

Rozdział 7

Wycena przedsiębiorstwa i wybranych składników majątkowych

Grzegorz Urbanek

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie podstawowych sposobów oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w odniesieniu do jego wartości, potencjału jej tworzenia i stabilności finansowej. Po jego lekturze Czytelnik będzie potrafił zidentyfikować podstawowe determinanty wartości przedsiębiorstwa i czynniki je kształtujące, zostanie zaznajomiony z wybranymi metodami dochodowymi i rynkowymi wyceny przedsiębiorstwa. Lektura rozdziału pozwoli również na poznanie podstawowych zasad wyceny wybranych aktywów niematerialnych – znaków towarowych i marek. Czytelnik powinien też potrafić ocenić wiarygodność wyników raportu z wyceny akcji (udziałów) lub znaków towarowych.

Cele działalności przedsiębiorstwa

Analiza i ocena skuteczności i efektywności zarządzania przedsiębiorstwem wymaga zdefiniowania podstawowego kryterium, według którego będzie dokonywana ocena, co wiąże się z kwestią zdefiniowania podstawowego celu działania przedsiębiorstwa. Jest to jeden z centralnych elementów debaty w ramach finansów, a także teorii ładu korporacyjnego¹.

Dzięki określeniu pojedynczego kryterium decyzyjnego możliwe jest dokonanie oceny efektywności działań, zarówno na potrzeby podejmowania decyzji dotyczących alternatywnych sposobów działania (*ex ante*), jak i oceny rezultatów tych działań (*ex post*). Z ekonomicznego punktu widzenia takim kryterium pozwalającym na ocenę alternatywnych możliwości działania jest maksymalizacja długookresowej wartości firmy. Z przyczyn praktycznych jako ekwiwalent maksymalizacji wartości firmy często przyjmuje się maksymalizację wartości jej akcji lub udziałów.

¹ M.C. Jensen, *Value maximization, stakeholder theory, and corporate objective function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2010, vol. 22, no. 1 (Winter), s. 32–42.

W opozycji do maksymalizowania wartości firmy jako podstawowego celu działania stoi teoria grup interesu. Zgodnie z jej postulatami menedżerowie powinni w taki sposób zarządzać przedsiębiorstwem, aby maksymalizować społeczny dobrobyt wszystkich zaangażowanych w jego działalność grup – akcjonariuszy, ale także pracowników, klientów, dostawców, lokalnych społeczności itp.² Tym samym teoria grup interesu stawia wiele celów do realizacji jednocześnie. W rezultacie postępowanie zgodnie z jej zaleceniami może prowadzić do zamieszania, konfliktów, nieefektywności i w konsekwencji do braku realizacji poszczególnych celów ukierunkowanych na grupy interesu.

Michael C. Jensen³ twierdzi, że oba podejścia można pogodzić pod warunkiem, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy pozostanie podstawowym celem. Według tego autora ignorując grupy interesu, menedżerowie nie są w stanie maksymalizować wartości firmy. Tymczasem realizacja tego celu w największym stopniu przyczynia się do tworzenia ogólnego społecznego dobrobytu. W celu zbliżenia obu podejść autor proponuje tzw. oświecone maksymalizowanie wartości (*enlightened value maximization*). Aby osiągnąć maksymalizację wartości, firma musi zarządzać wszystkimi swoimi kluczowymi funkcjami, w tym relacjami z grupami interesu. W tym podejściu firmy nie tyle maksymalizują zadowolenie grup interesu, ile pracują wspólnie z nimi na rzecz tworzenia wartości dla właścicieli. Z uwagi na sprzeczne interesy różnych grup *stakeholders* zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa A. Damodaran postuluje również tzw. ograniczoną maksymalizację wartości akcji jako podstawowy cel działania przedsiębiorstwa. Dzięki „obudowaniu” odpowiednimi mechanizmami regulującymi maksymalizacja wartości akcji jako podstawowy cel działania ma właściwości samokorygujące, czego wynikiem jest eliminowanie egoistycznych zachowań głównych grup interesu. W rezultacie prowadzi to do maksymalizacji dobrobytu ogólnospołecznego⁴.

Podstawowe determinanty wartości

Poniższy wzór przedstawia podstawowy model kreowania wartości w przedsiębiorstwie⁵:

$$Wartość_0 = \frac{NOPAT_1 \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

² B.W. Benson, W.N. Davidson, *The relation between stakeholder management, firm value, and CEO compensation: a test of enlightened value maximization*, Financial Management” 2010, Autumn, s. 929–963.

³ M.C. Jensen, *Value maximization...*

⁴ Zob. A. Damodaran, *Applied Corporate Finance*, Wiley, Hoboken 2006, s. 46.

⁵ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition. Wiley & Sons, New Jersey 2005.

gdzie: $NOPAT_1$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu, $WACC$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa, $ROIC$ – zwrot na zaangażowanym kapitale, g – stopa wzrostu firmy.

Zgodnie z tym wzorem kluczowymi zmiennymi decydującymi o wartości przedsiębiorstwa są: zysk operacyjny, zwrot na zainwestowanym kapitale, stopa wzrostu i koszt kapitału przedsiębiorstwa. Powyższy wzór można przekształcić do postaci, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie zainwestowanego kapitału i wartości bieżącej przyszłych ekonomicznych zysków, przy założeniu, że rosną one o stałą stopę g . Algebraicznie przedstawia to następujący wzór:

$$V = IC_0 + \frac{EP_1}{WACC - g} = IC_0 + \frac{IC_0 \times (ROIC - WACC)}{WACC - g},$$

gdzie: EP_1 – zysk ekonomiczny, IC_0 – zainwestowany kapitał.

Zgodnie z powyższym wzorem wartość przedsiębiorstwa zależy od wielkości zaangażowanego kapitału i przyszłej efektywności jego użytkowania. Warunkiem wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest efektywne stosowanie posiadanego kapitału, tzn. uzyskiwanie zwrotu z jego wykorzystania powyżej koszt kapitału ($ROIC > WACC$). Z tego punktu widzenia kluczowym elementem oceny efektywności działań przedsiębiorstwa w zakresie tworzenia wartości jest pomiar zwrotu na zaangażowanym kapitale w zestawieniu z kosztem kapitału.

Wycena spółki kapitałowej

W tym podrozdziale zostaną przedstawione dwa podejścia do wyceny przedsiębiorstwa i kapitału własnego: wycena oparta na zdyskontowanych przepływach gotówkowych oraz wycena porównawcza.

W przypadku wyceny spółki kapitałowej należy rozróżnić wycenę całej spółki (całego zaangażowanego kapitału – kapitału własnego i kapitału obcego) i wycenę kapitału własnego (zaangażowanych w spółkę środków jej właścicieli). W praktyce najczęściej celem wyceny jest określenie wartości kapitału własnego spółki. Na podstawie uzyskanej wyceny kapitału własnego spółki możliwe jest określenie wartości jednego udziału lub jednej akcji oraz określonego pakietu udziałów lub akcji.

W wycenie opartej na zdyskontowanych przepływach gotówkowych (*Discounted Cash Flow* – DCF) wartość bieżąca przedsiębiorstwa (kapitału własnego) zależy od wielkości wygenerowanych w przyszłości przepływów gotówkowych i właściwego kosztu kapitału. W przypadku wyceny porównawczej wartość bieżąca przedsiębiorstwa (kapitału własnego) zależy od wyceny przez rynek porównywalnych aktywów (innych przedsiębiorstw lub ich kapitału własnego).

