SURSE DE VALOARE A ÎNTREPRINDERII

Ion Viorica Mădălina, Academia de Studii Economice din București,
doctorand Finanțe, mvmadalina@yahoo.com

We suggest you to cite this article as:
Ion, V.M. (2016) Sources of enterprise value. *Junior Scientific Researcher*, Vol II, No. 1, pp. 16-29.

Abstract

Valoarea întreprinderii are o importanță crescută în evaluarea unei afaceri, astfel că maximizarea acesteia devine prioritară pentru părțile implicate în activitatea derulată, precum acționarii sau investitorii. Scopul articolului de față îl reprezintă analiza surselor de valoare și a factorilor de influență pentru a înțelege cauzele scăderii, respectiv posibilitățile de maximizare a valorii întreprinderii, trecându-se în revistă principalele noțiuni din literatura de specialitate.

Au fost analizate întreprinderile cotate la Bursa de valori București (BVB) din sectorul de resurse energetice, inclusiv cea mai mare companie românească listată în funcție de capitalizare, OMV Petrom. În cercetare s-a ținut cont de faptul că analiza unei companii mari, cu o istorie îndelungată este facilitată de existența informațiilor multianuale necesare, spre deosebire de întreprinderile aflate la începutul ciclului de viața care activează într-o piață emergentă.

Cuvinte Cheie*: beneficii, cash-flow, evaluare, preț, profit, valoarea firmei.*
JEL Classification*: G32, L25, L21.*

Introducere

În analiza factorilor de influență a valorii unei întreprinderi, am pornit de la teoriile enunțate în literatura de specialitate, prezentate în Cursul de Management de la Open University Business School, precum:

- Robert Eccles (1998) considera că indicatorii financiari de performanţă sunt insuficienți pentru a măsura succesul unei organizaţii, fiind necesar un set de indicatori, inclusiv non-financiari, precum cota de piață. Similar, Fişa Scorului Echilibrat (Kaplan şi Norton, 1998), este un instrument de management, care pune pe acelaşi plan: clienţii, angajaţii, performanța financiară a organizaţiei - utilizând indicatori precum fluxul de numerar, rentabilitatea, dezvoltarea sau valoarea pentru acţionari - şi inovația și utilizează pentru fiecare din cele patru perspective indicatori specifici[1] - teoria Z (OUBS, 2010). Perspective similare asupra activității întreprinderii (piață, activitate financiară, activitate operațională, resurse umane) sunt utilizate și în evaluarea întreprinderilor.
- Organizațiile ar trebui să servească interesele grupurilor implicate[2] (Freeman, 2001), fiind parte a mediului extern în care activează. Persoanele interesate în activitatea întreprinderii au obiective specifice, precum creșterea cifrei de afaceri sau a activului economic total al întreprinderii (Millman, 1993).

[1] Engl. KPI = key performance indicators
[2] Engl. stakeholders

- Piercy (1997) considera că organizațiile orientate spre piaţă trebuie să ofere valoare pentru clienți, concurență, parteneri şi colaboratori. Se poate deduce astfel că principalele persoane interesate de activitatea și valoarea întreprinderii sunt următoarele: grupurile externe de interese – acționarii, investitorii, creditorii, statul, clienții, publicul, concurența, proprietarii și grupurile interne – managerii și angajații.
- Obiectivul major de maximizare a valorii întreprinderii / a averii proprietarilor ca obiectiv primordial al întreprinderii se bazează pe teoria grupurilor interesate a lui Freeman (Jensen, 2001); Ansari şi Euske (1987) prezintă o perspectivă normativă privind maximizarea investiţiei acţionarilor şi optimizarea rezultatelor;
- Din studierea si cuantificarea ineficienţelor care decurg din conflictele manageri – acționari - cunoscută ca o problema de mandatare[3] (Eisenhardt, 1989), rezultă că managerii vor acționa pentru maximizarea averii proprietarilor, numai dacă aceasta maximizează și bunăstarea lor, rezultând costuri aferente[4] (Investopedia, 2016). Acest aspect determină proprietarii să angajeze firme de audit pentru verificarea activității desfășurate, iar managerii să caute să își justifice acțiunile, prin diverse rapoarte.

