

Suport Evaluarea Intreprinderii

Curs 1

Abordarea prin comparație (piață)

Aplicația 1.

Presupunem că evaluăm capitalul propriu al unei întreprinderi necotate, care realizează o cifră de afaceri de 50 ml. lei. O întreprindere similară cotate, cu un nivel apropiat al îndatorării capitalului propriu are un preț al acțiunii de 1 leu, respectiv o valoare de piață a capitalului propriu de 100 ml. lei. Cifra de afaceri a comparabilei este de 80 ml. lei. Presupunem că riscul suplimentar pe care îl are întreprinderea necotată este de 40% (lipsa de lichiditate a investiției într-o întreprindere închisă).

Rezolvare:

$$\text{Multiplicator} = VpCp / CA = 100 / 80 = 1.25$$

$$CA_{\text{soc ce face obiectul evaluarii}} = 50$$

$$\Rightarrow VpCp_{\text{soc ce face obiectul evaluarii}} = 1.25 * 50 = 62.5$$

$$\Rightarrow VpCp_{\text{in final}} = 62.5 * (1-40\%) = 37.5$$

Aplicația 2

Presupunem că știm următoarele informații despre trei întreprinderi. Determinați valoarea capitalurilor proprii pentru societatea Gamma.

Indicator	Alfa	Beta		Gamma
VpCi – Valoarea de piata a capitalurilor investite (mii lei)	8000	750		?
Valoarea de piata a capitaluri proprii (VpCp) (mii lei)	6000	450		?
Datorii financiare (D) (u.m.)	2000	300		150
Dat fin / Cap propriu (%)	25	66,7		
EBIT (u.m.)	900	30		38

Va trebui însă selectat atât multiplicatorul adecvat din punct de vedere al coerenței existente între numărător și numitor, cât și comparabila pentru care se calculează.

Rezolvare:

1. Multiplicatorul $VpCp$ – Valoarea de piata a capitalurilor proprii / EBIT

2. Multiplicatorul $VpCi$ – (Valoarea de piata a capitalului propriu + valoarea de piata a datoriilor purtatoare de dob) / EBIT

$EBIT = \text{Profit brut din exploatare} = PB + \text{chelt cu dob}$

$\text{Multiplicator} = V_{pCi} / EBIT = 750 / 30 = 25$

$EBIT_{\text{GAMMA}} = 38$

$\Rightarrow V_{pCi \text{ GAMMA}} = 38 * 25 = 950$

$\Rightarrow V_{pCp \text{ GAMMA}} = 950 - 150 = 800$

Aplicația 3.

Societatea Beta SRL nu este cotate la bursă și are emise **400.000 acțiuni**. Un evaluator independent dorește să aplice abordarea prin comparație pentru a estima valoarea capitalurilor proprii ale acestei companii. Evaluatorul a reținut următoarele informații despre 3 companii din același domeniu de activitate cotate la bursa, companii comparabile cu societatea Beta SRL.

Indicatori	Compania A	Compania B	Compania C
Prețul acțiunii (curs bursier)	41,20	52,30	28,70
Profit net/acțiune	4,27	5,62	3,52
EBIT/acțiune	6,16	7,22	4,92
Capitalizare bursiera (V_{pCp}) /EBITDA	9,00	10,25	7,85

Obs: Cap bursiera = Pret actiune x Numarul de actiuni

Pentru compania **Beta SRL** se cunosc urmatoarele informatii

Indicatori	Compania BETA SRL
Profit net/acțiune	4,67
EBIT/acțiune	5,23
EBITDA	1.962.248

Pasii care trebuie urmati pentru a estima valoarea intreprinderii folosind abordarea prin piata (comparatie):

1. Identificarea societăților similare și relevante cu societatea care face obiectul evaluării (în practică se realizează prin baze de date privind situațiile financiare)
2. Să stabilesc anumiți multiplicatori pe care îi voi avea în vedere pentru a realiza comparația
3. Calculez multiplicatorii pentru societățile comparabile și stabilesc valoarea medie a lor
4. Estimez valoarea companiei care face obiectul evaluării folosind multiplicatorii calculați.

