ESTIMAREA AFACERII ÎN BAZA SITUAȚIILOR FINANCIARE ÎNTOCMITE CONFORM SIRF

Georgeta COVALIOV-RUSU
ACCA Cert in Business Valuations

Abstract. *The issue of determining the value of a business has always been the apple of discord for entities obliged to consolidate subsidiaries and subsidiaries, as well as in the case of reflecting investments in financial instruments. That article will discuss how to use financial statements prepared in accordance with international standards as a source of information for estimating the value of a business.*

Keywords: *fair value, method of capitalization of income, method of net assets, method of liquidation cost of the entity, method of analogue entities, method of branch coefficients*.

Conform prevederilor *IFRS 3 Combinări de întreprinderi*[9], sunt stabilite evaluări în situațiile financiare a activelor identificabile dobândite, datoriile asumate și orice interese care nu controlează deținute în entitatea dobândită. Cu toate acestea, apare întrebarea opusă în procesul de evaluare: cum pot fi utilizate reglementările IFRS în scopul estimării unei afaceri?

IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă[10] definește valoarea justă drept „prețul care ar fi încasat". Este prețul care ar putea fi încasat pentru vânzarea unui activ sau plătit pentru transferul unei datorii într-o tranzacție reglementată între participanții de pe piață, la data evaluării.

Pentru a determina valoarea unei afaceri, entitățile trebuie să se concentreze pe o piața liberă, pe care standardul o definește drept „piața principală". De asemenea, *IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă*, identifică următoarele tehnici de evaluare a valorii juste, care coincid cu standardele internaționale de evaluare:

[9] https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs3
[10] https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13

1. *abordarea bazată pe piață* este orientată spre utilizarea prețurilor cotate;

2. *abordarea bazată pe venit* constituie tehnica calculării valorii actualizate care ţine cont de beneficiile economice viitoare pe care un participant de pe piaţă estimează că le va primi;

3. *abordarea bazată pe cost* prevede calcularea costului înlocuirii unui obiect cu un obiect similar caracteristicilor sale.

Ilustrativ, abordările și metodele estimării unei afaceri sunt prezentate în Tabelul 1.

Tabelul 1. Abordarea și tehnici de evaluare a valorii entității

ABORDAREA	Bazată pe cost	Bazată pe piață	Bazată pe venit
METODE	Metoda activelor nete	Metoda entităților similare (piața de capital)	Metoda fluxurilor de numerar actualizat
	Metoda valorii reziduale	Metoda analizei tranzacțiilor	Metoda estimării veniturilor
		Metoda calculării multiplicatorilor	
NIVELUL ESTIMĂRII	Valoarea pachetului de control de acțiuni	Metoda entităților similare - valoarea unei acțiuni minoritare	Valoarea pachetului de control de acțiuni
		Metoda analizei tranzacțiilor, metoda calculării multiplicatorilor – valoarea pachetului de control de acțiuni	

Este sigur să afirmăm, precum prevederile *IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă* converge semnificativ IFRS și standardele internaționale de evaluare aprobate de Comitetul pentru standarde internaționale de evaluare.

Ținând cont de întocmirea situațiilor financiare în conformitate cu standardele internaționale de raportare financiară în acest articol vom ilustra determinarea valorii unei afaceri prin prisma diverselor tehnici de evaluare.

Abordarea pe bază de venit

Tehnica de evaluare a unei entități abordată pe bază de venit se centrează pe principiul precum valoarea unei afaceri este determinată de calcularea valorii actualizate a beneficiilor economice viitoare.

Redusă la valoarea actuală, suma veniturilor viitoare servește drept ghid pentru cât de mult este dispus un cumpărător potențial să plătească pentru entitatea evaluată.

Tratamentul respectiv este una din abordările de bază pentru evaluarea valorii de piață a entităților ce activează și care nu sunt planificate să fie închise nici după revânzare.