În funcție de etapa de viață în care se află o întreprindere (în primii ani de funcționare, în perioada de consolidare sau în perioada de expansiune), aceasta se poate confrunta cu diverse probleme şi riscuri asociate, fapt ce influențează semnificativ așteptările cu privire la evoluția viitoare a performanțelor acesteia şi la valoarea întreprinderii, precum şi riscurile asociate activităţii desfăşurate (fig.1).

Fig.1 Ciclul de viața al întreprinderii

Primii ani	• Identificarea clienților și partenerilor (strategici); • Dezvoltarea ofertei • Provocările unei piețe emergente; • **Riscul de faliment**
Consolidarea	• Selectarea angajaților competitivi • Delegarea / păstrarea controlului; • **Evitarea falimentului**
Expansiunea	• Identificarea surselor de finanțare; • Amenințarea concurenței; • **Riscul de faliment**

Sursa: (Porojan, 2002)

Riscul de faliment este o constantă a activităţii întreprinderii, după cum reiese din figura de mai sus. Pornind de la cazul falimentelor celebre[5], a revenit în discuţie maximizarea valorii companiei; în acest scop fiind necesare:

- Investiții care să valorifice patrimoniul printr-o rentabilitate viitoare;
- Protejarea valorii întreprinderii, prin evitarea risipei / falimentului, prin menținerea solvabilității sau a echilibrului financiar al întreprinderii (Ilie, 2010).

[3] Engl. agency problem
[4] Engl. agency costs
[5] Enron, WorldCom, sau Lehman Brothers

Falimentul este expresia unei gestiuni necorespunzătoare, a unor anticipări eronate a evoluției propriei activităţi şi a pieţelor ca rezultat și sunt îndepărtaţi din piață subiecții necompetitivi, incapabili să se adapteze realității (Coralia, 2001).

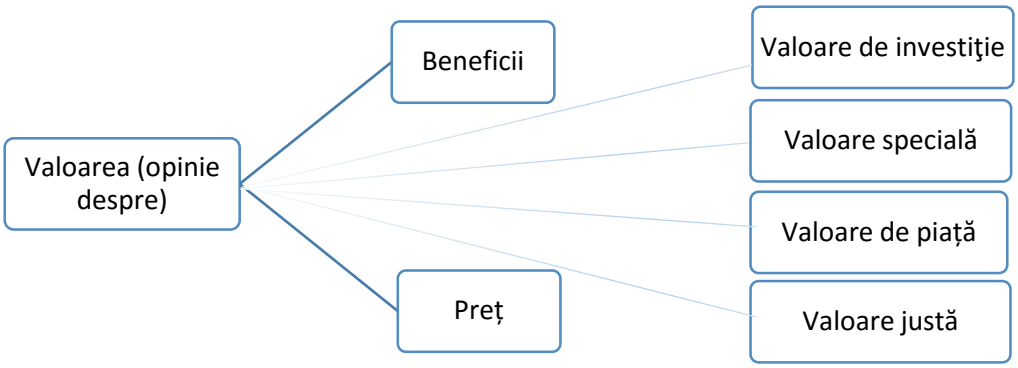
În cele ce urmează, analiza se va axa asupra întreprinderilor aflate în etapa de consolidare, care au un istoric şi o piaţă relevante, aspect ce facilitează analiza valorii şi înţelegerea factorilor de influență ai acesteia.

Stadiul cunoasterii

„Ceea ce rămâne unei întreprinderi din câştigul său, după deducerea costului capitalului (...), poate fi considerat beneficiu al întreprinzătorului" (Alfred Marshall)

Valoarea este o opinie asupra celui mai probabil preţ pentru un activ (SEV 100 Cadrul general), fie asupra beneficiilor economice, rezultate din deţinerea acestuia. Exemple în ceea ce privește tipologia acestui concept: valoarea de investiţie, valoarea specială, valoare de piață sau valoare justă sunt prezentate în Fig.2.

Fig.2 Tipuri de valori şi prețul



Sursa: sintetizare după (GEV 600, 2015)

Într-o piaţă liberă şi concurenţială, avem de-a face cu o valoare de piaţă ce reflectă cea mai bună utilizare a unui activ, îi maximizează potenţialul şi este permisă legal şi fezabilă financiar.

