

prof. US dr hab. Dariusz Zarzecki
Zakład Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Uniwersytet Szczeciński

Niektóre problemy wyceny firm medycznych

Wycena usług medycznych jako problem praktyczny

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 istotnych czynników.

W USA jeszcze 20 lat temu sprzedaż firm zajmujących się świadczeniem usług medycznych była trudnym zadaniem z uwagi na nikłe bariery wejścia dla nowych podmiotów, co prowadziło do zbijania wartości przedsiębiorstw już istniejących. Teraz wraz z nadpodażą lekarzy w wielu częściach USA i falą konsolidacji w sektorze ochrony zdrowia, obecne już na rynku firmy są sprzedawane według wartości wskazujących na występowanie *goodwill* (w uproszczeniu *goodwill* to nadwyżka ceny przedsiębiorstwa nad rynkową wartością jego aktywów). Ze statystyk amerykańskich wynika, że spółki medyczne sprzedawane są zwykle za cenę stanowiącą równowartość 40–100% rocznych przychodów¹. Ogromny wpływ na poziom mnożnika wywiera rodzaj wycenianej praktyki lekarskiej. Praktyki lekarskie oparte na skierowaniach są wyceniane według niższych mnożników, podczas gdy otwarte praktyki lekarskie bazujące na stałej grupie klientów uzyskują wyższe wartości (stosuje się do nich wyższe mnożniki).

W teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw nie wypracowano jak dotąd prostej „reguły kciuka” (z ang. *rule of thumb*) służącej wyłącznie do wyceny *goodwill*. Niemniej, wydawana corocznie przez *Health Care Group* publikacja pod tytułem *Goodwill Registry* (wydawana już od 1981 r.) zawiera zestawienia wycen firm i gabinetów medycznych oraz dentystycznych. Można tam znaleźć łączną sumę wartości niematerialnych (z ang. *intangibles*) określanych umownie jako *goodwill*. Pozycja ta obejmuje m.in. 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 niekonkutowaniu (*noncompete agreements*), przeszkolony personel (*trained staff in place*) – zarówno lekarski jak i pomocniczy, wypracowane procedury i systemy zarządzania, karty i listy pacjen-

tów. Średnia wartość *goodwill* spośród 247 praktyk wycenionych w USA w latach 1988-1997 wyniosła 35%, natomiast mediana – 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 w oparciu o statystyki amerykańskie 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. Z drugiej strony, jesteśmy w okresie radykalnej reformy służby zdrowia i całego rynku usług medycznych. Należy oczekiwać, że nastąpi dalsze urynkowanie i zrjonalizowanie tego rynku, a obowiązujące reguły będą czytelne i względnie stabilne, co ograniczy ryzyko działalności. Przesądzone zostało nasze wejście do Unii Europejskiej, co stwarza dodatkowe szanse polskim lekarzom i firmom operującym w ochronie zdrowia. Zdaniem niektórych ekspertów, z uwagi na bardzo wysokie kwalifikacje polskich lekarzy i pielęgniarek oraz równocześnie zdecydowanie niższe koszty świadczonych usług, sektor usług medycznych może stać się jedną z polskich specjalności. Szansa ta dotyczy szczególnie do firm (zarówno istniejących, jak i tych, które dopiero powstaną), które są zlokalizowane w pobliżu granicy polsko-niemieckiej i w głównych portach.

Metodologia wyceny praktyk lekarskich

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

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

W praktyce użyteczne może być każde z nich. W USA stosunkowo popularne jest podejście rynkowe. Wynika to z dużego rynku firm operujących w sektorze usług medycznych oraz 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.

¹ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing Small Businesses & Professional Practices*, McGraw-Hill, New York 1998, s. 607.

² *Goodwill Registry*, The Health Care Group, Plymouth Meeting 1997, s. iv.

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.

Wycena praktyk dentystycznych

W amerykańskiej terminologii praktyki dentystyczne obejmują licencjonowanych dentystów posiadających stopień doktora nauk dentystycznych, którzy wykonują ogólne lub wyspecjalizowane usługi dentystyczne, włączając w to chirurgię dentystyczną.

W wycenie praktyk dentystycznych stosowane są różne metody. Pierwszą z nich jest zastosowanie tzw. mnożnika miesięcznych przychodów netto (*Monthly Net Revenue Multiplier* – MNR). W przypadku wyceny praktyk dentystycznych w USA typowy mnożnik MNR mieści się w przedziale 8,0 – 12,0. Mnożąc miesięczne przychody wycenianego podmiotu przez przyjęty mnożnik, otrzymujemy wartość biznesu rozumianą jako wartość aktywów trwałych, wartość umów najmu/dzierżawy/leasingu oraz wartość aktywów niematerialnych. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), wyznaczony wyżej 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 umowie dzierżawy, to może okazać się niesprzedawalna, 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, ale odnoszącego się tylko do aktywów niematerialnych i wartości umów najmu/dzierżawy/leasingu. Typowy przedział omawianego mnożnika dla firm dentystycznych wynosi w USA 2,5 – 5,0. Aby określić wartość kapitału własnego (*Net Equity Value*), wyznaczony wyżej 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 wyprowadzana oddzielnie dla aktywnych kart pacjentów, aczkolwiek warto podkreślić, że jest ona również uwzględniona w obu metodach omówionych wyżej. Powszechnie stosowanym sposobem omawianego trybu wyceny jest szaco-

wanie kosztów odtworzenia istniejących aktywnych kart pacjentów. W USA koszt ustanowienia nowej karty klienta mieści się najczęściej w przedziale 30 – 50 USD. Jako pacjentów aktywnych przyjmuje się tych, którzy korzystali z usług firmy w okresie ostatnich 24 miesięcy⁵.

