

Dariusz Zarzecki

Wycena firm medycznych w warunkach kryzysu

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 17, 89-98

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

DARIUSZ ZARZECKI

Uniwersytet Szczeciński

WYCENA FIRM MEDYCZNYCH W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Rozważania dotyczące wyceny podmiotów operujących w szeroko rozumianych usługach medycznych należy poprzedzić stwierdzeniem, że w ramach tej grupy firm występują ogromne różnice w wycenie będące pochodną reprezentowanej specjalności i wielu innych czynników.

Celem artykułu jest zaprezentowanie metod i procedur postępowania przy wycenie firm medycznych w warunkach kryzysu. Na tym tle autor poddaje również dyskusji kluczowe dylematy metodyczne.

1. Wycena usług medycznych jako problem praktyczny

W USA jeszcze dwadzieścia lat temu sprzedaż firm zajmujących się świadczeniem usług medycznych była trudnym zadaniem z uwagi na nikłe bariery wejścia nowych podmiotów, co prowadziło do zaniżania wartości przedsiębiorstw już istniejących. Obecnie wraz ze zbyt dużą liczbą lekarzy w wielu częściach USA i falą konsolidacji w sektorze ochrony zdrowia, firmy funkcjonujące na rynku są sprzedawane po cenach uwzględniających wartość *goodwill* (w uproszczeniu: to nadwyżka ceny przedsiębiorstwa nad rynkową wartością jego aktywów). Z amerykańskich statystyk wynika, że spółki medyczne sprzedawane są zwykle za cenę stanowiącą równowartość od 40 do 100% rocznych

przychodów¹. Ogromny wpływ na poziom mnożnika wywiera rodzaj wycenianej praktyki lekarskiej – opieka podstawowa, która wystawia skierowania, jest wyceniana na podstawie niższych mnożników, podczas gdy otwarte praktyki lekarskie, bazujące na stałej grupie klientów, uzyskują wyższe wartości (dzięki korzystniejszym mnożnikom).

W teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw nie wypracowano jak dotąd prostej „reguły kciuka” (*rule of thumb*) służącej wyłącznie do wyceny *goodwill*. Niemniej jednak wydawana corocznie przez Health Care Group publikacja *Goodwill Registry* zawiera zestawienia wycen firm i gabinetów medycznych oraz dentystrycznych. *Goodwill Registry* jest wydawany już od 1981 roku. Można tam znaleźć między innymi łączną sumę wartości niematerialnych (*intangibles*) określanych umownie jako *goodwill*. Pozycja ta obejmuje takie aktywa niematerialne, jak korzystne kontrakty (przykładowo, umowy dzierżawy i najmu na warunkach lepszych od rynkowych, umowy z dużymi podmiotami na obsługę medyczną ich pracowników), umowy o niekonkurowaniu (*noncompete agreements*), przeszkolony personel (*trained staff in place*) – zarówno lekarski, jak i pomocniczy, wypracowane procedury i systemy zarządzania, karty i listy pacjentów. Średnia wartość *goodwill* spośród 247 praktyk wycenionych w USA w latach 1988–1997 wyniosła 35%, natomiast mediana odpowiednio 30%².

Dane te odnoszą się do firm medycznych operujących w USA, a więc w zupełnie innym środowisku gospodarczym. Proste wnioskowanie o wartości *goodwill* polskiej spółki medycznej na podstawie amerykańskich statystyk byłoby niewątpliwie nieuprawnione. W Polsce rynek firm medycznych dopiero się tworzy. Transakcje kupna-sprzedaży są stosunkowo rzadkie, a jeżeli już do nich dochodzi, to cena transakcji praktycznie nigdy nie jest upubliczniana. Jednocześnie trwa radykalna reforma służby zdrowia i całego rynku usług medycznych, na co nakłada się kryzys gospodarczy. Należy oczekiwać, że nastąpi dalsze urynkowanie i zrjonalizowanie rynku usług medycznych, a obowiązujące reguły będą czytelne i dość stabilne, co ograniczy ryzyko działalności.

Wejście do Unii Europejskiej dało nowe szanse polskim lekarzom i firmom działającym w sektorze ochrony zdrowia. Istniejący kryzys gospodarczy

¹ *Estimating the value of the professional practice*, w: S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *Valuing small businesses & professional practices*, McGraw-Hill, New York 1998, s. 607.