Valoarea rezultată din analiza şi compararea avantajelor / dezavantajelor pentru părţile implicate este o valoare justă; valoarea de investiţie şi valoarea specială înglobează beneficiile economice, rezultate din deţinerea activului, diferenţa dintre valoarea de investiţie şi valoarea de piaţă reprezentând motivaţia pentru cumpărători / vânzători de a intra pe piaţă. (IVS 200, 2015). Cel mai probabil preţ de piaţă trebuie să reflecte condiţiile de pe piaţa relevantă la data evaluării, și nu un preţ corectat /atenuat, bazat pe o presupusă refacere a echilibrului.

În cazul societăților admise la tranzacționare, se analizează capitalizarea bursieră, valoarea tranzacționată, rata lichidității (Valoarea tranzacționată/capitalizare), dar şi alţi indicatori ce reflectă valoarea companiei, precum:

- PER[6] - pe baza capitalizării bursiere a companiilor care au înregistrat profit, exprimă numărul de ani în care investiția într-o acțiune poate fi recuperată din profiturile societăţii emitente; când PER este mai mic, valoarea acțiunii poate fi subevaluată (Pasol, 2004). Totuşi, PER de valoare mică nu indică automat o acțiune subevaluată, deoarece unele firme nu au interes să raporteze un profit mare, pentru a-şi optimiza costurile; majoritatea firmelor românești se bazează pe finanțare bancară (băncile caută firme cu o situație financiară solidă – active, capitaluri proprii, datorii, creanțe, etc.).

Indicele P/E se folosește pentru comparații, între emitenți cu caracteristici similare sau din același domeniu de activitate, între doi sau mai mulți ani (același emitent), comparații cu media P/E a unei piețe, etc. De asemenea, de precizat este că investitorii încep să vândă atunci când consideră că PER-ul unei acţiuni, respectiv preţul acţiunii, sunt prea mari pentru cât profit generează compania, considerând acţiunea supraevaluată - peste nivelul de 20 sau cumpără, atunci când consideră că acţiunile sunt subevaluate - sub nivelul de 10 (Ionescu, 2012).

- Indicatorul Preț piață / Valoare contabilă[7] (P/BV) reprezintă suma pe care acționarii ar primi-o după plata tuturor datoriilor. In bilanț, valoarea contabilă este identificată prin capitalurile proprii. Dacă P/BV este supraunitar, înseamnă că întreprinderea a creat valoare pentru acționari, deoarece suma pe care ar fi dispuși să o plătească investitorii din piață este mai mare decât suma pe care ar primi-o din lichidarea activelor; dimpotrivă, dacă P/BV este subunitar, înseamnă că s-a distrus o parte din aportul acționarilor. În sectoarele cu active imobilizate mari, P/BV este de obicei mai mic (Tradeville, 2016).
- Indicatorul: randamentul dividendului[8] (DIVY).

Bursa de Valori București (BVB) calculează și distribuie în timp real indici de preț ponderat cu capitalizarea free float, cu limite maxime pentru ponderile societăţilor componente, precum:

- BET - care reflectă evoluția celor mai tranzacționate 10 companii de pe Piața Reglementată BVB, inclusiv din punctul de vedere al lichidității, transparenței și comunicării cu investitorii şi între care acțiunile OMV Petrom (SNP), de exemplu, ocupă locul trei ca pondere (15,3%) (BVB, 2016) și
- Indicele sectorial BET-NG - care reflectă evoluția companiilor listate pe piața reglementată a BVB din domeniul energiei (72%) și de utilități (28%), între care SNP are cea mai mare pondere (28,84%), urmat de acțiunile Romgaz (SNG) (BVB, 2016).

Metodologie - Utilizarea comparației directe, pentru evaluarea întreprinderilor relevante din sectorul energetic

[6] Engl. Price Earnings Ratio = Prețul acțiunii/Profitul net pe acțiune (acesta din urmă este calculat ca raport între profitul net total al emitentului și numărul de acțiuni emise)= capitalizarea bursieră/ profit net
[7] Engl. Price/Book value = raportul între prețul de închidere al acțiunii/ valoarea contabilă a unei acțiuni (aceasta din urmă calculată ca raport între capitalurile proprii totale CPR / numărul de acțiuni emise) = capitalizare bursieră/CPR
[8] Engl. Dividend yield