Multiplicatori

$$M1 = \text{Price-Earning-Ratio} = \frac{\text{Pret actiune}}{\text{Profit net pe actiune}}$$

$$M2 = \frac{\text{Pret actiune}}{\text{EBIT pe actiune}}$$

$$M3 = \frac{\text{Capitalizare bursiera (VpCp)}}{\text{EBITDA}}$$

Indicatori	Compania A	Compania B	Compania C	Medie
$M1 = \frac{\text{Pret actiune}}{\text{Profit net pe actiune}}$	41,20 / 4,27 = 9,65	52,30 / 5,62 = 9,31	28,70 / 3,52 = 8,15	(9,65 + 9,31 + 8,15) / 3 = 9,04
$M2 = \frac{\text{Pret actiune}}{\text{EBIT pe actiune}}$	41,20 / 6,16 = 6,69	52,30 / 7,22 = 7,24	28,70 / 4,92 = 5,83	(6,69 + 7,24 + 5,83) / 3 = 6,59
$M3 = \frac{\text{Capitalizare bursiera (VpCp)}}{\text{EBITDA}}$	9,00	10,25	7,85	(9+10,25+7,85)/3 = 9,03

$$M1 = \frac{\text{Pret actiune Beta SRL}}{\text{Profit net pe actiune Beta SRL}} = 9,04 \Rightarrow \text{Pret actiune Beta SRL} = 4,67 * 9,04 = \mathbf{42,22}$$

Profit net pe actiune Beta SRL = 4,67

Valoarea de piata a capitalurilor proprii Beta SRL = 42,22 * 400.000 = **16.888.000**

$$M2 = \frac{\text{Pret actiune Beta SRL}}{\text{EBIT pe actiune Beta SRL}} = 6,59 \Rightarrow \text{Pret actiune Beta SRL} = 6,59 * 5,23 = \mathbf{34,47}$$

EBIT pe actiune BETA SRL = 5,23

Valoarea de piata a capitalurilor proprii Beta SRL = 34,47 * 400.000 = **13.788.000**

$$M3 = \frac{\text{Capitalizare bursiera (VpCp)}}{\text{EBITDA}} = 9,03 \Rightarrow$$

Valoarea de piata a capitalurilor proprii Beta SRL = 1.962.248 * 9,03 = **17.719.099**

EBITDA Beta SRL = 1.962.248

Valoarea medie estimata a capitalurilor proprii Beta SRL = (16.888.000 + 13.788.000 + 17.719.099) / 3 = **16.131.700**

Aplicatia 4.

Se doreste evaluarea companiei ABC din Romania, folosindu-se abordarea prin comparatie pe baza multiplicatorului PER. Pe baza unei analize a randamentelor medii, evaluatorul a decis ca compania subiect ABC se afla in decila zece a distributiei. Cea mai potrivita companie

comparabila este compania XYZ din Polonia. Aceasta se afla in decila opt a distributiei randamentelor si inregistreaza un PER = 11,11.

Analiza randamentelor a aratat ca media aritmetica a randamentelor intreprinderilor din decila opt este cu 4,23% mai mica decat media aritmetica a randamentului pentru intreprinderile din decila zece.

Potrivit analizei lui Damodaran (pages.stern.nyu.edu/adamodar), prima de risc de tara pentru Polonia este 1,13%, iar pentru Romania este 2,93%.

Determinati multiplicatorul PER ajustat pentru a tine cont de diferenta de risc de tara si de diferenta de marime dintre compania ABC si compania XYZ.

$$\text{Multiplicator ajustat} = \frac{1}{\left(\frac{1}{\text{Multiplicator coparabila}} + Z_{\text{risc marime}} + Z_{\text{risc tara}} \right)}$$

$$\text{PER ajustat} = 1/[1/11,11 + 4,23\% + (2,93\% - 1,13\%)] = 1/(1/11,11 + 5,73\%) = 1/(9\% + 5,73\%) = 6,653$$

Aplicația 5.

Aplicati abordarea prin comparație pentru compania Purcari plecând de la urmatoarele societăți comparabile. Pentru Purcari se cunosc urmatoarele informatii:

Numar de actiuni emise: 40.426.674 actiuni

Profit net / actiune = 1,38 lei/actiune

EBITDA = 106.542.455 lei

Cifra de afaceri = 382.324.677 lei

Total datorii = 341.055.794 lei

Numerar si echivalente de numerar = 20.703.484 lei

Company Name	Country of Headquarters	Historic P/E (FY0)	Historic EV/EBITDA, FY (FY0)	Historic EV/Revenue, FY (FY0)	Emilinare sau mentinere
Purcari Wineries PCL	Cyprus	10,52	7,08	2,13	
Shanghai Jinfeng Wine Co Ltd	China	662,02	83,29	5,03	P/E exagerat
Jinro Distillers Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	10,91	6,25	0,89	Zona climatica de cultivare a strugurilor nu este similara
Sula Vineyards Ltd	India	32,37	17,27	4,17	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Amber Latvijas Balzams AS	Latvia	16,41	12,57	0,89	Mentinere