Zdyskontowane przepływy gotówkowe (DCF)

W wycenie opartej na zdyskontowanych przepływach gotówkowych wartość aktywów (spółki, udziałów, akcji) jest określana poprzez zdyskontowanie spodziewanych przepływów gotówkowych związanych z tymi aktywami stopą, która odzwierciedla ryzyko tych przepływów. Ogólny wzór na wartość bieżącą aktywów w podejściu DCF jest następujący:

$$\text{Wartość aktywów} = \sum_{t=1}^N \frac{ECF_t}{(1+r)^t},$$

gdzie: ECF_t – spodziewane przepływy gotówkowe w okresie t , r – koszt kapitału.

W przypadku wyceny kapitału własnego przy wykorzystaniu podejścia DCF możliwe są generalnie dwa podejścia:

- bezpośrednio, w którym kapitał własny jest wyceniany na podstawie zdyskontowanych korzyści dla kapitału własnego (dywidend lub przepływów gotówkowych dla kapitału własnego);
- pośrednio, w którym kapitał własny jest wyceniany na podstawie wartości całego przedsiębiorstwa określonej przy wykorzystaniu korzyści dla całego przedsiębiorstwa (zdyskontowanych przepływów gotówkowych dla przedsiębiorstwa).

Zastosowanie każdego z wymienionych podejść wymaga oszacowania czterech głównych zmiennych: przepływów gotówkowych w okresie szybkiego wzrostu, okresu szybkiego wzrostu, kosztu kapitału, stałej stopy wzrostu przepływów gotówkowych po okresie projekcji.

W podejściu bezpośrednim wartość kapitału własnego⁶ przedsiębiorstwa jest szacowana według następującego wzoru:

$$\text{Wartość } kw = \sum_{t=1}^N \frac{EB_t}{(1+k_e)^t},$$

gdzie: EB_t – korzyści dla kapitału własnego w postaci spodziewanych przepływów gotówkowych dla kapitału własnego lub dywidend w okresie t , k_e – koszt kapitału własnego.

Zastosowanie podejścia bezpośredniego do szacowania wartości kapitału własnego zostanie przedstawione poniżej na podstawie tzw. modelu dywidend.

W modelu zdyskontowanych dywidend (*Dividend Discount Model* – DDM) przyszłe korzyści dla kapitału własnego wynikają ze spodziewanych w przyszłości dywidend. Możliwe są trzy sytuacje odnośnie do kształtowania się przyszłych dywidend:

⁶ W podejściu bezpośrednim możliwe jest przeprowadzenie wyliczeń od razu w relacji do jednej akcji lub jednego udziału w spółce. Wszystkie dane, które są wykorzystywane w wyliczeniach, powinny w takim przypadku być zdezagregowane na jedną akcję lub jeden udział.

- dywidendy pozostaną na obecnym poziomie (zerowy wzrost dywidendy);
- dywidendy będą rosnać w nieskończoność według stałej stopy g ;
- w okresie kilku lat dywidendy będą zmieniać się nieregularnie, a następnie będą rosnać według stałej stopy g .

W przypadku stałego poziomu dywidend wartość bieżąca kapitału własnego jest liczona jako renta wieczysta według następującego wzoru:

$$\text{Wartość } kw = \frac{D}{k_e},$$

gdzie: D – stały poziom dywidendy.

Przykład. Ile wynosi wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa Promyk SA, które zamierza wypłacać w nieskończoność roczną dywidendę w wysokości 1 mln 200 tys. PLN, jeżeli koszt kapitału własnego wynosi 15% rocznie? Podstawiając do wzoru na rentę wieczystą, otrzymujemy (w tys. PLN):

$$\text{Wartość } kw = \frac{D}{k_e} = \frac{1200}{15\%} = 8000$$

Wartość kapitału własnego wynosi 8 mln PLN.

W sytuacji, gdy dywidenda będzie rosnać od następnego okresu w nieskończoność o stałą stopę g wartość kapitału własnego szacowana jest według następującego wzoru na rosnącą rentę wieczystą:

$$\text{Wartość } kw = \frac{D_0 \times (1 + g)}{k_e - g}$$

gdzie: D_0 – ostatnia wypłacona dywidenda, g – stała stopa wzrostu dywidendy.

Przykład. Ile wynosi wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa Promyk SA, które wypłaciło ostatnią dywidendę w wysokości 1 mln 200 tys. PLN i zamierza zwiększać poziom dywidendy w nieskończoność o 3% rocznie, jeżeli koszt kapitału własnego wynosi 15% rocznie? Podstawiając do wzoru na rosnącą rentę wieczystą, otrzymujemy (w tys. PLN):

$$\text{Wartość } kw = \frac{D_0 \times (1 + g)}{k_e - g} = \frac{1200 \times (1 + 3\%)}{15\% - 3\%} = 10\,300$$

Wartość kapitału własnego wynosi 10 mln 300 tys. PLN.

W praktyce najczęściej występuje sytuacja, w której przedsiębiorstwo w okresie kilku lat generuje korzyści zmieniające się w sposób nieregularny (skokowy), co wynika najczęściej z jego szybkiego wzrostu. Po tym okresie przedsiębiorstwo

wchodzi w fazę stabilizacji, która charakteryzuje się stałym wzrostem generowanych korzyści. W odniesieniu do modelu dywidend oznacza to, że w okresie szybkiego wzrostu przedsiębiorstwo wypłaca dywidendy zmieniające się skokowo, a od momentu stabilizacji dywidendy rosną w nieskończoność według stałej stopy g . W tym przypadku wartość kapitału własnego szacowana jest według następującego wzoru:

$$\text{Wartość } kw = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^N},$$

gdzie: N – liczba lat fazy szybkiego wzrostu, TV – wartość terminalna.

Wartość terminalna oznacza wartość spodziewanych dywidend od momentu wejścia w fazę stabilnego wzrostu ($N+1$) do nieskończoności. Wartość terminalna jest szacowana według wzoru na rosnącą rentę wieczystą:

$$TV_N = \frac{D_{N+1}}{k_e - g},$$

gdzie: D_{N+1} – dywidenda w pierwszym roku fazy stabilnej, k_e – koszt kapitału własnego w fazie stabilnej.

Warto zwrócić uwagę na dwa elementy związane z szacowaniem wartości terminalnej. Pierwszy to fakt, że co do zasady wartość terminalna jest szacowana na jeden okres wstecz (N) w stosunku do okresu, z którego pochodzi przepływ gotówkowy wykorzystany do jej obliczenia ($N+1$). Oznacza to, że w celu uzyskania wartości bieżącej wartości terminalnej musi ona zostać przeliczona na dzień dzisiejszy przy wykorzystaniu stopy dyskontowej właściwej dla roku N . Drugi element związany jest z kosztem kapitału własnego w fazie stabilnego wzrostu. Przedsiębiorstwo, które weszło w fazę stabilnego wzrostu jest mniej ryzykowne niż przedsiębiorstwo szybko rozwijające się, koszt kapitału dla tej fazy jest zatem zwykle mniejszy niż w fazie szybkiego wzrostu.

Przykład. Ile wynosi wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa Słoneczko SA, które obecnie znajduje się w fazie szybkiego wzrostu? Przedsiębiorstwo wypłaciło ostatnią dywidendę w wysokości 1 mln PLN zł i zamierza zwiększać poziom dywidendy w kolejnych trzech lat odpowiednio o 20, 15 i 10%. W związku z nasyceniem rynku, począwszy od roku czwartego przedsiębiorstwo zamierza ustabilizować swoją aktywność, co spowoduje, że w kolejnych latach będzie wypłacać dywidendę rosnącą rocznie o 3% rocznie. Koszt kapitału własnego w okresie szybkiego wzrostu wynosi 15%, natomiast w okresie terminalnym wynosi 12%.