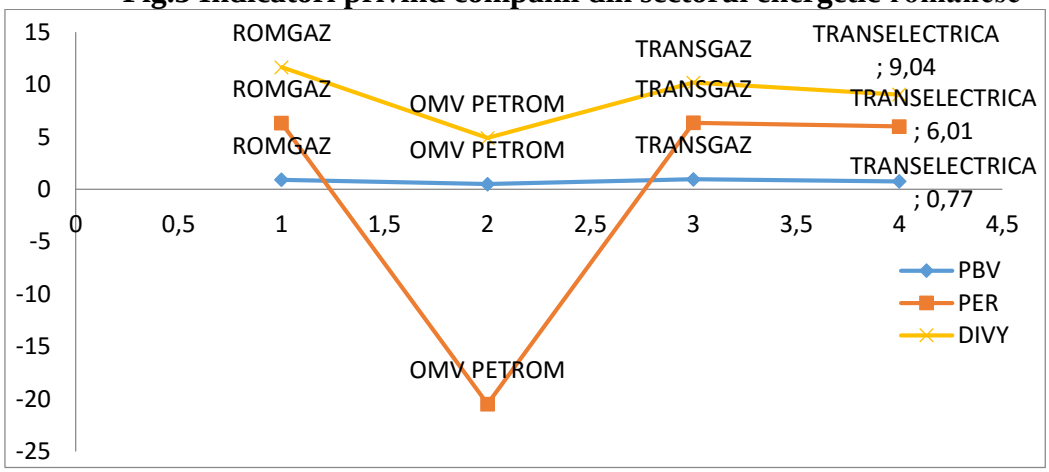
Studiul de față reprezintă o analiză retrospectivă, cantitativă a întreprinderilor din sectorul energetic din România cotate la BVB, fiind investigați indicatori precum: PBV, PER, DIVY, evoluția prețului acțiunilor și a performanței înregistrată de OMV PETROM S.A. De asemenea, a fost efectuată o comparație între patru companii românești din sectorul energetic: S.N.G.M. ROMGAZ S.A., OMV PETROM S.A., S.N.T.G.N. Transgaz S.A. și Transelectrica, fiind avute în vedere caracteristicile întreprinderilor similare din sectorul energetic, cotate la BVB.

În alegerea metodologiei, s-a ținut cont că prin comparația directă, valoarea de piaţă estimată se obține în urma analizei pieței, pe baza principiului că un cumpărător important nu ar plăti mai mult decât suma cu care ar achiziționa o întreprindere comparabilă ca rentabilitate şi risc; investitorii utilizează aceşti indicatori de analiză a pieţelor, făcând ajustări în funcție de riscul de ţară sau de perspectivele de creștere (Pasol, 2004).

Rezultate si discuții

În ceea ce privește analiza indicatorilor: perioada (ani) de recuperare a investiției, indicatorul PBV şi randamentul dividendului, din perioada 2014-2015, aceștia sunt reprezentați comparativ în Fig.3.

Fig.3 Indicatori privind companii din sectorul energetic românesc



Sursa: date prelucrate după (BVB, 2016)

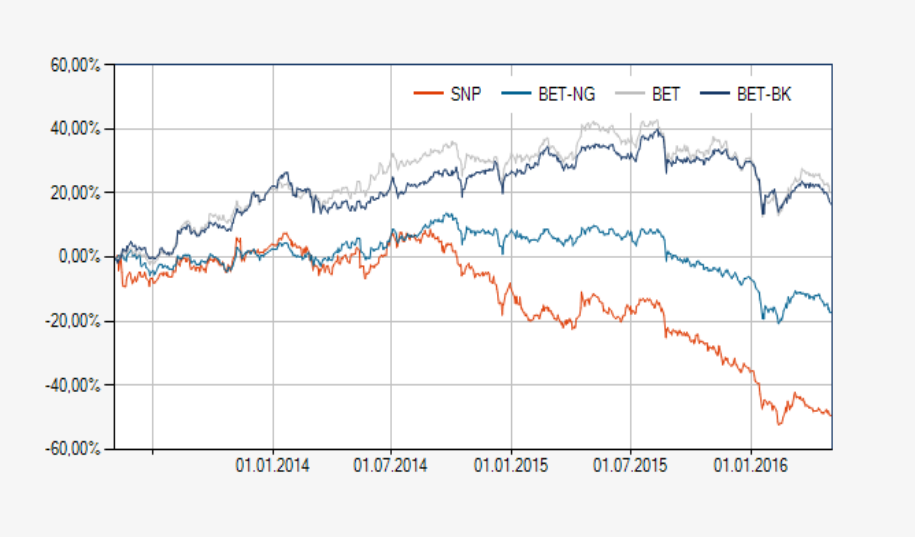
Indicele PER a înregistrat o scădere abruptă în cazul acțiunilor SNP din cauza rezultatului negativ din anul 2015. Astfel, a rezultat în perioada analizată o medie negativă, cu mult sub valoarea PER a industriei de profil (7,67) sau a pieței (10,86), conform datelor publicate (BVB, 2016). În ceea ce privește valoarea P/E foarte scăzută, aceasta poate indica acțiuni puternic subevaluate pentru cele patru companii.