Kluczowe problemy do rozważenia

Transferowalność

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

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

Problemy z transferem wartości mogą mieć także praktyki oparte na kilku partnerach prowadzących wspólnie dany biznes. Partnerzy-lekarze mają zwykle pełną swobodę wyjścia z firmy w dowolnym czasie, pociągając za sobą lojalnych pacjentów. Niezbędne jest w związku z tym odpowiednie skorygowanie mnożnika lub wartości kart pacjentów, aby uwzględnić wpływ tego czynnika.

Zdolność do transferu wartości jest wyższa, jeżeli sprzedawca przyznaje nabywcy prawo używania swojej nazwy przez określony okres po transakcji i sygnuje list wprowadzający 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 konkretnej praktyki powinien być poprzedzony analizą jej pacjentów. W analizie należy uwzględnić takie aspekty, jak rozkład wieku, poziom dochodów, potrzeby w zakresie opieki

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.

dentystycznej, przewidywany zakres zabiegów, struktura finansowania świadczonych usług. Należy również uwzględnić czas niezbędny do spełnienia potrzeb aktualnych klientów. Wymienione czynniki będą miały decydujący wpływ na określenie godzin przyjmowania pacjentów (np. non-stop, cztery-, pięć-, sześć dni w tygodniu) oraz wskażą potencjał wzrostu bazy pacjentów.

Demografia

Lokalizacja często determinuje bazę klientów i strukturę uzyskiwanych stawek. W ocenie potencjału dochodowego i związanych z tym czynników ryzyka niezbędne jest uwzględnienie takich czynników demograficznych, jak rozkład wieku populacji i przeciętny dochód na gospodarstwo domowe w rejonie funkcjonowania firmy. Praktyki funkcjonujące 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 wartość jakiegokolwiek biznesu, konieczne jest dokonanie wnikliwej analizy warunków obowiązujących umów wynajmu/dzierżawy/leasingu – o ile nieruchomości nie są własnością firmy. Przyjmuje się, że minimalny zakres takiej analizy powinien obejmować przynajmniej następujące zagadnienia:

- okres pozostający do zakończenia umowy i przewidziane opcje jej odnowienia,
- stawki (wynajmu/dzierżawy/leasingu) i inne opłaty powiązane (np. 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.

⁶ *Ibidem*, s. 115-116.

Wycena praktyk dentystycznych – przykład liczbowy⁷

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

Podsumowanie rachunku zysków i strat za ostatnie 3 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.

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

Podsumowanie bilansu za ostatnie 3 lata i korekta wartości na 31 grudnia 2003 r.

do wartości rynkowych

Wyszczególnieni/Rok	2001	2002	2003	Wartości rynkowe wg 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 pozaksiegowych wartości niematerialnych (tzw. *intangibles*).

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

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 w 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 w USD	Wskaźnik Wartość/1 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). Podano 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 ich lecznicami po zrealizowaniu transakcji. W szczególności lekarze są pełni obaw o zakres i stopień kontroli operacyjnej – przede wszystkim dotyczącej procesu podejmowania decyzji – którą wprowadzi podmiot przejmujący (szpital, przychodnia itp.).

W większości przypadków lekarz sprzedający swoją praktykę lekarską poświęcił wiele lat na jej stworzenie oraz rozwój i z oczywistych względów będzie postrzegał i traktował ją zdecydowanie bardziej jako „wartość osobistą” niż inwestycję finansową. Z drugiej strony, przejmujący szpital, przychodnię czy inną instytucję ma prawo, a nawet powinien postrzegać i traktować każdego kandydata do przejścia jako inwestycję finansową, która wygeneruje odpowiedni zwrot kompensujący ponoszone ryzyko działalności i koszty przejścia.

Można użyć kontrargumentu, wskazując, że powyższa okoliczność nie jest wyłączną specyfiką przejść praktyk lekarskich. W rzeczywistości każdy właściciel czy operator rozważający sprzedaż firmy i zamierzający kontynuować działalność w strukturze przejmującego jako pracownik najemny staje w obliczu swego rodzaju wewnętrznego rozdarcia wynikającego z utraty kontroli nad biznesem po dokonaniu transakcji.

Nie ulega wątpliwości, że składnikiem każdej wynegocjowanej ceny transakcyjnej jest również wartość przypisywana do kontroli operacyjnej nad biznesem – przekazywanej przez właściciela lub operatora z chwilą dokonania transakcji. Odnosi się to także do przejść 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, tzn. odmienny sposób i zakres państwowej, czy też mówiąc bardziej precyzyjnie – publicznej, ingerencji w ich funkcjonowanie. Występują w tym względzie znaczące różnice pomiędzy poszczególnymi krajami, co implikuje dodatkowe problemy związane z wyceną. Problemy te są szczególnie wyraźne w krajach przechodzących transformację ustrojową, m.in. takich, jak Polska. Niestabilność przyjętych rozwiązań, niepewność dotycząca zakresu finansowania usług objętych ubezpieczeniem zdrowotnym,

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

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 i równocześnie coraz bardziej podatny 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 operujących w szeroko rozumianych usługach medycznych.