Evaluarea afacerii

Intalnirea 2

Stagiul CECCAR
Anul III



www.ceccar.ro

Copyright @CECCAR 2026

ABORDAREA PRIN VENIT



Abordarea prin venit

- SEV 100 *Cadrul general*, abordarea prin venit este definită ca fiind o abordare în evaluare care *„oferă o indicație asupra valorii prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare curentă a capitalului”.*

- **Caracteristicile abordării prin venit**
  - Întreprinderea este evaluată ca un ansamblu de active.
  - Evaluarea este orientată spre viitor.
  - Evaluarea ia în calcul fluxurile de numerar ce vor fi generate de întreprindere din derulareaactivității sale.
  - Beneficiile anticipate sunt estimate luând în considerare:
    - structura capitalului;
    - performanțele anterioare ale întreprinderii;
    - evoluția sperată a acesteia;
    - factorii economici specifici domeniului de activitate.

Copyright © 2026 CECCAR

Abordarea prin venit

- Metodele de evaluare înscrise în abordarea prin venit sunt:
  - metoda fluxului de numerar net actualizat – metoda DCF;
  - metoda capitalizării fluxului de numerar;
  - diferite modele de evaluare a opțiunilor.

- Metoda DCF se aplică numai în situație în care întreprinderea evaluată este de așteptat că va genera, într-o perioadă de previziune explicită (5-10 ani), un FNN anual inegal.
- Metoda capitalizării fluxului de numerar (stabilizat, normalizat, mentenabil) se aplică numai când întreprinderea evaluată a ajuns la stadiul (faza) de stabilitate economică, ce poate fi caracterizat prin faptul că întreprinderea poate menține un nivel constant al ratei de creștere a fluxurilor de numerar

Copyright © 2026 CECCAR

Abordarea prin venit

- Forme ale venitului:
  - EBITDA (profit brut din exploatare înainte de scăderea amortizării dobânzilor plătite și impozitului pe profit);
  - EBIT (profit brut din exploatare);
  - dividende;
  - flux de numerar brut;
  - flux de numerar net (FNNI - CFD).

Copyright © 2026 CECCAR

Probleme conceptuale

1.Valoarea întreprinderii (VI)

- Valoarea întreprinderii: *„valoarea totală a capitalurilor proprii ale unei întreprinderi plus valoarea creditelor sale sau a datoriilor purtătoare de dobânzi, minus orice numerar sau echivalente de numerar disponibile pentru a plăti acele datorii”.*

- Valoarea întreprinderii este prețul teoretic pe care un investitor l-ar plăti pentru a achiziționa o întreprindere. Formula de calcul a valorii întreprinderii, conform definiției din SEV 200, redată anterior, este:

Valoarea întreprinderii = valoarea capitalurilor proprii + valoarea datoriilor totale purtătoare de dobânzi – valoarea numerarului și a echivalentelor de numerar

Copyright © 2026 CECCAR

Probleme conceptuale

2. Capitalul propriu (Cp)

- Capitalul propriu al unei întreprinderi, subiect al evaluării, este de obicei capitalul propriu reprezentat de acțiunile ordinare existente în circulație.

- Precizarea încă de la începutul misiunii de evaluare a obiectului evaluării, respectiv, fie estimarea valorii de piață (sau a valorii de investiție) a întreprinderii, fie calcularea valorii de piață a capitalului proprii sau a unui pachet de acțiuni, are o importanță esențială - adecvarea metodelor de evaluare și asigurarea coerenței între indicatorii economici utilizați în calcule

Copyright © 2026 CECCAR

Probleme conceptuale

3. Capitalul împrumutat (datorii purtătoare de dobânzi)

- Datoriile totale purtătoare de dobânzi (datorii financiare) se referă la:
  - creditele pe termen lung, respectiv cele cu scadența mai mare de un an de la data evaluării;
  - creditele pe termen lung cu scadența în anul curent;
  - creditele pe termen scurt, respectiv cele cu scadența mai mică de un an de la data contractării lor;
  - alte datorii financiare (de exemplu, leasing, dividende de plată, împrumut de la asociați).