Având în vedere nivelul ridicat de lichiditate necesar pentru investiții, nedistribuirea dividendelor, propusă de OMV Petrom pentru exercițiul financiar 2015 va determina continuarea înrăutățirii acestor indicatori.

Valorile indicatorului PBV se situează mai bine decât cele sectoriale (0,36), în linie cu cel de piaţă (0,8). În plus, în ultimii doi ani, evoluţia indicelui sectorial BET-NG, dar şi BET urmăresc scăderea acţiunilor SNP (fig.4), care intră în componenţa acestor indicatori. După cum precizează compania, rezultatele anuale pentru anul 2015 arată că OMV Petrom s-a confruntat cu scăderea abruptă a preţului ţiţeiului la nivel global, având

drept cauze supracapacitatea de rafinare existentă pe piețele europene, intensificarea concurenţei și incertitudini legislative (OMV Petrom, 2015).

Fig. 4 Evoluția comparativă a prețului acțiunilor SNP în perioada 2014-2016

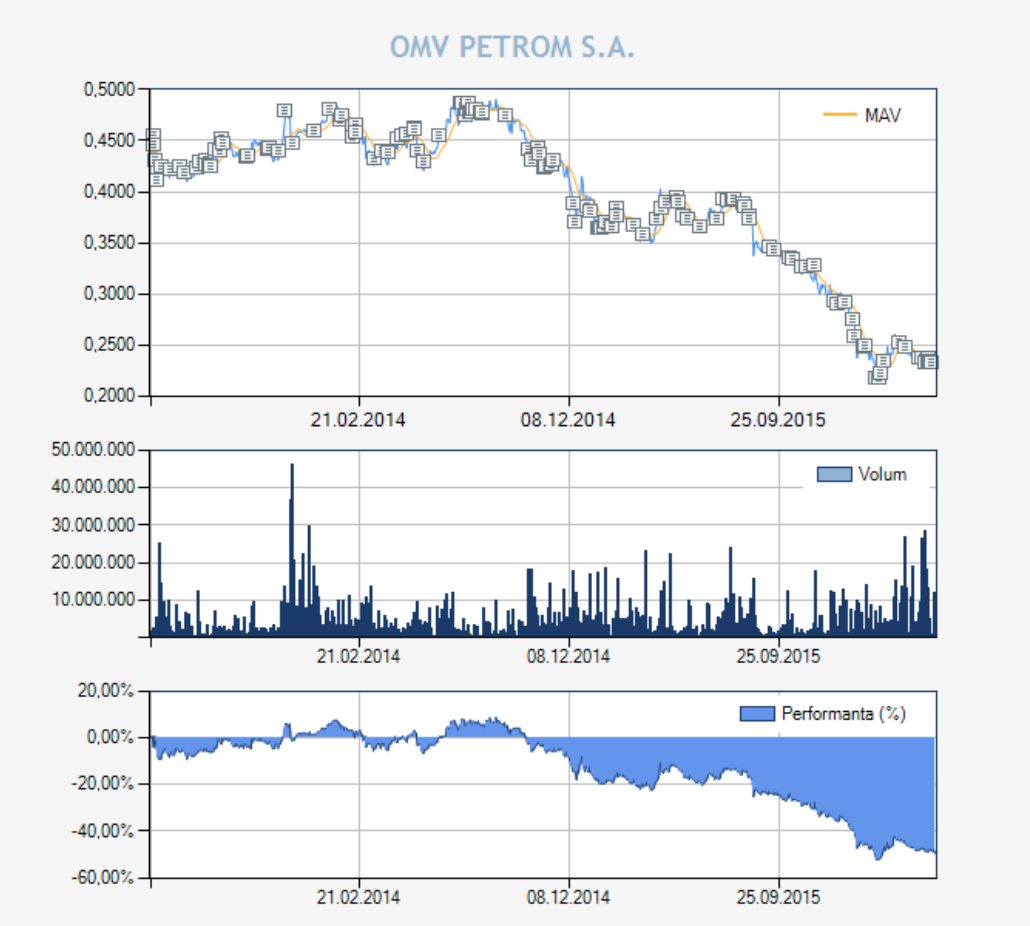


Sursa: (BVB, 2016)

După creşteri anuale medii de 11,21%/an, în perioada 2012-2014, indicele BET s-a depreciat, având o pondere de 15,3% înregistrând un randament negativ în 2015 (de -1%), iar acţiunile OMV Petrom (SNP) au o variaţie negativă de -0.43%. Similar, indicele BET-NG a înregistrat o variație negativă în 2015 (de -14%) şi rămâne în continuare în teritoriu negativ.

Modificările din piață și informațiile nou apărute determină modificarea valorii acțiunilor, după cum este evidențiat în Fig. 5. Prețul petrolului a scăzut de la jumătatea anului 2014 (economica.net, 2011), iar scăderea acţiunilor Petrom - singurul producător de petrol din România - este strâns corelată cu prăbuşirea preţului petrolului pe fondul neînțelegerilor dintre marii producători cu privire la cantitatea produsă.

Fig.5 Evoluţia acţiunilor - anunţurile privind compania şi performanţa pentru compania OMV PETROM S.A.



Sursa: (BVB, 2016)