Există două metode de conversie a venitului net la valoarea actualizată: metoda capitalizării beneficiilor economice și metoda fluxurilor de numerar actualizate.â

Metoda capitalizării beneficiilor economice este utilizată dacă:

- există suficiente date pentru a determina fluxul de numerar normalizat;
- fluxul de numerar curent este aproximativ egal cu fluxurile de trezorerie viitoare;
- ratele de capitalizare/actualizare preconizate sunt moderate sau previzibile;
- fluxul de numerar reprezintă o sumă pozitivă semnificativă.

Tehnica de evaluare bazată pe capitalizarea beneficiilor economice implică faptul precum valoarea unei entități este suma profitului viitor primit pentru o anumită perioadă și valoarea reziduală a entității la sfârșitul perioadei prognozate.

Evaluarea afacerii, utilizând metoda de capitalizare a beneficiilor economice, se realizează în trei etape.

Etapa 1. Determinarea valorii medii a profitului net al entității, luând în considerare ajustările necesare (de exemplu, plăți din profitul net).

Etapa 2. Determinarea sumei medii a profitului (pierderii) nete, preconizată de a fi primită în următorii câțiva ani. În acest caz, valoarea profitului (pierderii) trebuie calculată luând în considerare valoarea în timp a mijloacelor bănești, utilizând tehnici de actualizare.

Drept rată de actualizare, se poate utiliza procentul de rentabilitate alternativă. Procentul de rentabilitate alternativă este egal cu investiția în active fără risc, cum ar fi obligațiunile de împrumut statale, care asigură ferm stingerea lor.

Etapa 3. Cu profitul (pierderea) planificat pentru următorii câțiva ani se majorează activele nete ale entității.

Entitățile își pot determina valoarea de piață la data evaluării activelor nete, dar cu presupunerea că vor fi disponibile doar în câțiva ani. Adică, la sfârșitul perioadei prognozate, valoarea de piață a activelor nete trebuie să fie actualizată la rata inflației.

Recomandare

În caz dacă entitatea evaluată întocmește situații financiare în conformitate cu IFRS, atunci fluxul de numerar poate fi determinat în baza veniturilor istorice. Faptul este că sunt reflectate încasările reale în numerar din activități comerciale (bunuri vândute, lucrări, servicii), ajustate pentru programele de loialitate aplicate, reduceri și alte beneficii pentru cumpărători.

Metoda fluxurilor de numerar actualizate poate fi utilizată în caz când:

- fluxurile de numerar viitoare sunt de așteptat să difere semnificativ de cele actuale;
- fluxurile de numerar viitoare pot fi determinate în mod rezonabil;
- fluxurile de numerar preconizate sunt pozitive pentru majoritatea anilor prognozați sau se așteaptă ca fluxurile de numerar să devină pozitive în viitorul previzibil pe măsură ce perioada de prognoză se prelungește;
- se așteaptă ca fluxul de numerar din ultimul an al perioadei prognozate să fie semnificativ pozitiv.

Pentru a determina elementele fluxului de numerar (cost standardizat, cerințe de fond de rulment sau altele), se poate utiliza și datele istorice de raportare în conformitate cu IFRS.

Pentru a determina valoarea unei afaceri utilizând raportarea IFRS, folosim datele prezentate în Tabelul 2.

Tabela 2. Prognoza situației de profit și pierdere, mii unități convenționale

DENUMIRE	2019	2020P	2021P	2022P
Venituri	3.728	4.696	6.082	7.613
Cheltuieli operaționale (exclusiv amortizarea)	-1.898	-2.242	-2.432	-1.423
EBITDA	**1.830**	**2.454**	**3.650**	**6.190**
Amortizarea	-993	-759	-1.027	-1.236
EBIT	**837**	**1.695**	**2.623**	**4.954**
Costurile îndatorării	-20	-127	-442	0
Venituri/cheltuieli neoperaționale	64	14	0	-681
Profit (pierdere) pînă la impozitare	**881**	**1.582**	**2.181**	**4.273**
Cheltuieli privind impozitul pe venit	-106	-190	-262	-513
Cota minoritară	-21	-7	0	0
Profit net (pierdere netă) al perioadei de gestiune	**754**	**1.385**	**1.919**	**3.760**

Datele pentru perioada curentă (2019) sunt preluate direct din situațiile financiare IFRS. Indicatorii prognozați pentru perioada anilor 2020 – 2022, sunt calculați conform planului de afaceri al entității, utilizând datele de raportare financiară în conformitate cu standardele internaționale. Sunt necesare pentru a compara ratele de dezvoltare prognozate cu cele istorice. Calculul costului capitalului propriu este prezentat în Tabelul 3. Să oferim câteva explicații acestui tabel.