Dywidendy w okresie szybkiego wzrostu wynoszą:

$$D_1 = D_0 \times (1+20\%) = 1 \text{ mln} \times 1,20 = 1 \text{ mln } 200 \text{ tys. PLN}$$

$$D_2 = D_1 \times (1+15\%) = 1 \text{ mln } 200 \text{ tys.} \times 1,15 = 1 \text{ mln } 380 \text{ tys. PLN}$$

$D_3 = D_2 \times (1+10\%) = 1 \text{ mln } 380 \text{ tys.} \times 1,10 = 1 \text{ mln } 518 \text{ tys. PLN}$

Podstawiając do pierwszego składnika wzoru na wartość kapitału własnego, otrzymujemy (w tys. PLN):

$$\text{Wartość } kw = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+k_e)^t} = \frac{1200}{(1+15\%)^1} + \frac{1380}{(1+15\%)^2} + \frac{1518}{(1+15\%)^3} = 3085,1$$

Dywidenda w okresie czwartym wynosi:

$D_4 = 1 \text{ mln } 518 \text{ tys.} \times (1+3\%) = 1 \text{ mln } 563,5 \text{ tys. PLN.}$

Podstawiając do wzoru na wartość terminalną (TV) otrzymujemy (w tys. PLN):

$$TV_N = \frac{D_{N+1}}{k_e - g} = \frac{1563,5}{12\% - 3\%} = 17\,372,7.$$

Po zdyskontowaniu wartość bieżąca wartości terminalnej wynosi (w tys. PLN):

$$TV_0 = \frac{TV_3}{(1+15\%)^3} = \frac{17\,372,7}{1,521} = 11\,422,8.$$

Stąd wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa Słoneczko SA wynosi (w tys. PLN):

$$\text{Wartość } kw = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^N} = 3085,1 + 11\,422,8 = 14\,507,9.$$

Przedstawiony powyżej model zdyskontowanych dywidend stanowi dobrą ilustrację metodologii wyceny akcji lub udziałów przedsiębiorstwa, w praktyce jest jednak rzadko stosowany. Jego najważniejszą wadą jest to, że zaniża wartość kapitału własnego, ponieważ wypłacane właścicielom dywidendy najczęściej są mniejsze niż wynika to z wielkości całkowitych przepływów gotówkowych dla kapitału własnego wygenerowanych przez przedsiębiorstwo. Dlatego w przypadku stosowania tego podejścia uzyskaną wartość należy traktować jako tzw. wartość minimalną (*floor value*).

W praktyce do wyceny przedsiębiorstwa lub kapitału własnego wykorzystuje się najczęściej podejście pośrednie. W podejściu pośrednim procedura wyceny akcji lub udziałów przedsiębiorstwa przebiega w następujących etapach:

Wartość operacji poprzez zdyskontowanie wolnych przepływów gotówkowych z operacji firmy przy wykorzystaniu WACC (średniego ważonego kosztu kapitału)

+

Wartość aktywów nieoperacyjnych

=

Wartość przedsiębiorstwa

-

Wartość roszczeń dawców kapitału obcego (długu)

=

$$\begin{aligned}
 &= \\
 &\text{Wartość kapitału własnego} \\
 &: \\
 &\text{Liczba akcji / udziałów przedsiębiorstwa} \\
 &= \\
 &\text{Wartość jednej akcji / udziału}
 \end{aligned}$$

Wartość przedsiębiorstwa jest obliczana przy wykorzystaniu następującego wzoru:

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^N} + VANO,$$

gdzie: EV – wartość przedsiębiorstwa, FCF_t – przepływy gotówkowe dla firmy w okresie t , TV – wartość terminalna, $WACC$ – średni ważony koszt kapitału, $VANO$ – wartość aktywów nieoperacyjnych.

Wartość przedsiębiorstwa stanowi sumę zdyskontowanych przepływów gotówkowych z operacji przedsiębiorstwa oraz aktywów nieoperacyjnych. Aktywa nieoperacyjne to mające określoną wartość rynkową składniki majątkowe, które stanowią własność przedsiębiorstwa, ale nie są zaangażowane w tworzenie przepływów gotówkowych. Do tej kategorii aktywów należą na przykład zbędne maszyny i urządzenia lub niewykorzystane budynki i grunty. Istotnym składnikiem nieoperacyjnych aktywów może być nadwyżka gotówki, która nie jest zaangażowana w obsługę działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, albo inwestycje w udziały w innych podmiotach.

Obliczenie wartości bieżącej wynikającej z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa wymaga oszacowania następujących parametrów: okresu do osiągnięcia fazy stabilnego wzrostu, przepływów gotówkowych w okresie szybkiego wzrostu przedsiębiorstwa, średniego ważonego kosztu kapitału, stopy wzrostu przepływów gotówkowych w okresie terminalnym.

Oszacowanie przepływów gotówkowych w okresie szybkiego wzrostu wymaga sporządzenia projekcji rachunku zysków i strat oraz wybranych pozycji bilansu przedsiębiorstwa, które pozwolą oszacować wielkość przyszłych inwestycji i zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Przepływy gotówkowe dla firmy w okresie projekcji finansowych (faza szybkiego wzrostu) są obliczane według następującego wzoru:

$$FCF_t = EBIT_t \times (1 - \text{podatek}) + am_t - inw_t - \Delta ko_t,$$

gdzie: $EBIT_t$ – zysk operacyjny w roku t , podatek – stopa podatku dochodowego, am_t – amortyzacja w okresie t , inw_t – nakłady inwestycyjne w okresie t , Δko_t – przyrost kapitału pracującego w okresie t .

Przepływ gotówkowy dla firmy w pierwszym roku po okresie szybkiego wzrostu jest obliczany według następującego wzoru:

$$FCF_{N+1} = EBIT_{N+1} \times (1 - \text{podatek}) \times (1 - \text{reir})$$

gdzie: *reir* – stopa reinwestycji określająca, jaka część zysku operacyjnego po opodatkowaniu musi zostać przeznaczona na sfinansowanie rozwoju firmy, aby mogła ona rozwijać się w założonym tempie (stopa *g*).

Potrzeby reinwestycyjne są szacowane według następującego wzoru:

$$\text{reir} = \frac{g}{ROIC}$$

gdzie: *g* – stałe tempo wzrostu firmy (zysku operacyjnego) w okresie terminalnym (w %), *ROIC* – zwrot na zaangażowanym kapitale.

Średni ważony koszt kapitału jest obliczany według następującego wzoru:

$$WACC = k_e \times \%E + k_d \times (1 - t) \times \%D$$

gdzie: *k_e* – koszt kapitału własnego, *%E* – udział kapitału własnego w finansowaniu przedsiębiorstwa, *k_d* – nominalny koszt długu, *%D* – udział długu w finansowaniu przedsiębiorstwa, *t* – stopa podatku dochodowego.

Koszt kapitału własnego oznacza wymaganą przez inwestorów w kapitał własny stopę zwrotu, która uwzględnia ryzyko przez nich ponoszone – tzw. ryzyko kapitału własnego. Koszt kapitału własnego może być oszacowany przy wykorzystaniu różnych podejść, ale najczęściej jest on obliczany przy wykorzystaniu modelu wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM) w następującej postaci:

$$k_e = r_f + \beta \times (R_m - r_f)$$

gdzie: *r_f* – stopa zwrotu wolna od ryzyka, *β* (beta) – wskaźnik ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego), *R_m* – stopa zwrotu z portfela rynkowego.

