



**Building a better  
working world**

Ernst & Young Support Services SRL  
Bucharest Tower Center Building, 22<sup>nd</sup> Floor  
15-17 Ion Mihalache Blvd., Sector 1  
011171 Bucharest, Romania

Tel: +40 21 402 4000  
Fax: +40 21 310 7193  
office@ro.ey.com  
ey.com

## **Perspective de Evaluare** **Metodologie calcul**

### **CMPC (WACC) - Costul mediu ponderat al capitalului**

Costul mediu ponderat al capitalului reprezintă o estimare numerică a randamentului pe care un investitor se așteaptă să îl obțină. Acesta încorporează toate sursele de finanțare ale companiei.

Matematic, formula pentru calcularea CMPC este:  $CMPC = k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + C_{pr}} + k_e \times \frac{C_{pr}}{D + C_{pr}}$

Pentru a calcula CMPC este nevoie de: 1) costul capitalurilor proprii ale unei societăți, 2) costul datoriilor (e.g. rata dobânzii cu care o societate atrage sau ar putea atrage facilități de credit) și 3) ponderea valorilor obținute pentru a reflecta structura de capital specifică industriei.

### **Costul capitalului propriu**

Costul capitalului reprezintă randamentul pe care un investitor se așteaptă să îl obțină în condițiile deținerii activului și asumării riscurilor aferente. Acesta reprezintă un element de referință potrivit în cazul companiilor care activează în sectorul financiar, datorită specificului activității și structurii specifice de finanțare.

Pentru a calcula costul capitalurilor proprii, am aplicat Modelul CAPM, calculat prin formula următoare:  $Ke = [1 + ((1 + Rf) * (1 + CRP) - 1) + (Beta \text{ capital propriu} * ERP)] - 1$

### **Abordarea prin piață**

Abordarea bazată pe piață sau evaluarea relativă presupune că valoarea întreprinderii poate fi estimată observând valoarea la care se schimbă titluri de proprietate pentru afaceri comparabile, fie pe piața de capital, fie pe piața de fuziuni și achiziții. Abordarea evaluează valoarea unei companii prin compararea societății în cauză cu societăți comparabile listate (metoda comparației vânzărilor de pe piața de capital).

Metoda comparației vânzărilor de pe piața de capital se bazează pe premisa că multiplicatorii de prețuri ai societăților listate pot fi folosiți drept indicatori ai valorii, fiind aplicați în cadrul evaluării companiei subiect. Pentru a utiliza această metodă în mod adecvat, societățile listate folosite trebuie să fie comparabile cu întreprinderea subiect al evaluării. Societățile comparabile nu vor fi identice cu subiectul evaluării, dar trebuie să fie suficient de similare pentru a îndruma analistul evaluator în timpul procesului.

Un multiplicator reprezintă o proporție între două variabile financiare. În majoritatea cazurilor, numărătorul multiplicatorului este fie prețul societății (în cazul multiplicatorilor de preț) fie Valoarea Întreprinderii (în cazul multiplicatorilor valorii întreprinderii). Valoarea Întreprinderii societății este definită, de obicei, drept valoarea de piață a capitalului investit (datorii nete și capitaluri proprii). Numitorul multiplicatorului este un parametru contabil, precum profitul net, vânzările societății sau valoarea contabilă a capitalului propriu. Multiplicatorii pot fi calculați din valori pe acțiune (prețul de piață pe acțiune, rezultatul pe acțiune, vânzări pe acțiune sau valoarea contabilă pe acțiune) sau din sume totale.



**Building a better  
working world**

Ernst & Young Support Services SRL  
Bucharest Tower Center Building, 22<sup>nd</sup> Floor  
15-17 Ion Mihalache Blvd., Sector 1  
011171 Bucharest, Romania

Tel: +40 21 402 4000  
Fax: +40 21 310 7193  
office@ro.ey.com  
ey.com

Cei mai des utilizați multipli calculați pe baza capitalului propriu sunt preț/profit net, preț/venituri în numerar, preț/valoarea contabilă a capitalului propriu, preț/vânzări. Alți multiplicatori uzuali se bazează pe Valoarea Întreprinderii unei societăți (VI), precum: VI/Vânzări, VI/EBITDA, VI/EBIT, VI/NOPAT sau VI/Active totale. Acești multiplicatori indică valoarea unei societăți independent de structura capitalului său.

Abordarea prin piață se bazează pe aplicarea multiplicatorilor de evaluare derivați din datele disponibile pentru societățile comparabile tranzacționate public (metoda comparației vânzărilor de pe piața de capital).