Tabela 3. Calculul capitalului propriu, mii unități convenționale

DENUMIRE	2019	2020P	2021P	2022P
EBIT (tabela 2)	837	1.695	2.623	4.954
NOPAT/NOPLAT (EBIT × (1–impozitul pe venit))	736,6	1.491,6	2.308,2	4.359,5
Amortizarea	993	759	1.027	1.236
Cheltuieli capitale	-2.991	-5.605	-6.840	-6.003
Δ capital circulant net	1.866	-716	-262	-377
Flux de numerar disponibil	538	-4.207	-3.977	-1.181
Rata de actualizare, %	–	13	12	12
Coeficientul de actualizare	–	1	1	1
Fluxul de numerar disponibil actualizat	–	-4.207	-3.539	-945
Rata de creștere post-prognoză, %	3			
Suma fluxurilor de numerar actualizat	-8.691			
Valoarea prolongată actualizată	39.914			
Costul capitalului investit	31.223			
Costul datoriei nete	-1.283			
Cota acționarilor minoritari	31			
Costul investițiilor financiare	2.477			
Costul capitalului propriu	32.448			

Suma actualizată a fluxurilor de trezorerie constituie 8 691 mii unități convenționale (- 4 207 – 3 539 - 945), practic este suma fluxurilor de numerar actualizate, generate de entitate anual în perioada de prognoză (trei ani).

În situația ilustrată, valoarea actualizată a fluxurilor de trezorerie este negativă, însă acest fapt nu înseamnă că entitatea va avea valoare comercială negativă.

Valoarea reînnoită este valoarea entității, calculată în baza ipotezei că entitatea își va desfășura activitățile pentru o perioadă de timp nedefinită, dincolo de perioada prognozată. Rata de creștere post-prognoză este considerată a fi neschimbată. De obicei, este luat egal cu rata de creștere a economiei mondiale pe termen lung.

Valoarea extinsă este calculată, aplicând formula Gordon:

$$TV = CF \times \frac{1+g}{r-g}$$

unde

CF – fluxul de numerar disponibil în ultimul an de prognoză (sau în calcul poate fi luat indicatorul NOPLAT);

g – rata de creștere post prognoză;

r – rata de actualizare în ultimul an de prognoză.

În situația ilustrată, costul extins va fi egal cu 49 892 mii un. conv. (4 359, 5 mii un. conv. x (1 + 0,03)/(0,12 - 0,03)). Valoarea extinsă rezultată ar trebui actualizată în mod similar cu actualizarea fluxului de numerar din ultima perioadă de prognoză. Suma recuperabilă actualizată va fi de 39 914 mii un. conv. (49 892 mii un. conv. × 0,8 un. conv.).

Notă!

Deoarece datele din situațiile financiare în conformitate cu IFRS sunt reflectate la valoarea justă, se poate argumenta cu un grad înalt de probabilitate precum aceste date istorice reprezintă o bază fiabilă pentru determinarea fluxurilor de numerar viitoare actualizate.

Suma fluxului de numerar actualizat în perioada de prognoză și a valorii reînnoite actualizate oferă suma capitalului investit, care este egală cu 31.223 mii un. conv. (39.914 + (-8.691)). Valoarea găsită a capitalului investit include nu numai costul capitalurilor proprii, ci și valoarea datoriilor pe termen lung ale entității. Pentru a calcula valoarea capitalului propriu (care este valoarea afacerii), este necesar să se diminueze suma primită a capitalului investit cu costul

datoriei nete și să se majoreze activele retrase din afacere în forma acțiuni, precum și investiții financiare (de obicei, ele adaugă și suma de bani din conturile curente). Astfel, valoarea afacerii entității va constitui 32.448 mii un. conv. (31.223 – 1.283 + 31 + 2.477).