Jako stopę zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka przyjmuje się najczęściej rentowność długoterminowych (10-letnich) obligacji skarbowych. Stopa zwrotu z portfela rynkowego stanowi stopę zwrotu z inwestycji o średnim ryzyku. Jako jej przybliżenie przyjmuje się na przykład średnią ze stóp zwrotu uzyskanych w okresie wielu lat na inwestycji w szeroki indeks giełdowy (WIG, WIG20). Alternatywnie premię za ryzyko rynkowe *R_m - r_f* dla rynku polskiego szacuje się na podstawie premii bazowej dla najbardziej rozwiniętego rynku – amerykańskiego, modyfikując ją do warunków polskich⁷.

Wskaźnik ryzyka systematycznego beta dla spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych standardowo jest obliczany przy wykorzystaniu regresji

⁷ Na początku 2015 r. premia ta zawierała się w przedziale 5,5–7%.

przeszłych zwrotów uzyskanych na akcjach danej spółki w określonych przedziałach czasu, na przykład tydzień albo miesiąc, w odniesieniu do zwrotów uzyskanych w tych samych przedziałach czasu z indeksu giełdowego. Współczynnik nachylenia linii regresji stanowi wskaźnik beta dla danej spółki. Współczynnik beta może być również pozyskany z serwisów finansowych, na przykład Bloomberg. Wskaźnik ryzyka beta określony w powyższy sposób dotyczy wyłącznie ryzyka systematycznego. Wskaźnik beta w sposób właściwy odzwierciedla stopień ryzyka ponoszonego w związku z inwestycją w akcje danej spółki inwestorów zdywersyfikowanych, czyli takich, którzy inwestują w wiele spółek jednocześnie. W przypadku wyceny spółki niebędącej w obrocie giełdowym (na przykład spółki z ograniczoną odpowiedzialnością) oszacowanie całkowitego ryzyka inwestora w taką spółkę wymaga uwzględnienia również ryzyka niesystematycznego. Całkowite ryzyko w takim przypadku może zostać oszacowane na przykład przy wykorzystaniu tzw. bety całkowitej⁸.

Przykład. Ile wynosi wartość jednego udziału spółki Profit sp. z o.o. na dzień 31 grudnia 2014 r. przy poniższych założeniach.

Tabela 7.1. Uproszczony bilans Profit Sp. z o.o. na 31 grudnia 2014 r. (w PLN)

Aktywa		Pasywa	
Majątek trwały	1 200 000	Kapitał własny	1 200 000
Majątek obrotowy, w tym:	900 000	Zobowiązania handlowe	300 000
Gotówka nieoperacyjna	50 000	Dług odsetkowy	600 000
Razem	2 100 000	Razem	2 100 000

Spółka przez pięć kolejnych lat będzie znajdować się w fazie szybkiego wzrostu, w której:

- kapitał spółki podzielony jest na 1000 udziałów;
- zysk operacyjny spółki w roku 2015 wyniesie według prognoz 200 000 PLN, a w kolejnych czterech latach 2016–2019 będzie rosnać o 10% rocznie;
- planowana amortyzacja w roku 2015 wyniesie 50 000 PLN i w kolejnych czterech latach będzie rosnać o 7% rocznie;
- planowane wydatki inwestycyjne w roku 2015 wyniosą 100 000 PLN i w kolejnych latach będą rosnać o 8% rocznie;
- planowany wzrost kapitału pracującego w roku 2015 wynosi 20 000 PLN i w kolejnych latach będzie on rosnać (w stosunku do wzrostu w roku poprzednim) o 6%;
- koszt długu przedsiębiorstwa w fazie szybkiego wzrostu wynosi 7%;

⁸ Szerzej na ten temat zob. A. Damodaran, *Applied Corporate...*

- koszt kapitału własnego uwzględniający ryzyko całkowite ponoszone przez właścicieli wynosi 14%;
 - w okresie szybkiego wzrostu udział długu w finansowaniu przedsiębiorstwa pozostanie na poziomie z końca 2014 r. i wyniesie 33%.
- Począwszy od roku 2020 spółka wejdzie w fazę stałego wzrostu, w której:
- zysk operacyjny będzie zwiększać się corocznie o stopę $g = 3\%$;
 - koszt kapitału obcego wyniesie 6%;
 - koszt kapitału własnego wyniesie 12%;
 - udział długu w finansowaniu wyniesie 40%;
 - efektywność operacyjna spółki w okresie terminalnym wyniesie $ROIC = 10\%$;
 - podatek dochodowy w całym okresie wynosi 19%.

Rozwiązanie

Obliczamy średni ważony koszt kapitału spółki w okresie szybkiego wzrostu (2015–2019) i w fazie terminalnej (od 2020 r.) – tabela 7.2.

Tabela 7.2. Średni ważony koszt kapitału spółki w okresie szybkiego wzrostu (2015–2019) i w fazie terminalnej (od 2020 r.) (w %)

Wyszczególnienie	Okres	
	2015–2019	terminalny
Koszt kapitału własnego	14	12
Udział kapitału własnego w finansowaniu	67	60
Koszt długu nominalny	7	6
Koszt długu po opodatkowaniu	5,67	4,86
Udział długu w finansowaniu	33	40
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,25	9,14

Obliczamy wartość bieżącą przepływów gotówkowych w latach 2015–2019 – tabela 7.3.

Tabela 7.3. Wartość bieżąca przepływów gotówkowych w latach 2015–2019

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT (w PLN)	200 000	220 000	242 000	266 200	292 820
Podatek (w PLN)	38 000	41 800	45 980	50 578	55 635,8
Amortyzacja (w PLN)	50 000	53 500	57 245	61 252,15	65 539,8
Wydatki inwestycyjne (w PLN)	100 000	108 000	116 640	125 971,2	136 048,9

Tabela 7.3. cd.

Przyrost kapitału pracującego (w PLN)	20 000	21 200	22 472	23 820,3	25 249,5
FCF (w PLN)	92 000	102 500	114 153	127 082,6	141 425,6
Dyskonto (w %)	111,25	123,77	137,69	153,19	170,42
Wartość zdyskontowana (w PLN)	82 695,8	82 816,2	82 903,8	82 960	82 986,3
Suma wartości zdyskontowanej w latach 2015–2019 (w PLN)	414 362,1				

Obliczamy stopę reinwestycji w roku 2020 w celu oszacowania przepływu gotówkowego w tym roku:

$$reir = \frac{g}{ROIC} = \frac{3\%}{10\%} = 30\%.$$

Obliczamy przepływ gotówkowy w roku 2020:

$$\begin{aligned} FCF_{N+1} &= EBIT_{N+1} \times (1 - \text{podatek}) \times (1 - reir) = \\ &= 301\,604,6 \times (1 - 19\%) \times (1 - 30\%) = 171\,009,8 . \end{aligned}$$

Obliczamy wartość terminalną:

$$TV = \frac{FCF_{2020}}{WACC_2 - g} = \frac{171\,009,8}{9,14\% - 3\%} = 2\,783\,363 .$$

Dyskontujemy wartość terminalną do wartości bieżącej:

$$PVTV = \frac{TV}{(1 + WACC_1)^5} = \frac{2\,783\,363}{(1 + 11,25\%)^5} = 1\,633\,233 .$$

Tabela 7.4. przedstawia łącznie wszystkie wyliczenia wartości operacyjnej przedsiębiorstwa.