Se observă variația prețului acțiunilor și a performanței în corelație cu momentele importante din istoria firmei, dar și căderea pieței, în 2015, când prețurile la țiței au scăzut cu aproximativ 50%, în timp ce la nivel global, cererea pentru acesta a crescut cu 1,8%, comparativ cu 2014. Acțiunile celei mai mari companii românești listate în funcție de capitalizare (SNP) au atins maximul prețului la sfârșitul lunii august 2014, după care au atins nivelul minim al anului (OMV Petrom, 2015). Ca răspuns la scăderea prețul mediu al țițeiului Ural cu 47%, comparativ cu 2014, prin utilizarea instrumentelor de acoperire a riscurilor pentru prețul țițeiului, a fost îmbunătățit indicatorul EBIT[9] (OMV Petrom, 2016). Compania a anunțat că și-a optimizat costurile, a redus investițiile și a revizuit estimările de preț la țiței, ceea ce a determinat ajustări de depreciere a activelor și un rezultat net negativ (OMV Petrom, 2015).

Pentru analiză, au fost identificate caracteristicile reprezentative ale întreprinderii: aria geografică în care operează întreprinderile incluse în studiu, cifra de afaceri și structura acesteia, valoarea și structura valorii activelor, marjele de profit și perspectivele de creștere.

Analiza cotațiilor acțiunilor emise de întreprinderi similare și listate pe BVB implică calculul multiplicatorului (GEV 600, 2016) prețului – ce arată corelația dintre

[9] Engl. Earnings before interest and taxes, EBIT = Pe+Vf- Cf , unde: Pe=profit din exploatare, Vf=venituri financiare, Cf=cheltuieli financiare (Stancu I., 2015)

valoarea de piaţă a întreprinderii (acţiunilor) şi baza financiară, ca de exemplu, raportul dintre capitalizarea bursieră/ profitul net sau PER piață ori preț piață / valoare contabilă (P/BV).

Analiza sectorului energetic oferă posibilitatea de stabilire a valorii întreprinderii din punctul de vedere al pieței și al valorii de piață. Valorile obținute pot indica o posibilă subevaluare a acțiunilor, mai ales sub influența negativă a pieței de produse petroliere.