- Pentru evaluarea întreprinderii (VI), valoarea datoriilor totale purtătoare de dobânzi se adaugă la valoarea de piață a capitalului propriu, deoarece acestea reprezintă o parte din prețul de achiziție total, creditele totale fiind preluate de cumpărător și urmând a fi restituite din FNN viitor al întreprinderii achiziționate.

Copyright © 2026 CECCAR

Probleme conceptuale

4. Evaluarea activelor din afara exploatării - *„clase de active care nu sunt de bază pentru activitățile de exploatare ale unei întreprinderi, dar care totuși pot genera venit sau pot asigura un beneficiu din investiție.”*

- În SEV 200 - *Întreprinderi și participații la întreprinderi* se face următoarea precizare (para. C21): *„…Este important să se înțeleagă natura activelor și datoriilor întreprinderii și să se determine atât elementele care sunt necesare pentru a fi utilizate în procesul de generare a venitului, cât și cele care sunt excedentare pentru întreprindere, la data evaluării”.*

- Exemple:
  - numerar, echivalente de numerar, plasamente pe termen scurt excedentare față de nevoile curente de finanțare ale întreprinderii;
  - investițiile financiare pe termen lung (imobilizări financiare);
  - investițiile imobiliare;
  - alte active din afara exploatării.

Copyright © 2026 CECCAR

Ajustarea contului de profit și pierdere (CPP)

- **Scopuri:**
  - identificarea nivelului veniturilor și cheltuielilor reprezentative, rezonabile pentru continuarea activității întreprinderii;
  - asigurarea comparabilității cu alte întreprinderi similare;
  - fundamentarea previziunii fluxurilor de numerar net.
- **Ajustări**:
  - *ajustări uzuale*: extragerea veniturilor și cheltuielilor generate de activele din afara exploatării, a celor generate de influența unor evenimente întâmplătoare (inundații, incendii, reorganizarea întreprinderii, introducerea unor linii de fabricație noi etc.);
  - *ajustări care să asigure comparabilitatea cu alte întreprinderi*: amortizarea contabilă sau cea calculată în scopuri fiscale ar trebuie corectată pentru a estima amortizarea economică sau amortizarea utilizată de întreprinderi similare;
  - *ajustări asupra elementelor de cheltuieli care sunt la discreția proprietarilor/managerilor:* cheltuielile pentru compensarea proprietarilor, costurile salariale; prime, bonusuri și alte avantaje în natură (abonamente la cluburi private, chirii mari plătite de întreprindere pentru proprietar etc); cheltuielile cu serviciile furnizate de terți (consultanță, inginerie, reparații, încercări, mentenanță, audit, contabilitate - comparativ cu piața); cheltuieli cu plata chiriilor (dacă nivelul chiriei plătite este superior/inferior chiriei de piață);

Copyright © 2026 CECCAR

Metoda fluxului de numerar actualizat - DCF

- Valoarea întreprinderii este definită ca fiind suma actualizată (prezentă) a tuturor cash-flow-urilor pe care întreprinderea le va genera prin funcţionarea viitoare.

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

FNNI = flux de numerar net al intreprinderii
CFD = cash-flow disponibil
Profit net din exploatare EBIT (1 − t) = PN + ch dob (1-t)
t = rata de impozitare
ΔNFR – necesarul de fond de rulment (capital de lucru) suplimentar
CAPEX – investițiile suplimentare de capital

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

VT = valoarea terminală
K = rata de actualizare

Copyright © 2026 CECCAR

Metoda fluxului de numerar actualizat - DCF

- Valoarea de piață a capitalurilor proprii ale întreprinderii (capitalului acționarilor) estimată prin metoda DCF este:
- **VpCp = VpI – VpDfin nete**

unde:

- VpDfin nete = valoarea de piață a datoriilor financiare ale întreprinderii (credite bancare și datorii purtătoare de dobânzi), nete de numerarul sau echivalentele de numerar disponibile pentru rambursarea acestor datorii.