² *Goodwill registry*, „The Health Care Group, Plymouth Meeting” 1997, s. IV.

pogłębia problemy związane z funkcjonowaniem rynku usług medycznych. Zdaniem niektórych ekspertów, z uwagi na bardzo wysokie kwalifikacje polskich lekarzy i pielęgniarek, a jednocześnie niższe koszty świadczonych usług, sektor usług medycznych może się stać jedną z polskich specjalności. Szansa ta odnosi się szczególnie do firm (zarówno istniejących, jak i tych, które dopiero powstaną) zlokalizowanych w pobliżu granicy polsko-niemieckiej i w głównych portach.

2. Metodologia wyceny praktyk lekarskich

Ogólnie rzecz biorąc, wycena praktyk lekarskich może być przeprowadzona za pomocą jednego z trzech podstawowych podejść:

- majątkowego (*the asset-based approach – the property approach*),
- dochodowego (*the income approach*),
- rynkowego (*the market approach*).

W praktyce użyteczne może być każde z nich. W USA stosunkowo popularne jest podejście rynkowe, co wynika z dużego rynku firm operujących w sektorze usług medycznych i znacznej liczby transakcji fuzji i przejęć. Obliczone na podstawie wartości takich transakcji wskaźniki są wykorzystywane w metodzie transakcji porównywalnych (*the guideline merged and acquired company method*). Z kolei wskaźniki obliczone dla spółek giełdowych mogą być zastosowane do wyceny za pomocą różnych metod mnożnikowych (*the guideline publicly traded company method*)³.

3. Wycena praktyk dentystycznych

W amerykańskiej terminologii praktyka dentystyczna jest prowadzona przez licencjonowanych dentystów posiadających stopień doktora nauk dentystycznych. Wykonują oni ogólne lub wyspecjalizowane usługi dentystyczne, również w zakresie chirurgii dentystycznej.

W wycenie praktyk dentystycznych stosowane są różne metody. Pierwszą z nich jest zastosowanie tak zwanego mnożnika miesięcznych przychodów netto (*Monthly Net Revenue Multiplier – MNR*). W wypadku USA typowy mnożnik MNR mieści się w przedziale od 8,0 do 12,0. Mnożąc miesięczne przychody wycenianego podmiotu przez przyjęty mnożnik, otrzymujemy wartość biznesu rozumianą jako wartość aktywów trwałych, wartość umów naj-

³ Zob. R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *The handbook of advanced business valuation*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 2000, s. 450–454.

mu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), wyznaczony wynik mnożenia należy powiększyć o aktywa bieżące i pomniejszyć o zobowiązania.

Jeżeli ważnym czynnikiem sukcesu firmy jest lokalizacja, wówczas istotne jest zapewnienie, że będzie ona mogła nadal funkcjonować w tym samym miejscu – najlepiej dzięki tytułowi własności użytkowanej nieruchomości lub sporządzonej na piśmie umowy najmu/dzierżawy/leasingu. Jeżeli firma działa na podstawie odtwarzanej każdego miesiąca umowy dzierżawy, to może się okazać, że nie można jej sprzedać, nawet jeżeli przychody, przepływy pieniężne i inne czynniki prezentują się korzystnie. W USA najczęściej przyjmuje się, że minimalnym okresem umowy najmu/dzierżawy/leasingu nieruchomości na cele prowadzenia działalności gospodarczej jest okres pięcioletni, z opcją przedłużenia umowy na kolejne pięć lat na określonych w umowie warunkach. Niektóre podmioty są bardzo trudne do sprzedania, jeśli mają umowy najmu/dzierżawy/leasingu nieruchomości na okres krótszy niż dziesięć czy nawet piętnaście lat⁴.

Drugim sposobem wyceny jest zastosowanie mnożnika miesięcznych przychodów netto, odnoszącego się jednak tylko do aktywów niematerialnych i wartości umów najmu/dzierżawy/leasingu. Typowy przedział tego mnożnika dla firm dentystycznych wynosi w USA od 2,5 do 5,0. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), otrzymany wynik mnożenia należy powiększyć o aktywa trwałe, aktywa bieżące i pomniejszyć o zobowiązania.

Trzecim sposobem wyceny praktyk dentystycznych jest oddzielna analiza kart pacjentów (*Patient Records Analysis*). W metodzie tej wartość jest wyrowadzana oddzielnie dla aktywnych kart pacjentów. Warto jednak podkreślić, że jest ona również uwzględniona w obu omówionych już metodach. Powszechnie stosowanym sposobem tego kierunku wyceny jest szacowanie kosztów odtworzenia istniejących aktywnych kart pacjentów. W USA koszt ustanowienia nowej karty klienta najczęściej mieści się w przedziale od 30 do 50 dolarów. Za pacjentów aktywnych uważa się tych, którzy korzystali z usług firmy w okresie ostatnich 24 miesięcy⁵.