Company Name	Country of Headquarters	Historic P/E (FY0)	Historic EV/EBITDA, FY (FY0)	Historic EV/Revenue, FY (FY0)	Emilinare sau mentinere
Zwack Unicum Likoripari es Kereskedelmi Nyrt	Hungary	20,61	13,93	2,41	Mentinere
Weilong Grape Wine Co Ltd	China	256,67	27,22	6,29	P/E exagerat
Associated Alcohols & Breweries Ltd	India	32,36	20,20	2,36	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Kook Soon Dang Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	52,67	160,56	0,27	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Kutjevo dd	Croatia	18,27	9,09	1,14	Mentinere
Muhak Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	3,46	-1,29	-0,27	Zona climatica de cultivare a strugurilor nu este similara
Pungguk Ethanol Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	14,50	5,58	0,81	Zona climatica de cultivare a strugurilor nu este similara
Shri Gang Industries and Allied Products Ltd	India	7,65	6,43	0,88	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Comfort Intech Ltd	India	28,17	45,69	1,82	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Citic Niya Wine Co Ltd	China	355,41	146,83	36,00	P/E exagerat
Gansu Huangtai Wine-Marketing Industry Co Ltd	China	105,67	91,76	17,66	P/E exagerat
Distilleries Company of Sri Lanka PLC	Sri Lanka	10,23	5,72	3,15	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
PT Hatten Bali PT Tbk	Indonesia	18,15	11,77	3,21	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Aurangabad Distillery Ltd	India	14,97	16,16	2,09	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Prodvinalco SA	Romania	10,59	8,40	3,10	Mentinere
Angostura Holdings Ltd	Trinidad and Tobago	21,19	13,41	2,52	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Jobubu Jarum Minahasa PT Tbk	Indonesia	336,79	90,16	13,46	P/E exagerat
Yantai Changyu Pioneer Wine Co Ltd	China	51,53	21,42	4,37	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
IFB Agro Industries Ltd	India	19,32	6,78	0,16	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)

Company Name	Country of Headquarters	Historic P/E (FY0)	Historic EV/EBITDA, FY (FY0)	Historic EV/Revenue, FY (FY0)	Emilinare sau mentinere
Qinghai Huzhu TianYouDe Highland Barley Spirit Co Ltd	China	122,97	32,82	3,93	P/E exagerat
Vina Santa Rita SA	Chile	50,93	22,98	1,52	P/E exagerat
Kuaijishan Shaoxing Rice Wine Co Ltd	China	26,98	11,56	2,73	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Ambra SA	Poland	12,31	6,72	0,92	Mentinere
Pincon Spirit Ltd	India	6,60	6,21	0,38	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Zhejiang Guyuelongshan Shaoxing Wine Co Ltd	China	39,38	17,39	3,06	P/E exagerat
G M Breweries Ltd	India	11,03	11,31	0,53	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)
Vina San Pedro Tarapaca SA	Chile	7,83	4,82	0,71	Compania din afara UE (nu are acelasi standarde)

Determinati:

- Care multiplicator considerati ca este cel mai potrivit pentru determinarea valorii de piata a companiei Purcari

Company Name	Country of Headquarters	Historic P/E	Historic EV/EBITDA	Historic EV/Revenue
Amber Latvijas Balzams AS	Latvia	16.41	12.57	0.89
Zwack Unicum Likoripari es Kereskedelmi Nyrt	Hungary	20.61	13.93	2.41
Kutjevo dd	Croatia	18.27	9.09	1.14
Prodvinalco SA	Romania	10.59	8.4	3.1
Ambra SA	Poland	12.31	6.72	0.92
Media		15.64	10.14	1.69
Mediana		16.41	9.09	1.14
Abatere medie patratica		4.15	3.00	1.01
Coeficient variatie		0.27	0.30	0.59

O metoda statistica de alegere a multiplicatorului reprezentativ este coeficientul de variatie. Acesta se calculeaza ca raport intre abaterea medie patratica a multiplicatorului comparabilelor (stdev.s) si media multiplicatorului comparabilelor selectate (average). Un multiplicator potrivit este acela care are o valoare a coeficientului de variatie mai mica sau egal cu 0.5.

- b) Valoarea de piata a companiei Purcari utilizand cei mai relevanti doi multiplicatori din cei calculati anterior.

Valoarea de piata a capitalurilor proprii dupa P/E = mediana P/E comparabile x Profit net pe actiune Purcari x Numar de actiuni Purcari = $16,41 \times 1,38 \times 40.426.674 = 915.494.374,07$ lei

Valoarea de piata a companiei dupa $P/E = V_{pCp} + V_{pDat} - \text{Numerar sau echivalente numerar} = 915.494.374,07 + 341.055.794 - 20.703.484 = 1.235.846.684,07$ lei

Valoarea de piata a companiei dupa EV/EBITDA = mediana EV/EBITDA comparabile x EBITDA Purcari = $9,09 \times 106.542.455 = 968.470.915,95$ lei

Valoarea de piata a capitalurilor proprii dupa EV/EBITDA = EV Purcari dupa EV/EBITDA - $V_{pDat} + \text{Numerar sau echivalente numerar} = 968.470.915,95 - 341.055.794 + 20.703.484 = 648.118.605,95$ lei