Tabela 7.4. Wartość operacyjna przedsiębiorstwa Profit Sp. z o.o. (w PLN)

Wyszczególnienie	Rok					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT (w PLN)	200 000	220 000	242 000	266 200	292 820	301 604,6
Podatek (w PLN)	38 000	41 800	45 980	50 578	55 635,8	57 304,9
Amortyzacja (w PLN)	50 000	53 500	57 245	61 252,2	65 539,8	

Wydatki inwestycyjne (w PLN)	100 000	108 000	116 640	125 971,2	136 048,9	
Przyrost kapitału pracującego (w PLN)	20 000	21 200	22 472	23 820,3	25 249,5	
FCF (w PLN)	92 000	102 500	114 153	127 082,6	141 425,6	171 009,8
Dyskonto (w %)	111,25	123,77	137,69	153,19	170,42	
Wartość zdyskontowana (w PLN)	82 695,8	82 816,2	82 903,8	82 960	82 986,3	
Suma wartości zdyskontowanej w latach 2015–2019 (w PLN)	414 362,1					
Wartość terminalna (w PLN)					2 783 362,8	
Dyskonto wartości terminalnej (w %)					170,42	
Zdyskontowana wartość terminalna (w PLN)	1 633 233,4					
Razem wartość bieżąca (w PLN)	2 047 595,5					

Wartość operacyjna przedsiębiorstwa Profit sp. z o.o. wynosi 2 047 595,5 PLN. W celu obliczenia wartości kapitału własnego spółki do wartości operacyjnej należy dodać wartość aktywów nieoperacyjnych i odjąć wartość długu odsetkowego. Po podzieleniu wartości kapitału własnego przez liczbę udziałów otrzymujemy wartość jednego udziału w spółce (tabela 7.5).

Tabela 7.5. Wartość jednego udziału w przedsiębiorstwie Profit Sp. z o.o. (w PLN)

Wartość operacyjna przedsiębiorstwa	2 047 595,5
Wartość aktywów nieoperacyjnych (gotówka)	50 000
Razem wartość przedsiębiorstwa	2 097 595,5
Dług	600 000
Wartość kapitału własnego	1 497 595,5
Liczba udziałów w spółce	1000
Wartość jednego udziału	1497,6

Wartość dochodowa jednego udziału spółki Profit sp. z o.o. wynosi 1497,60 PLN.

Uwaga: Uzyskana wycena jednego udziału w spółce może podlegać korekcie w górę (premia) lub w dół (dyskonto). Korekta może dotyczyć zwiększenia wartości, tzw. premii za pakiet kontrolny, którego posiadanie pozwala

na kontrolowanie spółki. Dyskonto jest związane najczęściej z brakiem płynności udziałów (łatwej możliwości zamienienia udziałów na gotówkę). Zarówno wysokość premii, jak i dyskonta w każdym przypadku zależy od konkretnej sytuacji.

Wycena mnożnikowa

W wycenie mnożnikowej wartość wycenianych aktywów jest określana na podstawie znanej wartości podobnych albo porównywalnych aktywów. Aby móc porównać wyceniane aktywa z innymi, konieczne jest dokonanie standaryzacji wartości tych aktywów w odniesieniu do określonych parametrów związanych z tymi aktywami. Tymi parametrami mogą być na przykład generowane zyski na różnych poziomach lub sprzedaż czy wartość księgowa.

Aby zastosować wycenę porównawczą, potrzebne są informacje na temat identycznych lub porównywalnych aktywów, wystandaryzowana miara wartości (określony mnożnik) dla tych aktywów, informacje na temat różnic pomiędzy wycenianymi aktywami a aktywami, na podstawie których dokonuje się ich wyceny.

Jedną z podstawowych zasad, której przestrzeganie zmniejsza możliwość popełnienia błędów, jest to, że wycena i jej baza muszą odnosić się do tego samego beneficjenta, tzn. wartość kapitału własnego powinna być wyliczana na podstawie dochodów związanych z kapitałem własnym, a wartość firmy powinna być wyliczana na podstawie dochodów firmy. Wartość kapitału własnego powinna być obliczana na przykład na podstawie zysku netto (zysk, który przynależy do właścicieli kapitału własnego), natomiast wartość przedsiębiorstwa powinna być obliczana na przykład na podstawie zysku EBITDA (zysk, który przynależy do wszystkich właścicieli kapitału).

Kluczowym elementem w wycenie porównawczej jest, oprócz wyboru mnożnika, dobór spółek do porównań z wycenianą firmą. Spółki należące do tej samej branży często istotnie różnią się między sobą, jeżeli chodzi o takie podstawowe determinanty tworzenia wartości, jak ryzyko, tempo wzrostu czy uzyskiwany zwrot, ale także wielkość firmy. Dlatego dobierając spółki do porównań, należy kierować się nie tylko ich przynależnością branżową, ale także ich podobieństwem ze względu na wymienione wyżej charakterystyki.

W dalszej części opracowania zostaną przedstawione bardziej szczegółowo następujące mnożniki:

- Cena / Zysk – P/E (mnożnik rekomendowany dla firm produkcyjnych),
- Cena / Wartość księgowa – P/BV (mnożnik rekomendowany dla firm finansowych),
- Cena / Sprzedaż – P/S (mnożnik rekomendowany dla firm handlowych, a także firm szybko rosnących i niegenerujących zysku).

Powyższe rekomendacje stosowania mnożników do określonych typów firm mają charakter ogólny i nie przesądzają o wyborze mnożnika w konkretnej sytuacji.

Mnożnik P/E

Mnożnik P/E odnosi wartość rynkową kapitału własnego lub jednej akcji do wielkości zysku netto lub zysku netto na jedną akcję. W mnożniku P/E, podobnie jak w przypadku innych mnożników, obliczenia mogą być realizowane na poziomie wielkości zagregowanych lub przeliczonych na jedną akcję. W dalszej części opracowania przedstawiane wyliczenia będą dokonywane na poziomie jednej akcji. W przypadku zastosowania tego mnożnika ważne jest jego precyzyjne zdefiniowanie. O ile licznik mnożnika – cena akcji – jest przyjmowana na poziomie obecnej ceny akcji, o tyle zysk na akcję może dotyczyć na przykład zysku za ostatni rok obrotowy, za ostatnie cztery kwartały, albo prognozowanego za następne cztery kwartały. W przypadku, gdy mnożnik dla firm porównywalnych jest przyjmowany na podstawie prognozowanego zysku, jego odniesienia do wycenianej firmy również należy dokonać na podstawie prognozowanego zysku firmy.

W przypadku zastosowania mnożnika P/E wartość jednej akcji wycenianej firmy (P_f) obliczana jest według następującego wzoru:

$$P_f = (P/E)_p \times E_f,$$

gdzie: $(P/E)_p$ – mnożnik dla firm porównywalnych, E_f – zysk na jedną akcję dla wycenianej firmy.

Przykład. Jeżeli P/E dla firm porównywalnych wynosi 12, a zysk na akcję dla wycenianej firmy wynosi 35 PLN, wartość jednej akcji wycenianej firmy wynosi:

$$P_f = (P/E)_p \times E_f = 12 \times 35 = 420 \text{ PLN}.$$

Jak wspomniano wyżej, identyfikując firmy do porównań, należy kierować się poza przynależnością branżową również ich podobieństwem pod względem podstawowych charakterystyk. W przypadku niemożności zidentyfikowania firm stanowiących dokładny odpowiednik firmy wycenianej we wszystkich aspektach należy skoncentrować się na podobieństwie pod względem przewidywanej stopy wzrostu. Badania empiryczne pokazują, że występuje wysoka korelacja pomiędzy wskaźnikiem P/E a stopą wzrostu firmy.

Przykład. Dane odnośnie do wskaźników P/E i przewidywanej stopy wzrostu firm z danej branży przedstawia tabela 7.6.