⁴ Zob. G. Desmond, *Handbook of small business valuation formulas and rules of thumb*, Valuation Press, Los Angeles 1994, s. 16.

⁵ *Ibidem*, s. 114–115.

4. Kluczowe problemy do rozważenia

Transferowalność

Różne rodzaje praktyk lekarskich wymagają rozważenia specyficznych uwarunkowań dotyczących możliwości transferu poszczególnych składników wartości. Przyjmuje się – jako podstawową zasadę – że wyspecjalizowane praktyki, które są uzależnione od skierowań z innych gabinetów i przychodni, mogą mieć bardzo znikomą wartość aktywów niematerialnych, które mogłyby podlegać transferowi. Skierowania przypisane są zwykle do konkretnego lekarza specjalisty, a nie do gabinetu (praktyki). Jeżeli nie mogą być one przetransferowane do kupującego, wtedy należy zastosować mnożnik z dolnego przedziału przyjętego dla danego rodzaju praktyk⁶.

Niektóre wyspecjalizowane praktyki, na przykład ortodonci, zawierają często kontrakty z pacjentami. Jeżeli znaczący odsetek przychodów pochodzi z nich, to jakość strumienia dochodu jest wyraźnie lepsza, co ma pozytywny wpływ na wartość. Takie przypadki przemawiają za przyjmowaniem mnożnika bliższego górnego przedziału przyjętego dla danego rodzaju praktyk.

Problemy z transferem wartości mogą mieć także praktyki oparte na kilku partnerach prowadzących wspólnie dany biznes. Lekarze-partnerzy mogą zawsze odstąpić od tej umowy, pociągając za sobą lojalnych pacjentów. Niezbędne jest w związku z tym odpowiednie skorygowanie mnożnika lub wartości kart pacjentów.

Zdolność do transferu wartości jest wyższa, jeżeli sprzedawca przyznaje nabywcy prawo do używania swojej nazwy przez określony po transakcji czas i podpisuje list wprowadzający skierowany do aktywnych klientów. Pozostawienie kart pacjentów, zatrzymanie kluczowego personelu oraz zachowanie tych samych numerów telefonów również zmniejsza odpływ pacjentów, a tym samym zwiększa zdolność praktyki do transferu.

Charakterystyka pacjentów

Wybór mnożnika dla konkretnej praktyki powinien być poprzedzony analizą jej pacjentów. Należy w niej uwzględnić takie aspekty, jak rozkład wieku, poziom dochodów, potrzeby w zakresie opieki dentystrycznej, przewidywany zakres zabiegów, strukturę finansowania świadczonych usług. Istotny jest także czas niezbędny na zaspokojenie potrzeb aktualnych klientów. Wymienione

⁶ *Ibidem*, s. 115–116.

czynniki te będą miały decydujący wpływ na określenie godzin przyjmowania pacjentów (na przykład non stop, cztery-, pięć-, sześć dni w tygodniu) oraz wskażą potencjał wzrostu bazy pacjentów.

Demografia

Lokalizacja firmy często jest ważna w aspekcie bazy klientów i struktury uzyskiwanych stawek. W ocenie potencjału dochodowego i związanych z tym czynników ryzyka niezbędne jest uwzględnienie takich czynników demograficznych, jak rozkład wieku populacji czy przeciętny dochód na gospodarstwo domowe w rejonie funkcjonowania firmy. Praktyki prowadzone w regionach o wysokich dochodach, zapewniających wyższe od przeciętnych stawki, są bardziej atrakcyjne dla potencjalnych kupujących i zwyczajowo stosuje się do ich wyceny wyższe mnożniki.

Warunki wynajmu/dzierżawy/leasingu

Wyceniając jakikolwiek biznes, konieczna jest wnikliwa analiza warunków obowiązujących umów wynajmu/dzierżawy/leasingu – jeśli nieruchomości nie są własnością firmy. Przyjmuje się, że analizy ta powinien obejmować przynajmniej następujące zagadnienia:

- okres pozostający do zakończenia umowy i przewidziane opcje jej odnowienia;
- stawki (wynajmu/dzierżawy/leasingu) i inne opłaty (na przykład utrzymanie powierzchni wspólnych i parkingu);
- prawo do wydzierżawiania (podnajmowania);
- odpowiedzialność dzierżawcy (najemcy, leasingobiorcy) za ruchomości, wentylację, ubezpieczenie, podatki od nieruchomości (gruntowy, kataster itd.), utrzymanie czystości, remonty.