Tehnica de evaluare bazată pe costuri

Abordarea pe bază de cost pentru evaluarea afacerii prevede estimarea valorii unei entități în termeni de costuri suportate. Pentru efectuarea calculelor, sunt utilizate datele bilanțului contabil al entității la data evaluării (sau la ultima dată de raportare). Cu toate acestea, în situațiile financiare întocmite conform standardelor naționale de contabilitate, valoarea contabilă a activelor entității, de regulă, nu corespunde valorii de piață datorate inflației, modificărilor condițiilor de piață și metodelor contabile utilizate. Ca urmare, în timpul procesului de evaluare, este necesară ajustarea bilanțului contabil al entității. Pentru aceasta, se estimează preliminar valoarea de piață a fiecărui activ din bilanț, în plus, rezultatul obținut este diminuat cu valoarea datoriilor entității.

Valoarea totală reflectă valoarea de piață a capitalului propriu al entității. În cazul în care entitatea evaluată întocmește situații financiare în conformitate cu IFRS, valoarea activului net afișat în situațiile financiare reflectă de obicei valoarea lor de piață.

Să menționăm principalele metode utilizate în abordarea pe bază de cost.

Metoda activelor nete. Se utilizează cu condiția precum entitatea nu planifică să fie lichidată și să dețină active corporale semnificative. În acest caz, se determină valoarea de piață a pachetului de control.

Primul pas este calcularea activelor nete ale entității. Ulterior, se va determina valoarea justă a activelor și datoriilor entității implicate în calculul activelor nete.

Atunci când se utilizează situațiile financiare în conformitate cu IFRS, utilizatorii situațiilor financiare pot calcula cu ușurință valoarea de piață (înainte de ajustări) a unei afaceri. Faptul este că în situațiile IFRS, majoritatea elementelor din situația poziției financiare sunt reflectate la valoarea justă. Și apoi metoda activelor nete se reduce la deducerea datoriilor pe termen lung și curente din valoarea activelor entității.

Tabelul 4 prezintă procedura de calcul al valorii unei afaceri în conformitate cu abordarea bazată pe cost. Indicatorii de prognoză sunt determinați în baza unei situații de profit și pierdere prognozate calculate anterior, precum și a unei situații a fluxului de trezorerie utilizând datele de raportare IFRS (pentru a compara ratele de dezvoltare prognozate cu cele istorice). Datele perioadei curente sunt preluate din declarațiile IFRS.

Tabela 4. Determinarea costului capitalului propriu, mii un. conv.

DENUMIRE	2019	2020P	2021P	2022P
Active imobilizate	**28,823**	**35,075**	**39,479**	**44,843**
Imobilizări necorporale și corporale	27,854	34,102	38,522	43,889
Alte active imobilizate	969	973	957	954
Active curente	**6,244**	**6,562**	**7,510**	**8,702**
Active circulante	5,649	6,376	7,279	8,401
Numerar	595	186	231	301
Datorii pe termen lung	**4,515**	**9,275**	**12 909**	**16 574**
Credite pe termen lung	1,636	6,385	10 067	13 740
Alte datorii pe termen lung	2,879	2,890	2,842	2,834
Datorii curente	**1,950**	**2,399**	**2,990**	**3,696**
Credite pe termen scurt	242	243	239	238
Datorii curente	1,708	2,156	2,751	3,458
Capital propriu (inclusiv cota acționarilor minoritari)	**28,602**	**29,963**	**31,090**	**33 275**

Recomandare

În cazul utilizării situațiilor financiare conform IFRS, pentru a evalua valoarea reziduală, este suficient să se întocmească doar ajustări la elementele din situația poziției financiare pentru

suma cheltuielilor pe care entitatea le va suporta atunci când își vinde activele la licitații sau pe piața liberă.

Astfel, putem concluziona că situațiile financiare conform standardelor internaționale reflectă valoarea afacerii entității la data raportării.

Metoda valorii lichidării entității este utilizată atunci când entitatea se află în faliment sau lichidare și/sau există dubii serioase cu privire la capacitatea entității de a-și continua activitățile economice în viitor.