Copyright © 2026 CECCAR

Etapele metodei DCF :

- 1) Previziunea fluxurilor de numerar (FNN) pe o perioadă viitoare = perioada de previziune explicită (în care există variație neliniară);
- 2) Estimarea unei valori (valoare terminală) pe baza fluxurilor de numerar estimate după încheierea perioadei de previziune explicită;
- 3) Selectarea unei rate de actualizare pe baza mediului economic din România și a cuantificării riscului de sector;
- 4) Estimarea valorii întreprinderii pe baza fluxurilor nete de numerar actualizate.
- 5) Estimarea valorii capitalului propriu prin deducerea valorii datoriei nete și a valorii datoriilor non-operaționale și prin adăugarea valorii activelor excedentare.

Copyright © 2026 CECCAR

Valoarea terminală (VT)

- Valoarea terminală reprezintă valoarea actualizată de la sfârșitul perioadei de previziune explicită a tuturor fluxurilor de numerar previzionate după finele perioadei de previziune explicită.

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, precum și cheltuielile de lichidare.

2. Metoda costului de înlocuire - constă în estimarea valorii terminale prin însumarea costului de înlocuire previzionat al activelor întreprinderii.

3. **Metoda capitalizării fluxului de numerar net -** formula clasică de calculare a valorii terminale, prin metoda capitalizării fluxului de numerar net, este *formula Gordon-Shapiro* (g - rata anuală, constantă, previzionată, de creștere perpetuă a cash-flow-urilor)

$$VT = \frac{CFDn(1+g)}{k-g}$$

Copyright © 2026 CECCAR

Rata de actualizare (costul capitalului) - k

- În Glosarul la *Standardele de evaluare a bunurilor,* ediția 2018, rata de actualizare = *„O rată a rentabilității utilizată pentru a converti o sumă de bani viitoare sau un flux de numerar viitor, într-o valoare actualizată (prezentă)".*

- În estimarea ratei de actualizare a fluxurilor de numerar la dispoziția întreprinderii, se iau în considerare ponderea fiecărei surse de finanțare și costul estimat al acestei surse.

- Finanțarea activității întreprinderii se poate face prin:
  - capitaluri proprii;
  - capitaluri împrumutate
  - capitaluri preferențiale.

Copyright © 2026 CECCAR

Rata de actualizare (costul capitalului) - k

Costului capitalului propriu – k_{CPR}	Formulă
Rata de rentabilitate financiară	$\frac{PN}{CPR}$
Rata determinată prin modelul Gordon-Shapiro de creștere a dividendelor	$g + \frac{DIV_0(1+g)}{P_0}$
Modele de tip build-up	$R_f + RP_m + RP_{sector} + RP_{companie}$
CAPM (Capital Assets Pricing Model)	$R_f + \beta(Rm - Rf)$

Copyright © 2026 CECCAR

Rata de actualizare (costul capitalului) - k

- Rata de actualizare utilizată pentru actualizarea fluxului de numerar la dispoziția întreprinderii (FNNI) reflectă costul mediu ponderat al capitalului atras pentru finanțarea activității sale (al surselor sale de finanțare).

$$k = CMPC = k_{CPR} \times pondere_{CPR} + k_{Cap\ imp} \times pondere_{cap\ imp} + \ldots.$$

$$k_{Cap\ imp} = r_{cost\ credit} \times (1 - \mathrm{t})$$

Structura în valorii de piaţă a capitalului investit		Costul capitalului
Capitaluri proprii	70 %	15,80 %
Obligaţiuni fără durată de răscumpărare	5 %	6,32 %
Obligaţiuni cu termen de răscumpărare	20 %	5,33%
Capital preferenţial	5 %	11,22 %
Total	**100 %**	**CMPC = 13 %**
CMPC = 15,8% x 0,7 + 6,32% x 0,05 + 5,33% x 0,2% + 11,22% x 0,05 =13 %		