Tabela 7.6. Wskaźniki P/E i przewidywane stopy wzrostu firm z danej branży

Nazwa firmy	P/E	g (w %)
A	15	3
B	14	4
C	12	5
D	10	4
E	25	7
F	30	10
G	5	2
H	7	3
I	8	4
J	11	4
K	13	4

Na podstawie powyższych danych należy wycenić wartość jednej akcji firmy XYZ, którą charakteryzują następujące parametry: zysk na jedną akcję – 5 PLN, stopa wzrostu – 4%.

Ponieważ brakuje informacji na temat szczegółowych charakterystyk firm z branży, jako wskaźnik P/E dla firm porównywalnych zostanie przyjęty średni wskaźnik dla firm charakteryzujących się taką samą przewidywaną stopą wzrostu ($g = 4\%$) jak wyceniana firma. Przewidywana stopa wzrostu $g = 4\%$ dotyczy firm: B, D, I, J i K.

Średni wskaźnik P/E dla tych firm wynosi:

$$PE_p = \frac{14 + 10 + 8 + 11 + 13}{5} = 11,2.$$

Stąd wartość jednej akcji firmy XYZ wynosi:

$$P_{XYZ} = (P/E)_p \times E_f = 11,2 \times 5 = 56 \text{ PLN}.$$

Mnożnik P/BV

Mnożnik P/BV odnosi wartość rynkową jednej akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. W przypadku zastosowania mnożnika P/BV wartość jednej akcji wycenianej firmy (P_f) obliczana jest według następującego wzoru:

$$P_f = (P/BV)_p \times BV_f,$$

gdzie: $(P/BV)_p$ – mnożnik dla firm porównywalnych, BV_f – wartość księgowa przypadająca na jedną akcję wycenianej firmy.

Przykład. Jeżeli P/BV dla firm porównywalnych wynosi 1,5, a wartość księgową na jedną akcję dla wycenianej firmy wynosi 12 PLN, to wartość jednej akcji wycenianej firmy wynosi:

$$P_f = (P/BV)_p \times BV_f = 1,5 \times 12 = 18 \text{ PLN}.$$

W przypadku niemożności zidentyfikowania firm stanowiących dokładny odpowiednik firmy wycenianej we wszystkich aspektach należy skoncentrować się na podobieństwie pod względem wskaźnika ROE – zwrotu na zaangażowanym kapitale własnym (zysk netto / kapitał własny). Badania empiryczne pokazują, że występuje wysoka korelacja pomiędzy wskaźnikiem P/BV a wskaźnikiem ROE.

Przykład. Dane odnośnie do wskaźników P/BV i ROE firm z danej branży przedstawia tabela 7.7.

Tabela 7.7. Wskaźniki P/BV i ROE firm z danej branży

Nazwa firmy	P/BV	ROE (w %)
A	1	10
B	0,8	4
C	0,9	5
D	2	12
E	2,5	15
F	1,5	10
G	2	4
H	3	12
I	2,2	11
J	1	6
K	0,9	5

Na podstawie powyższych danych należy wycenić wartość jednej akcji firmy XYZ, którą charakteryzują następujące parametry: BV = 25, ROE = 10%. Ponieważ brakuje informacji na temat szczegółowych charakterystyk firm z branży, jako wskaźnik P/BV dla firm porównywalnych zostanie przyjęty średni wskaźnik dla firm charakteryzujących się podobnym wskaźnikiem ROE (ROE = 10%) jak wyceniana firma. Ponieważ tylko dwie firmy z listy mają wskaźnik ROE na poziomie 10%, pojęcie firmy porównywalnej rozszerzymy na firmy, które mają wskaźnik ROE na poziomie 10 +/- 2%. Są to firmy: A, D, F, H i I.

Średni wskaźnik P/BV dla tych firm wynosi:

$$PBV_p = \frac{1 + 2 + 1,5 + 3 + 2,2}{5} = 1,94.$$

Stąd wartość jednej akcji firmy XYZ wynosi:

$$P_{XYZ} = (P/BV)_p \times BV_f = 1,94 \times 25 = 48,5 \text{ PLN}.$$

Mnożnik P/S

Mnożnik P/S odnosi wartość rynkową jednej akcji do wartości sprzedaży przypadającej na jedną akcję. W przypadku zastosowania mnożnika P/S wartość jednej akcji wycenianej firmy (P_f) obliczana jest według następującego wzoru:

$$P_f = (P/S)_p \times S_f,$$

gdzie: $(P/S)_p$ – mnożnik dla firm porównywalnych, S_f – wartość księgowa przypadająca na jedną akcję dla wycenianej firmy.

Przykład. Jeżeli P/S dla firm porównywalnych wynosi 2, a wartość sprzedaży na jedną akcję dla wycenianej firmy wynosi 100 PLN, to wartość jednej akcji wycenianej firmy wynosi:

$$P_f = (P/S)_p \times S_f = 2 \times 100 = 200 \text{ PLN}.$$

W przypadku niemożności zidentyfikowania firm stanowiących dokładny odpowiednik firmy wycenianej we wszystkich aspektach należy skoncentrować się na podobieństwie pod względem wskaźnika ROS – rentowności sprzedaży (zysk netto / sprzedaż). Badania empiryczne pokazują, że występuje wysoka korelacja pomiędzy wskaźnikiem P/S a wskaźnikiem ROS.

Przykład. Dane odnośnie do wskaźników P/S i ROS firm z danej branży przedstawia tabela 7.8.

Tabela 7.8. Wskaźniki P/S i ROS firm z danej branży

Nazwa firmy	P/S	Marża ROS (w %)
A	4	8
B	3	8
C	2,5	9
D	3	12
E	1	5
F	1,5	10
G	2	7

H	3	12
I	2,2	11
J	1	4
K	0,9	2

Na podstawie powyższych danych należy wycenić wartość jednej akcji firmy XYZ, którą charakteryzują następujące parametry: $S = 25$ PLN, marża ROS = 9%.

Ponieważ brak jest informacji na temat szczegółowych charakterystyk firm z branży, jako wskaźnik P/S dla firm porównywalnych zostanie przyjęty średni wskaźnik dla firm charakteryzujących się podobnym wskaźnikiem ROS (ROS = 9%) jak wyceniana firma. Ponieważ tylko jedna firma z listy ma wskaźnik ROS na poziomie 9%, pojęcie firmy porównywalnej rozszerzymy na firmy, które mają wskaźnik ROS na poziomie 9 +/- 1%. Są to firmy: A, B, C i F.

Średni wskaźnik P/S dla tych firm wynosi:

$$PS_p = \frac{4 + 3 + 2,5 + 1,5}{4} = 2,75.$$

Stąd wartość jednej akcji firmy XYZ wynosi:

$$P_{XYZ} = (P/S)_p \times S_f = 2,75 \times 25 = 68,75 \text{ PLN}.$$

W przypadku stosowania wyceny porównawczej do określania wartości akcji / udziałów firm nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych należy pamiętać o korekcie uzyskanych wyników. Dotyczy to przede wszystkim sytuacji, w której wyceny dokonano na podstawie danych dla spółek giełdowych (jest to najczęściej występująca sytuacja ze względu na dostępność danych). Ponieważ spółki niebędące w obrocie są bardziej ryzykowne (ich inwestorzy zwykle nie są zdywersyfikowani), a także akcje i udziały takich spółek nie są płynne, uzyskane wyceny powinny zostać skorygowane w dół (zdyskontowane). Skala dyskonta zależy od konkretnej sytuacji.

