.

Ca orice metodă de evaluare, metodele de evaluare bursieră au limitele lor, respectiv:

- valoarea întreprinderii se stabilește pe baza logicii de plasament, și nu de achiziție, deoarece aceste metode sunt utilizate cu preponderență pentru entitățile cotate la bursă;

- valoarea companiei este de fapt suma valorilor părților, ea fiind diferită de valoarea întregului;

- un număr mic de întreprinderi (entități cotate) au un preț stabilit de piață pentru acțiunile lor.

Conceptul de *evaluare bursieră* este utilizat în general cu referire la două noțiuni: ca o definiție în sens restrictiv a valorii întreprinderii și una în sens larg a valorii acesteia, prin prisma indicatorilor oferți de piața bursieră sau ținând cont că societățile cotate la bursă îndeplinesc cerințe ce stau la baza evaluării companiilor.

Bibliografie

1. Dăneț, A., Popa, A., Veress, E., Dăneț, A. (2002), *Managementul resurselor financiare*, Editura Romprint, Brașov.
2. Dănuțiu, A.E. (2017), *Evaluarea firmei*, Seria Didactică, Alba Iulia.
3. Deaconu, A. (2018), *Diagnosticul și evaluarea afacerii*, Editura Universității „Babeș-Bolyai”, Cluj-Napoca, https://econ.ubbcluj.ro/departamente/departamente/fisiere/Suport%20studiu%20admitere%20master%20DE_Filiera%20_Material%201_2018.pdf.
4. Dumitrean, I. (2012), *Influența timpului asupra evaluării afacerilor. Analiză. Diagnostic. Evaluare*, Editura Universității „Alexandru Ioan Cuza”, Iași.
5. Dumitrean, I. (2019), *Metode dinamice de evaluare a întreprinderilor (I)*, Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, nr. 3, pp. 32-39.
6. Dumitrean, I. (2019), *Metode mixte de evaluare a întreprinderilor*, Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, nr. 1, pp. 52-57.
7. Nancu, D. (2012), *Evaluarea economică și financiară a întreprinderii*, Editura Universității Ovidius, Constanța, <http://nancu.ro/wp-uploads/2012/08/EVALUAREA-ECONOMICA-SI-FINANCIARA-AINTREPRINDERII.pdf>.
8. Păvăloaia, W., Păvăloaia, D. (2006), *Diagnosticul și evaluarea întreprinderii*, Editura Tehnopress, Iași.
9. Pripoaie, R. (2006), *Diagnoza și evaluarea firmei*, Editura Fundației Academice „Danubius”, Galați.
10. Sobol, L. (2013), *Provocări implicate de evaluarea companiilor*, Management Intercultural, vol. XV, nr. 1 (27).
11. ANEVAR (2012), *Bazele evaluării*, Editura IROVAL, București, http://site2.anevar.ro/sites/default/files/page-files/brosura_bazele_evaluarii_0.pdf.
12. Legea societăților nr. 31/1990, republicată în Monitorul Oficial nr. 1.066/17.11.2004, cu modificările și completările ulterioare.
13. Ordonanța Guvernului nr. 24/2011 privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor, publicată în Monitorul Oficial nr. 628/02.09.2011, cu modificările și completările ulterioare.
14. http://gheomuntean.ro/images/Evaluare/Metode_bursiere.pdf
15. <https://www.financialmarket.ro/terms/capitalizare-bursiera/>
16. https://www.pwc.ro/en/publications/Multiplii-de-evaluare-ai-BVB-si-ai-pietei-locale-de-MA_oct2020.pdf
17. https://www.tehnopress.ro/webfiles/books_documents/pdf_extras/44_interior_petrescu-evaluarea.pdf