5. Wycena praktyk dentystycznych – przykład liczbowy⁷

Przykładową praktykę wyceniono w trzech etapach, z wykorzystaniem trzech metod. Na końcu zaprezentowano przykłady mnożników wyznaczonych na podstawie rzeczywistych transakcji przejęć firm medycznych w USA.

⁷ Przykład zaczerpnięto z pracy G. Desmond, *op.cit.*, s. 117–118.

Etap 1: Przegląd i analiza porównawcza przychodów i kosztów za ostatnie trzy lata

Podsumowanie rachunku zysków i strat za ostatnie trzy lata

Wyszczególnienie/rok	2001	2002	2003
przychody netto [USD]	121 971	155 220	157 009
koszty operacyjne [USD]	75 065	103 815	100 781
przepływy pieniężne właściciela [USD]*	46 906	51 405	56 228

* OCF (Owner's Cash Flow) obejmują wynagrodzenie właściciela, amortyzację i odsetki.

Źródło: opracowanie własne.

Etap 2: Korekta bilansu w celu odzwierciedlenia rynkowej wartości aktywów materialnych

Podsumowanie bilansu za ostatnie trzy lata i korekta wartości na 31 grudnia 2003 roku do wartości rynkowych

Wyszczególnienie/rok	2001	2002	2003	Wartości rynkowe według daty wyceny
gotówka	10 002	12 722	11 319	11 319
należności	7 869	8 129	9 144	8 321
ogółem aktywa bieżące	17 871	20 851	20 463	19 640
aktywa trwałe	27 886	26 387	31 791	75 000
aktywa ogółem	45 757	47 238	52 254	94 640
zobowiązania	33 481	29 594	31 628	31 628
wartość kapitału własnego	12 276	17 644	20 626	63 012

Uwaga: niniejsza wycena jest zasadniczo tożsama z wyceną według metody skorygowanych aktywów netto (NAV – *Net Asset Value*). Rozbieżność w wynikach wyceny uzyskanych za pomocą metody NAV i metod prezentowanych poniżej jest skutkiem pominięcia w metodzie NAV (według formuły przyjętej w omawianym przykładzie) wszystkich pozaksięgowych wartości niematerialnych (*intangibles*).

Źródło: opracowanie własne.

Etap 3: Zastosowanie przedstawionych formuł

Metoda 1: Wycena wszystkich składników praktyki za pomocą mnożnika miesięcznych wpływów netto

znormalizowany przychód netto	157 009
przychód miesięczny	13 084
MNR (mnożnik miesięcznego przychodu netto)	x 10
wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych	130 840
plus aktywa bieżące	19 640
wartość ogółem	150 480
minus zobowiązania	31 628
wartość kapitału własnego [USD]	118 852

Metoda 2: Wycena niematerialnych składników praktyki za pomocą mnożnika miesięcznych wpływów netto

znormalizowany przychód netto	157 009
przychód miesięczny	13 084
MNR (mnożnik miesięcznego przychodu netto)	x 4
wartość aktywów niematerialnych	52 336
plus aktywa materialne	75 000
wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych	127 336
plus aktywa bieżące	19 640
wartość ogółem	146 976
minus zobowiązania	31 628
wartość kapitału własnego [USD]	115 348

Metoda 3: Wycena kart pacjentów (część przedsiębiorstwa)

liczba kartotek aktywnych klientów	1 565
wartość jednej kartoteki [USD]	40
wartość kart pacjentów [USD]	62 600

Przykłady mnożników wyznaczonych na podstawie rzeczywistych transakcji przejęć firm medycznych w USA (wskaźniki stosowane w metodzie transakcji porównywalnych – *the guideline merged and acquired company method*)

Przejęta praktyka	Lokalizacja	Liczba lekarzy	Przychody [USD]	Wskaźnik wartość/lekarz	Wskaźnik wartość/przychody
Riverside Medical Clinic	Riverside, CA	90	50 000 000	355 556	0,64
Lexington Clinic	Lexington, Ky	125	51 000 000	512 000	1,25
Arnett Clinic	Lafayette, IN	109	87 438 000	660 528	0,82
Diagnostic Clinic	Largo, FL	93	49 000 000	395 699	0,75
Glen Ellyn Clinic	Glen Ellyn, IL	89	60 000 000	707 865	1,05
Cardinal Healthcare, PA	Raleigh-Durham, NC	75	34 170 500	573 333	1,26
Summit Medical Group	Summit, NJ	75	47 000 000	736 087	1,17
Lewis-Gale Clinic, Inc.	Roanoke, VA	106	68 200 000	410 377	0,64
Clinical Associates	Baltimore, MD	71	35 870 000	245 070	0,49
Meridian Medical Group	Marietta, GA	67	63 950 000	419 597	0,44
Berkshire Physicians	Pittsfield, MA	93	43 683 000	317 204	0,68

Źródło: The Health Care M&A Report (New Canaan, CT: Irving Levin Associates, Inc., quarterly), cyt. za: R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 454.