Copyright © 2026 CECCAR

Rata de actualizare (costul capitalului) - k

- Costul capitalului propriu prin metoda CAPM - ajustată

Date de intrare		Comentarii
Beta (beta capital propriu fără considerarea îndatorării)	0.6	*Se obține din analiza companiilor comparabile*
Pondere credit	50%	*Se obține din analiza companiilor comparabile*
Rata impozitului pe profit	16%	*Cota de impozitare*
Rata fără risc	4%	*Randamentul obligațiunilor de stat pe 10 ani, la data evaluării*
Prima de risc de piață	6%	*Adecvată mediului investițional curent din țările dezvoltate*

CAPM		Comentarii
Rata fără risc	4%	*Randamentul obligațiunilor de stat pe 10 ani, existent la data evaluării*
Beta capital propriu cu considerarea îndatorarii*	1.104	*Beta activului x (1 + ((1 - cota impozitului pe profit) x (credit / capital propriu)))*
Prima de risc de piață	6%	*Adecvată mediului investițional curent din țările dezvoltate*
Rentabiliatea cerută de capitalul propriu	10.6%	*Rata fără risc + (beta capital proprii x prima de risc de piață)*

Damodaran Online:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Copyright © 2026 CECCAR

COERENTE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

- Cazul previziunii cifrei de afaceri:
- Corelarea ratei de crestere a acesteia cu:
  - Rata medie de cerstere a sectorului de activitate;
  - Obiectivele strategice ale intreprinderii;
  - Investitiile previzionate a fi realizate de catre intreprindere;

- Cazul previziunii cheltuielilor:
- Corelarea marimii acestora cu:
  - Nivelul cifrei de afacer iprevizionate(cazul cheltuielilor variabile);
  - Costul estimate al resurselor atrase (cazul cheltuielilor financiare);
  - Evolutia costului utilitatilor si a remunerarii personalului administrative și direct implicat in activitatea de exploatare;
  - Marimea investitiilor ce vor fi realizate de catre intreprindere (cazul amortizarii);

Copyright © 2026 CECCAR

COERENTE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

- Cazul previziunii investitiilor in active imobilizate:
- Corelarea marimii acestora cu:
  - –Nivelul lor previzionat in bugetul de investitii al intreprinderii
  - –Obiectivele ce urmeaza sa fie atinse de catre intreprindere;

- Cazul previziunii investitiilor in active circulante:
- Corelarea marimii acestora cu:
  - –Nivelul investitiilor in active fixe;
  - –Ritmul de crestere al cifrei de afaceri;
  - –Evolutia vitezei de rotatiea activelor circulante;

Copyright © 2026 CECCAR

COERENTE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

- Cazul estimarii fluxurilor de numerar nete:
- Se tine cont de:
  - Scopul evaluarii;
  - Marimea pachetului de actiuni de trebuie evaluat (de control sau minoritar);
  - Ajustarile necesare ale marimii profitului;
  - Informatiile privind investitiile in active fixe avute in vedere (bugetul de investitii) precum si cele in active circulante asociate acestora;

- Cazul estimarii ratei de actualizare:
- Se tine cont de:
  - Scopul evaluarii;
  - Activul sau datoria supusă evaluării;
  - Costul de oportunitate a capitalurilor investite in acel sector de activitate;
  - Nivelul ratei de rentabilitate fara risc previzionata pe termen lung;
  - Nivelul primelor de risc ce ar trebui luate in considerare;

Copyright © 2026 CECCAR

COERENTE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

- Indicatori macroeconomici cu impact asupra evoluţiei sectorului de activitate
- Ex: PIB, rata de creştere economică, rata de inflaţie, deficitul de cont curent, deficit bugetar, volatilitate rata de schimb, rata somajului, veniturile si cheltuielile gospodăriilor etc.
- Politici economice, monetare, fiscale cu impact asupra evoluţiei sectorului de activitate

Copyright © 2026 CECCAR

Vă multumesc!

Copyright © 2026 CECCAR