Wycena znaku towarowego / marki

Definicja znaku towarowego / marki

Pojęcie marki jest związane z pojęciem znaku towarowego. Często te dwa pojęcia są ze sobą utożsamiane. W Polsce znak towarowy definiuje ustawa *Prawo własności przemysłowej* jako każde oznaczenie przedstawione w sposób graficzny lub takie, które da się w sposób graficzny wyrazić, jeżeli oznaczenie takie nadaje się do odróżniania w obrocie towarów jednego przedsiębiorstwa od tego samego rodzaju towarów innych przedsiębiorstw. Może to być w szczególności wyraz,

rysunek, ornament, kompozycja kolorystyczna, forma przestrzenna, w tym forma towaru lub opakowania, a także melodia lub inny sygnał dźwiękowy⁹.

Marka definiowana jest w literaturze przedmiotu na wiele sposobów. Marka jest to szczególna nazwa, termin, znak, symbol lub ich kombinacje, mające na celu identyfikację wyrobu lub usługi sprzedawcy lub grupy sprzedawców oraz ich odróżnienie od oferty konkurentów¹⁰. Marka wskazuje nabywcy pochodzenie wyrobu lub usługi oraz ochrania klienta i producenta przed konkurentami, którzy mogliby oferować produkty wyglądające identycznie jak oferowane przez danego sprzedawcę.

Na potrzeby wyceny marki konieczne jest zdefiniowanie tego pojęcia jako kategorii ekonomicznej – generującej określone korzyści mające wymiar finansowy.

W kategoriach ekonomicznych markę można zdefiniować jako zespół funkcjonalnych, ekonomicznych i psychologicznych korzyści, jakie stają się udziałem jej użytkownika, których to korzyści dostarcza produkt oznaczony daną nazwą lub symbolem oraz innymi identyfikatorami. Marka przynosi określone korzyści konsumentom, za które gotowi są oni zapłacić, jej właściciel osiąga zatem korzyści mające wymiar finansowy. W efekcie stosowania marek firmy mogą uzyskiwać większą sprzedaż lub realizowaną marżę, co niekiedy następuje równocześnie.

Silna marka jest źródłem określonych i identyfikowalnych korzyści dla jej właściciela, mających wymiar finansowy. W konsekwencji silna marka stanowi aktywa przedsiębiorstwa, którym można przypisać określoną wartość finansową.

Warunki wyceny znaku towarowego / marki

Jak już zaznaczono, marki oddziałując na konsumentów, przynoszą określone korzyści finansowe dla właściciela marki. Wpływ marki na zachowania konsumentów jest rezultatem oddziaływania zarówno konkretnych elementów wizualnych (nazwa, logo, wystroje, sposób promocji), jak i zakumulowanych odczuć i doświadczeń indywidualnych i zbiorowych konsumentów. Znak towarowy związany z marką stanowi jej prawne i formalne oznaczenie. W konsekwencji wartość marki wynikająca z jej znaczenia ekonomicznego w aspekcie formalnoprawnym jest przeniesiona na jej wyrażenie wizualne – znak towarowy (słowny, graficzny, dźwiękowy itp.). W rezultacie w przedstawionym ujęciu wartość ekonomiczna marki jest tożsama z wartością znaku towarowego z nią związanego.

Aby móc przypisać określoną wartość ekonomiczną do danej marki, muszą być spełnione następujące warunki:

⁹ Zgodnie z ustawą z 30 czerwca 2000 r. – *Prawo własności przemysłowej* (Dz. U. 2001, nr 49, poz. 508; Dz.U. 2002, nr 74, poz. 676; nr 108, poz. 945; nr 113, poz. 983; nr 153, poz. 1271; tekst jednolity – Dz. U. 2003, nr 119, poz. 1117; Dz. U. 2004, nr 33, poz. 286).

¹⁰ P. Kotler, G. Armstrong, *Principles of Marketing*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1994.

1. Marka musi stanowić identyfikowalny składnik aktywów przedsiębiorstwa. Oznacza to, że przedsiębiorstwo powinno sprzedawać swoje wyroby konsekwentnie pod jednoznacznie określonymi identyfikatorami.
2. Marka musi być źródłem korzyści dla przedsiębiorstwa. Oznacza to, że marka musi generować identyfikowalne przepływy finansowe dla przedsiębiorstwa, wynikające z istnienia określonych korzyści użytkowników marki.
3. Marka musi być chroniona przed możliwością jej wykorzystania bez pozwolenia przez inne podmioty. Oznacza to, że marka (znak towarowy) musi posiadać ochronę prawną, która może wynikać na przykład, ale nie wyłącznie, z jej rejestracji.

Wycenę marki można zdefiniować jako proces, w trakcie którego jest formułowana ekspercka opinia na temat wartości finansowej marki, na podstawie przyjętych prognoz finansowych i innych założeń, przy uwzględnieniu celu wyceny i przyjęciu określonego standardu wyceny.

Dlatego przeprowadzenie wyceny wymaga wcześniej określenia standardu albo definicji wartości, czyli określenia, dla kogo i w jakich warunkach przeprowadzana jest wycena.

Najczęściej jako standard wyceny marki przyjmuje się wartość bieżącą przyszłych korzyści ekonomicznych (przepływów gotówkowych) dla właściciela marki, wynikających z wykorzystania marki, przy założeniu realizacji określonej przez właściciela strategii.

Metody wyceny

Do wyceny marki w zależności od okoliczności mogą znaleźć zastosowanie następujące główne metody:

- kosztowe,
- rynkowe,
- dochodowe.

Metody kosztowe

W najprostszej odmianie – kosztu historycznego – wycena marki polega na zsumowaniu wszystkich przeszłych wydatków, jakie poniosła firma na stworzenie marki. W innych odmianach metod kosztowych wartość marki określa się na podstawie kalkulacji kosztów, jakie należałoby ponieść, aby w przyszłości otrzymać takie same korzyści, jakich dostarcza już istniejąca marka.

W realiach rynkowych metody kosztowe ustalania marki są mało użyteczne do określania wartości marki z powodu niewielkiego związku pomiędzy kosztami

poniesionymi w **przeszłości** na promowanie marki a jej potencjałem do generowania korzyści dla przedsiębiorstwa w **przyszłości**. Z tego powodu metody kosztowe w przypadku wyceny marek nie powinny być stosowane.

Metody rynkowe

Metody rynkowe szacują wartość aktywów na podstawie porównań z transakcjami sprzedaży, jakie miały miejsce na rynku w ostatnim czasie. W przypadku marki metody te polegają na określeniu wartości marki na podstawie znanej wartości rynkowej podobnych marek lub określonej w transakcjach kupna / sprzedaży w przeszłości. Trudność w stosowaniu tych metod wynika z braku wycen rynkowych marek i braku rozwiniętego rynku transakcji markami. Transakcje takie zdarzają się sporadycznie, są często częścią większej całości (kupna całej firmy), a warunki umowy pozostają tajemnicą, stąd brakuje obiektywnej, wystarczającej bazy do porównań. Dlatego metody rynkowe w klasycznej postaci są wykorzystywane do wyceny marek bardzo rzadko.

Metody dochodowe

W wycenie marek największe zastosowanie mają metody dochodowe oparte na zdyskontowanych przepływach gotówkowych. W metodzie tej wartość marki oznacza bieżącą wartość przyszłych przepływów gotówkowych, jakie będą udziałem przedsiębiorstwa dzięki posiadanej marce. Ryzyko związane z uzyskaniem tych przepływów jest uwzględnione w koszcie kapitału (współczynnika dyskontowym). Do obliczenia wartości bieżącej marki stosuje się następującą ogólną formułę:

$$BV = \sum_{i=1}^t \frac{bcf_i}{(1+r)^i} + \frac{BTV}{(1+r)^t}$$

gdzie: BV – obecna wartość marki, bcf_i – dodatkowe przepływy gotówkowe związane ze sprzedażą oferty oznaczonej marką w kolejnych latach, t – okres projekcji dodatkowych przepływów związanych z marką, r – koszt kapitału, $(1+r)^i$ – współczynnik dyskontowy w kolejnych latach, BTV – terminalna wartość marki po okresie projekcji przepływów.