Podsumowanie i uwagi końcowe

Jednym z podstawowych problemów, przed którymi stają lekarze rozważający sprzedaż swoich praktyk, jest codzienne funkcjonowanie i zarządzanie lecznicami po zrealizowaniu transakcji. W szczególności lekarze są pełni obaw o zakres i stopień kontroli operacyjnej (przede wszystkim dotyczącej procesu podejmowania decyzji) wprowadzonej przez podmiot przejmujący (szpital, przychodnia itp.).

W większości wypadków lekarz sprzedający swoją praktykę lekarską poświęcił wiele lat na jej stworzenie i rozwój, stąd będzie postrzegał i traktował ją zdecydowanie bardziej jako „wartość osobistą” niż inwestycję finansową. Jednocześnie, przejmujący szpital, przychodnia czy inna instytucja mają prawo, a nawet powinni, postrzegać i traktować każdego kandydata do przejęcia jako inwestycję finansową, która przyniesie odpowiedni zwrot kompensujący ponoszone ryzyko działalności i koszty przejęcia.

Można użyć kontrargumentu, że te opisane okoliczności nie są tylko specyficzne dla przejęć praktyk lekarskich. W rzeczywistości każdy właściciel czy operator rozważający sprzedaż firmy i zamierzający prowadzić działalność w tej nowej strukturze jako pracownik najemny znajduje się w trudnej sytuacji, traci bowiem kontrolę nad biznesem.

Nie ulega wątpliwości, że składnikiem każdej wynegocjowanej ceny transakcyjnej jest również wartość przypisywana do kontroli operacyjnej biznesu – kontroli przekazywanej przez właściciela lub operatora z chwilą dokonania transakcji. Odnosi się to także do przejęć praktyk lekarskich. Niemniej jednak, jak przyznaje większość amerykańskich lekarzy i wielu przedstawicieli szpitali działających w tym kraju, szpitale nie są postrzegane jako efektywne podmioty zarządzające praktykami lekarskimi, a nawet nie wykazują chęci codziennego zajmowania się operacyjnym zarządzaniem praktykami lekarskimi⁸.

Wycena praktyk medycznych jest zadaniem trudnym, złożonym i rodzącym wiele kontrowersji. Usługi medyczne mają w różnych krajach różny stopień urynkowienia, to znaczy odmienny sposób i zakres państwowej czy też – mówiąc bardziej precyzyjnie – publicznej ingerencji w ich funkcjonowanie. Występują w tym względzie znaczące różnice między poszczególnymi krajami, co implikuje dodatkowe problemy związane z wyceną. Problemy te są szczególnie wyraźne w krajach przechodzących transformację ustrojową, między

⁸ Zob. R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 458.

innymi takich jak Polska. Niestabilność przyjętych rozwiązań, niepewność dotycząca zakresu finansowania usług objętych ubezpieczeniem zdrowotnym, dodatkowe zagrożenia wynikające z wejścia Polski do Unii Europejskiej – wszystko to powoduje poważne trudności w szacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych i pomiarze ryzyka w firmach medycznych, a więc i w określaniu wartości takich podmiotów. Nie ulega jednak wątpliwości, że rynek medyczny będzie nadal obszarem dynamicznego rozwoju, a jednocześnie bardziej podatnym na oddziaływanie praw ekonomii. Dotychczasowy zakres współfinansowania opieki zdrowotnej ze strony państwa wydaje się być niemożliwy do utrzymania. Oznacza to autentyczną potrzebę badań i edukacji w dziedzinie analizy funkcjonowania i wyceny firm świadczących szeroko rozumiane usługi medyczne.

VALUATION OF MEDICAL PRACTICES

Summary

The medical profession and the healthcare industry are undergoing dynamic change in their size, scope, diversity, and nature. This volatile market environment contributes to the already comparatively difficult task of transferring a complex, highly regulated professional services enterprise for which intangible assets, such as professional and practice goodwill, are often the primary components of value. The paper deals with the key approaches and methodologies applied to valuation of medical practices.

Translated by Dariusz Zarzecki