Concluzii

Profitul este esențial pentru a convinge investitorii de credibilitatea unei companii, iar firmele care apelează la piața de capital sunt în poziția de a raporta profituri cât mai ridicate. Valoarea firmei se stabileşte în funcţie de rezultatele financiare multianuale ale întreprinderii, precum şi de piața pe care activează şi de care depinde, astfel că la un moment dat, valoarea întreprinderii ar putea fi subevaluată, sau dimpotrivă, supraevaluată, favorizându-i pe rând, fie pe cumpărători, fie pe vânzătorii avizaţi.

Aprecierea investitorilor pentru o companie se reflectă în cursul bursier (valoarea de piaţă a companiei), precum și în volumul și valoarea tranzacțiilor. Analiza cotaţiilor acţiunilor emise de întreprinderi similare şi listate pe piaţa de capital se concretizează de regulă în calculul multiplicatorilor (P/E sau PBV) ce reflectă rentabilitatea companiilor respective şi semnalizează supra/subevaluarea întreprinderii. Totodată, reprezintă o alternativă la metodele tradiţionale de evaluare (patrimonială, financiară – de randament), bazate pe situaţiile financiare (date istorice), care trebuie să reflecte imaginea fidelă a întreprinderii, dar care nu pot înregistra reputaţia, brandul sau goodwill-ul.

Bibliografie

1. ANEVAR (2015), Ghid de evaluare, Evaluarea întreprinderii. Editura ANEVAR: București.
2. ANEVAR (2015), Standardele de evaluare. Editura ANEVAR: București.
3. Bursa de Valori București (2016), BVB Raport lunar - MARTIE 2016. Disponibil la: http://www.bvb.ro/press/2016/MARTIE%202016%20EXTERNAL_RO.pdf. Accesat la data de 05.05.2016.
4. Coralia, A. (2001), Dicționar de economie. Editura Economică: București.
5. Eisenhardt, K. M. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review. The Academy of Management Review. Vol. 14, Nr. 1, pp. 57-74. Disponibil la: http://www.jstor.org/stable/258191?seq=1#fndtn-references_tab_contents. Accesat la data de 28.04.2016.
6. Ilie V. (2010), Gestiunea financiară a întreprinderii. Editura Meteor Pres: București.
7. Ionescu, A.(2012), Cele mai promițătoarea acțiuni la bursă pentru următoarele luni. Economica.net. Disponibil la: http://www.economica.net/cele-mai-promitatoare-actiuni-la-bursa-pentru-urmatoarele-luni_38680.html#ixzz47o7r0jFk. Accesat la data de 05.05.2015.
8. Jensen, M. C. (2001), Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. Journal of Applied corporate finance. Vol. 14, nr. 3, pp. 8-21. Disponibil la: http://onlinelibrary.wiley.com/enhanced/doi/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x. Accesat la data de 28.04.2016.
9. OMV Petrom. (2015), Raport anual. București.

10. OMV Petrom. (2016), Noutăți investitori. București.
11. OUBS. (2010). Management - curs. Open University Business School.
12. Pasol, R. (2004), Cat de scumpe au ajuns acțiunile listate la BVB? Disponibil la: www.kmarket.ro/documentare/arhiva/evaluareper.doc. Accesat la data de 05.05.2016.
13. Porojan D., B. C. (2002), Planul de afaceri: concepte, metode, tehnici, proceduri. Casa de editură Irecson: București.
14. R. Edward Freeman, McVea, J. (2001), A Stakeholder Approach to Strategic Management. Darden Business School Working Paper no 01-02, Disponibil la: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263511. Accesat la data de 28.04.2016.
15. Stancu I., B. L. (2015), Finanțe corporative (Vol. 1). Editura Economică: București.
16. Stancu, I. (2002), Finanțe. Editura Economică: București.
17. ***http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BET. Accesat la data de 05.05.2016.
18. ***http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=SNG. Accesat la data de 05.05.2016.
19. ***http://www.economica.net/actiunile-omv-petrom-s-au-prabusit-cu-aproape-5prc-pe-bursa-la-cel-mai-redus-nivel-din-2011_112651.html. Accesat la data de 05.05.2016.
20. ***http://www.investopedia.com/terms/a/agencycosts.asp. Accesat la data de 05.05.2016.
21. ***http://www.tradeville.eu/tradepedia/indicatori-de-analiza-companii-bursa. Accesat la data de 05.05.2016.