Valoarea reziduală este numerarul net pe care proprietarul entității îl poate primi la lichidarea entității, la vânzarea separată a activelor sale și după decontările cu toți creditorii.

În esență, valoarea reziduală a unei entități este o metodă a activelor nete ajustată pentru pierderile din vânzarea activelor și decontarea datoriilor (timpul de expunere, rata de rentabilitate acceptabilă, posibilele costuri juridice etc.).

Abordare comparativă

Această abordare presupune că cea mai probabilă valoare de piață a entității evaluate este prețul de vânzare al unei entități similare, fixat de piață.

În cadrul acestei abordări, sunt utilizate următoarele metode de evaluare.

Metoda entităților similare se bazează pe prețurile plătite efectiv pentru acțiunile entităților comparabile pe piețele de valori. Datele privind entitățile comparabile (după ajustările corespunzătoare) pot fi etaloane pentru determinarea valorii entității evaluate.

Avantajul acestei metode este utilizarea informațiilor de fapt, mai degrabă decât a datelor de prognoză, care au o incertitudine cunoscută. Cu toate acestea, acest lucru necesită informații financiare și de piață detaliate pentru grupul de parteneri. Din nou, disponibilitatea raportării IFRS simplifică mult sarcina.

Metoda analizei tranzacțiilor se bazează pe prețurile de achiziție a unei cote de 100% a entităților similare, deoarece această metodă determină valoarea ponderii de control a afacerii, care permite gestionarea completă a entității. Atunci când evaluează o afacere, aceștia analizează și compară informații despre vânzarea unor companii similare.

Conform *IFRS 3 Combinări de întreprinderi,* societatea-mamă trebuie să consolideze pachetele de acțiuni dobândite în entități în situațiile sale. Entitatea este obligată să dezvăluie informații privind consolidarea în nota explicativă a situațiilor financiare. Prezentarea acestor date în conformitate cu IFRS permite navigarea informațiilor despre tranzacțiile de pe piață și determinarea tendințelor de dezvoltare atunci când se evaluează entitățile.

Metoda calculării multiplicatorilor se bazează pe raportul recomandat între prețul afacerii și parametrii financiari ai entității. Multiplicatorii sunt calculați în baza observațiilor statistice de către institutele de cercetare specializate.

Cu toate acestea, în țările, unde aplicarea IFRS sunt obligatorii, informațiile statistice sunt suficiente și disponibile publicului larg pentru a lua decizii.

Această metodă presupune următoarea succesiune de acțiuni:

- analiza tranzacțiilor pentru cumpărarea și vânzarea de acțiuni ale entităților din industria afacerii evaluate pe piața de valori;
- selecție pe baza analizei tranzacțiilor care vor participa la calcule ulterioare;
- determinarea multiplicatorilor pentru entități similare. Adică, calculul raportului dintre prețul de vânzare pe piață al unei entități analogice și oricare dintre indicatorii financiari ai acesteia;
- calculul valorii entității evaluate.

Notă!

Dacă numărul acțiunilor în circulație se modifică de la an la an, atunci multiplii calculați pentru entitate în ansamblu vor diferi de multiplii pentru o acțiune unică, ponderată cu numărul de acțiuni la diferite perioade de timp.

Dacă entitățile din industrie raportează în conformitate cu IFRS, este ușor de calculat multiplii medii din industrie, necesari pentru a estima valoarea afacerii (de exemplu, valoarea

entității/profitul entității, valoarea entității/fluxul de numerar, valoarea entității/valoarea de piață a activelor corporale). În același timp, multiplii pot fi calculați atât pentru entitate în ansamblu, cât și pe acțiune.

În cazul în care structura de capital a entității evaluate și a entităților similare este foarte diferită, cu atât mai corectă și, uneori, singura modalitate posibilă de evaluare, este calcularea multiplilor fără o datorie. Acest lucru evită distorsiunile potențiale cauzate de diferențele în utilizarea fondurilor împrumutate. Cu toate acestea, în cazurile în care nu sunt disponibile date exacte despre indicatorii datoriilor corporative, ar trebui utilizați multiplicatori de preț.