Aplicarea abordării bazate pe piață constă în următorii pași:

- Identificarea companiilor;
- Estimarea, selecția și ajustarea multiplicatorilor;
- Aplicarea multiplicatorilor asupra indicatorilor financiari relevanți pentru companie.

**VI/EBITDA:** Reprezintă raportul dintre valoarea întreprinderii și profitul înainte de impozitare, achitarea cheltuielilor cu dobânzile, precum și impactul generat de depreciere și amortizare. Acest multiplicator este printre cei mai utilizați în practica evaluării, generând prin aplicare valoarea întreprinderii. Astfel, utilizarea VI/EBITDA, ia în considerare impactul nivelului de îndatorare al companiei. De asemenea, acest multiplu este relevant în cazul comparației cu entitățile străine, întrucât elimină efectele generate de politicile de impozitare locale.

**VI/Venituri:** Reprezintă raportul dintre valoarea întreprinderii și veniturile acesteia. Astfel, acest multiplicator oferă o perspectivă asupra valorii companiei, prin raportarea la veniturile generate sau estimate a fi generate anual. Această abordare este una potrivită mai ales în cazul companiilor al căror nivel al profitului nu este unul stabil, normalizat. Astfel, veniturile oferă o perspectivă mai relevantă în acest caz, conducând la utilizarea multiplicatorului VI/Venituri.

**Capitalizare bursieră / Valoarea contabilă a capitalului propriu (P/B):** Reprezintă raportul dintre capitalizarea bursieră și valoarea contabilă a capitalului propriu. Această valoare este de fapt suma care ar reveni acționarilor în caz de insolvență sau faliment, după achitarea tuturor datoriilor către terți. Valoarea contabilă nu reflectă însă într-un mod fidel activele intangibile, precum capitalul uman. Ca și în cazul celorlalți multiplicatori însă, în funcție de specificul companiei și al sectorului, valoarea poate fi interpretată diferit în funcție de industria în care activează compania analizată.

**Capitalizare bursieră / Profitul net (PER):** Reprezintă raportul dintre capitalizarea bursieră și profitul companiei. PER este unul dintre cei mai utilizați multiplicatori în evaluare. PER măsoară prețul pe care un investitor este dispus să îl plătească pentru fiecare unitate monetară pe care compania este capabilă să o genereze. Pe de altă parte, PER poate fi privit și ca o unitate de măsură a timpului de recuperare a capitalului investit.



Ernst & Young Support Services SRL  
Bucharest Tower Center Building, 22<sup>nd</sup> Floor  
15-17 Ion Mihalache Blvd., Sector 1  
011171 Bucharest, Romania

Tel: +40 21 402 4000  
Fax: +40 21 310 7193  
office@ro.ey.com  
ey.com

**Building a better  
working world**

**De avut în vedere:**

- Prezentul exercițiu nu a inclus o analiză de lichiditate și nici o analiză privind caracteristicile individuale (ex: mărimea companiei, nivelul veniturilor) ale fiecărei companii din grupul de companii comparabile utilizat. Criteriile pe baza cărora a fost realizată selecția au în vedere regiunea geografică și încadrarea sectorială, așa cum este aceasta prezentată în baza de date utilizată (S&P Capital IQ).
- Ratele de actualizare fundamentate nu cuprind prime specifice (de ex. prima pentru mărimea companiei subiect), întrucât prezenta analiză este sectorială și nu o analiză individuală a unei companii specifice. Această primă poate fi aplicată, dacă este cazul.
- Ratele de actualizare prezentate sunt exprimate în euro. Pentru a asigura o comparabilitate a datelor, cât și corectitudinea calculului, acestea ar trebui aplicate unor fluxuri de numerar exprimate în aceeași monedă.
- În aplicarea multiplicatorilor trebuie luat în considerare faptul că nu există două companii identice, acestea fiind diferențiate de multiple caracteristici individuale. Astfel, abordarea ar trebui aplicată ținând cont de acest aspect și aplicând ajustările necesare, dacă este cazul. De asemenea, în aplicarea multiplicatorilor este foarte relevant indicatorul financiar al companiei la care se aplică (de ex. venituri, EBITDA). Pentru a avea o perspectivă clară și cât mai aproape de realitate, indicatorul ar trebui să fie unul normalizat, adică să reflecte un nivel pe care compania se așteaptă să îl poată realiza în mod constant.