Zaletami metody DCF jest jej zorientowanie na długi okres oraz możliwość zastosowania do wszystkich sytuacji, kiedy zachodzi konieczność wyceny marki. Istnieje wiele odmian metod wyceny marki w podejściu DCF. Podstawowa różnica między nimi polega na sposobie wydzielenia tych dochodów przedsiębiorstwa, które wynikają z posiadania marki oraz na sposobie obliczenia współczynnika dyskontowego.

Najczęściej stosowaną metodą wyceny marki jest metoda uwolnienia od opłat licencyjnych. Metoda ta jest oparta na założeniu, że gdyby firma wykorzystywała obcą – licencjonowaną markę – to musiałaby uiszczać odpowiednią opłatę licencyjną

liczoną zwykle jako procent od przychodów realizowanych dzięki licencjonowanej marce. Dzięki posiadaniu marki firma unika płacenia opłat licencyjnych, stąd nieponoszenie opłat stanowi dla firmy źródło dodatkowego przepływu gotówkowego. W metodzie tej następuje najpierw oszacowanie przyszłych przychodów ze sprzedaży oznaczonych daną marką produktów, a następnie potencjalnych przyszłych opłat licencyjnych, na których firma oszczędza, będąc właścicielem marek. Opłaty te po uwzględnieniu opodatkowania są przeliczane współczynnikiem dyskontującym na dzień obecny, co pozwala oszacować wartość bieżącą marki. Metoda ta jest odmianą metody DCF, w której jako przepływy gotówkowe występują teoretyczne opłaty licencyjne.

Najważniejszym problemem w stosowaniu metody uwolnienia od opłat licencyjnych jest identyfikacja właściwej stawki licencyjnej dla marki, którą posiada firma. W optymalnej sytuacji stawka ta mogłaby zostać przyjęta na poziomie stawki, po której firma licencjonuje swoją markę innym, niepowiązanym z nią podmiotom. W praktyce taka sytuacja stanowi rzadkość, ponieważ firmy, które posiadają markę, stosują ją najczęściej wyłącznie w swojej ofercie i raczej nie udzielają licencji na jej stosowanie podmiotom, które mogłyby stanowić konkurencję.

Alternatywnym źródłem informacji mogłaby być stawka rynkowa dla podobnej marki, stosowana pomiędzy zewnętrznymi, niepowiązanymi pomiędzy sobą podmiotami na rynku. W warunkach polskich znalezienie takiej stawki jest bardzo trudne, ponieważ marki relatywnie rzadko są przedmiotem licencji, a nawet gdy do takiej transakcji dochodzi, jej szczegóły finansowe nie są upubliczniane.

W tej sytuacji wielu analityków poszukując właściwej stawki licencyjnej w celu wyceny marki, posiłkuje się bazami danych na temat stawek licencyjnych pochodzących z rynków rozwiniętych¹¹, przede wszystkim z rynku amerykańskiego i następnie stosuje je do wyceny polskich marek. W szczególności na rynku amerykańskim, gdzie transakcje licencjonowania są powszechne, znalezienie referencyjnej stawki licencyjnej jest bardziej prawdopodobne. Problemem, jaki pojawia się przy wykorzystaniu stawek z innego rynku, jest ich niedostosowanie do warunków polskich. Polskie marki oddziałują prawie wyłącznie na lokalnym rynku i ich potencjał do tworzenia wartości jest mniejszy niż marek globalnych lub stosowanych na dużych rynkach krajowych. Różnice w potencjale tworzenia wartości powinny być uwzględnione przy stosowaniu stawek licencyjnych z innych rynków do wyceny polskich marek.

Przykład. Obliczyć wartość marki „Selfie” przy następujących założeniach:

– koszt kapitału firmy właściciela marki – 10%,

¹¹ Przykładowe źródła stawek licencyjnych to *royaltystat* i *royaltysource*.

- typowa stawka licencyjna dla marek analogicznych do marki „Selfie”
- 4,5%,
- sprzedaż firmy w latach 2015–2019 zgodnie z prognozą zamieszczoną w tabeli 7.9,

Tabela 7.9. Sprzedaż firmy w latach 2015–2019

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019
Sprzedaż (w PLN)	1 000 000	1 100 000	1 200 000	1 300 000	1 400 000

- od roku 2020 sprzedaż będzie rosła w nieskończoność o 2% rocznie.

Rozwiązanie**Tabela 7.10.** Oszacowanie wartości marki „Selfie”

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sprzedaż (w PLN)	1 000 000	1 100 000	1 200 000	1 300 000	1 400 000	1 428 000
Oszczędności brutto związane z nieponoszeniem opłat licencyjnych 4,5% (w PLN)	45 000	49 500	54 000	58 500	63 000	64 260
Podatek dochodowy 19% (w PLN)	8550	9405	10 260	11 115	11 970	12 209,4
Oszczędności dzięki marce (netto) (w PLN)	36 450	40 095	43 740	47 385	51 030	52 050,6
Wartość terminalna (od roku 2000) (w PLN)					650 632,5	
Oszczędności razem (w PLN)	36 450	40 095	43 740	47 385	70 162,5	
Dyskonto (w %)	110	121	133	146	161	
Wartość bieżąca oszczędności (w PLN)	33 136,4	33 136,4	32 862,5	32 364,6	435 677,2	
Wartość marki (w PLN)	567 177					

Wartość marki „Selfie” oszacowana metodą uwolnienia od opłat licencyjnych wynosi 567 177 PLN.

Kluczowe pojęcia użyte w niniejszym rozdziale: cele działania przedsiębiorstwa, determinanty wartości przedsiębiorstwa, wartość przedsiębiorstwa, zdyskontowane przepływy gotówkowe, wycena porównawcza, wartość kapitału własnego, wartość akcji / udziałów, wartość znaku towarowego / marki.

Pytania kontrolne

1. Jaki jest podstawowy cel działalności przedsiębiorstwa? Uzasadnij.
2. Jakie są podstawowe determinanty tworzenia wartości w przedsiębiorstwie? Omów relacje pomiędzy nimi.
3. Na czym polega istota wyceny opartej na zdyskontowanych przepływach gotówkowych?
4. Czym różni się wycena przedsiębiorstwa od wyceny kapitału własnego?
5. Na czym polega istota wyceny porównawczej?
6. Czy wynik wyceny metodami zdyskontowanych przepływów pieniężnych i porównawczą są zawsze takie same? Uzasadnij odpowiedź.
7. Jakie warunki musi spełniać marka, żeby posiadać wymierną wartość finansową?
8. Jaka jest najpopularniejsza metoda wyceny marki? Omów zasady stosowania tej metody.

Literatura uzupełniająca

Zagadnienie	Pozycja literaturowa	Strony
Cele działalności przedsiębiorstwa	A. Damodaran, <i>Finanse korporacyjne</i> , Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007	49–90
	A. Rappaport, <i>Wartość dla akcjonariuszy</i> , WIG-Press, Warszawa, 1999	1–14
Determinanty wartości przedsiębiorstwa	A. Rappaport, <i>Wartość dla akcjonariuszy</i> , WIG-Press, Warszawa 1999	37–68
Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	A. Damodaran, <i>Finanse korporacyjne</i> , Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007	1146–1181
Wycena metodą porównawczą	A. Damodaran, <i>Finanse korporacyjne</i> , Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007	1182–1193
Wycena znaku towarowego / marki	G. Urbanek, <i>Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa</i> , PWE, Warszawa 2008	153–183