Analiza fără datorii presupune calcularea raporturilor valorice de piață. Numărătorul acestor rapoarte este valoarea de piață a capitalului propriu al entității, inclusiv datoria netă (EV, Enterprise Value). Se calculează ca suma capitalurilor proprii și a datoriilor purtătoare de dobândă diminuând cu valoarea investițiilor financiare pe termen scurt și numerarul. Deducerea numerarului și a investițiilor financiare pe termen scurt se datorează faptului că în indicatorii aflați în numitorul multiplicatorului (EBIT, EBITDA sau încasările), veniturile primite din numerar nu sunt luate în considerare. Valoarea de piață a capitalului propriu este determinată prin micșorarea rezultatului obținut pentru entitatea evaluată (EV) valoarea datoriei nete de dobândă a acestei entități.

Pentru o analiză comparativă, vom selecta cinci entități ale căror acțiuni sunt cotate la bursă și au acces la declarațiile IFRS care conțin date privind EBITDA și veniturile acestor entități (Tabelul 5). Vom calcula multiplicatorii pentru fiecare companie similară. Apoi, trebuie să fie selectată o anumită valoare a multiplicatorului. Gama valorii aceluiași multiplicator poate fi destul de largă. De obicei, valoarea medie pentru entitățile similare este utilizată pentru calcule.

Tabela 5. Calculul multiplicatorilor pentru entitățile similare pentru anul 2019

Denumirea	Capitalizarea de piață, un. conv.	EV, mii un.conv.	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales
Analog 1	924	1330	33,6	6,8	0,7
Analog 2	218	671	negativ	4,8	0,9
Analog 3	124	157	6,1	2,3	0,5
Analog 4	803	990	14,9	4,9	0,8
Analog 5	650	1106	4,2	3,4	1,2
Valoarea medie	**543,8**	**850,8**	**11,76**	**4,44**	**0,82**

Există multe tipuri diferite de multiplicatori care pot fi utilizați în evaluarea unei entități. În consecință, rezultatul final este același număr de opțiuni pentru valoarea entității. Prin urmare, este necesar să fie selectați multiplicatori specifici pe baza cărora afacerea va fi evaluată. În acest caz, pentru evaluare, alegem multiplicatori EV/Sales și EV/EBITDA. Pentru a obține valoarea de piață a entității evaluate, este necesar să se înmulțească indicatorul financiar similar al acestei entități cu multiplicatorul calculat. Adică valoarea entității care utilizează multiplicatorul EV/Sales va fi egal cu 3 057 mii un. conv. (3 728 mii un. conv. (venituri ale companiei evaluate) × 0,82). Și când se utilizează un multiplicator EV/EBITDA – 8 125 mii un. conv. (1 830 mii un. conv. (EBITDA a entității care se evaluează) × 4.44). Metoda respectivă este utilizată pentru a determina valoarea finală a valorii de piață. În funcție de condițiile specifice (obiective și obiectul evaluării, gradul de încredere în această sau acea informație), fiecărui multiplicator i se atribuie propria greutate. În acest caz, multiplicatorilor li se atribuie aceeași greutate - 0,5 (tabelul 6). Pe baza ponderării, obținem valoarea totală a valorii entității 5 590 mii un. conv. (3 057 mii mii un. conv. x 0,5 + 8 125 mii mii un. conv. x 0,5). Aceasta va fi valoarea entității, inclusiv datoria netă.

Tabela 6. Determinarea valorii afacerii unei entități, mii un. conv.

DENUMIREA	K	EV	Ponderea coeficientului	TOTAL
EV/Sales	0,82	3.057	0,5	1.529
EV/EBITDA	4,44	8.125	0,5	4.063
Total				**5.591**

În concluzie, observăm că declarațiile IFRS conțin toate informațiile necesare pentru a determina valoarea unei afaceri, nu numai de către evaluatori profesioniști, ci și de către oricare alți utilizatori de situații financiare. Acesta este, fără îndoială, un instrument puternic pentru luarea deciziilor manageriale și de investiții de către participanții profesioniști la bursă, directorii financiari ai entităților și analiștii de toate formele de specializare financiară.