

**Mirosław BOJAŃCZYK**

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

ORCID: 0000-0003-2985-6921

[doi.org/10.34765/sp.0223.a07](https://doi.org/10.34765/sp.0223.a07)

# WYCENA WARTOŚCI MAREK

## Streszczenie

We współczesnym świecie wartości niematerialne i prawne odgrywają coraz większą rolę. Wartość marki można uznać za kluczową część wartości niematerialnych i prawnych każdej firmy. W artykule omówiono problemy związane z wyceną marek przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw polskich. Przedstawiono m.in. wyniki wycen ponad 200 przedsiębiorstw według własnej metodologii.

W artykule zaprezentowano własną metodykę wyceny marki, obejmującą m.in. wykorzystanie metody DCF bazując na analizie sprawozdań finansowych, ankiet i danych giełdowych. W badaniu podkreślono złożoność wyceny marki, szczególnie w warunkach rosnącej niestabilności i dużej zmienności rynku.

Przeprowadzone badania prowadzą do wniosku, że nie ma jednej metody wyceny marki, którą można by uznać za metodę pozwalającą na obiektywną wycenę. Możliwe jest tu zastosowanie różnych metod i różnych założeń.

**Słowa kluczowe:** wycena marki, wartości niematerialne, wycena wartości firmy, wartość polskich marek.

**Kody JEL:** A19

## VALUATION OF THE COMPANY'S BRAND

### Summary

In modern world, intangible assets play an increasingly important role. The value of the brand can be considered a key part of the intangible assets of each company. The article discusses problems related to the valuation of enterprise brands, with particular emphasis on Polish enterprises. It presents, among others the results of valuations over 200 enterprises according to own methodology.

The article presents own methodology of brand valuation, which includes using the DCF method based on analysis of financial reports, surveys and stock exchange data. The study emphasizes the complexity of the brand's valuation, especially in conditions of growing instability and high market variability.

The conducted research leads to the conclusion that there is no one brand valuation method that could be considered a method that allows for an objective valuation. It is possible to use various methods and various assumptions.

**Keywords:** brand valuation, intangible assets, goodwill valuation, value of Polish brands.

**JEL Codes:** A19

### Wstęp

Teoria i praktyka zarządzania przez maksymalizowanie wartości różnych aktywów nie jest chwilową modą, lecz stałym trendem rozwoju współczesnej ekonomii. We współczesnym świecie coraz większą rolę odgrywają wartości niematerialne i prawne. Rośnie znaczenie kapitału intelektualnego (wiedzy) i innych elementów, które można uznać za składniki wartości niematerialnych i prawnych, w przeciwieństwie do kapitału rzeczowego.

Wartość marki można uznać za kluczową część wartości niematerialnych i prawnych każdej firmy. Tego rodzaju aktywa nie fizyczne, jak patenty i nazwy marek, mają coraz większy wpływ na ogólną wartość firmy. Jak wynika z danych *Global 500 Report*, w 2020 r. wartości niematerialne i prawne stanowiły 90% wartości rynkowej indeksu S&P 500, co oznacza wzrost o 22 pkt. proc. w stosunku do 1995 r. (*Global 500 Report 2023*).

W artykule przedstawiono kluczowe wyniki badań autora wynikające z realizacji, na zlecenie dziennika „Rzeczpospolita”, rankingu polskich marek w 2021 r. Do wyceny polskich marek autor wykorzystał specjalnie opracowaną metodykę ich wyceny. Wykorzystano tu m.in. metodę DCF. Dokonano analizy raportów finansowych, ankiet i danych giełdowych. Wycenom poddano ponad 200 polskich przedsiębiorstw z różnych branż. Badanie prowadzono w pierwszej połowie 2021 r.

Dane do wyceny polskich marek pozyskano z:

- ankiety przygotowanej specjalnie na potrzeby niniejszego badania,
- sprawozdań finansowych spółek przesłanych przez same spółki,
- sprawozdań finansowych zamieszczonych na stronach internetowych przedsiębiorstw,
- sprawozdań zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym,
- danych giełdowych.

Badanie podkreśla złożoność wyceny marki zwłaszcza w warunkach rosnącej niestabilności i dużej zmienności rynku.

## **Wzrost znaczenia zarządzania wartością we współczesnej gospodarce**

Zrozumienie mechanizmów związanych z wyceną i zarządzaniem wartością przedsiębiorstw nabiera coraz większego znaczenia. Wpływa na to szereg czynników. Do głównych można zaliczyć:

- wzrost znaczenia zarządzania wartością przedsiębiorstw jako ogólna tendencja,
- rozwój rynku kapitałowego i będące tego konsekwencją specyficzne oczekiwania uczestników tego rynku,
- kryzysy finansowe.

Kryzys finansowy, gwałtownie zmieniające się ceny papierów wartościowych i nieruchomości powodują, że ciągle aktualny jest problem właściwej wyceny i zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Można nawet pokusić się o stwierdzenie, iż ze względu na skalę obecnego kryzysu ranga tych zagadnień znacznie zwiększyła się. O ich znaczeniu może świadczyć liczba publikacji im poświęconych oraz mnogość różnych regulacji dotyczących wycen. Niektórym może się wydawać, iż tak duża liczba publikacji i regulacji może świadczyć o tym, że

kwestie te są dobrze rozpoznane i uregulowane. Tak jednak nie jest. Występuje tu wiele różnych trudności, nieporozumień i manipulacji.

Potrzeba wyceny różnych aktywów istnieje od bardzo dawna. Wartość, wartość wymienna i wartość użytkowa są podstawowymi kategoriami ekonomicznymi. Rozwój wymiany rynkowej spowodował wzrost liczby aktywów i sytuacji, w których musiały one być wyceniane. Dążenie do wzrostu wartości posiadanego majątku i bogacenia się zawsze było nieodłączną cechą rozwoju ludzkości. Nie jest to tylko kwestia postaw definiowanych jako *homo economicus*. Mówienie o wzroście wartości wymaga uprzedniego pomiaru tej wartości, czyli dokonania wyceny.

## **Wycena wartości niematerialnych i prawnych – wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy**

We współczesnym świecie coraz większą rolę odgrywają wartości niematerialne i prawne. Rośnie znaczenie kapitału intelektualnego (wiedzy) w stosunku do kapitału o charakterze materialnym. Spadające stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w sferze wytwórczości spowodowały, że ekspansja kapitałowa skierowała się do sfery usług nowego typu („trzeciej fali” A. Tofflera), o których wartości rynkowej decydują zasoby związane z informacją i wiedzą jako trzecim rodzajem materii (obok masy i energii). Rośnie zatem w tych przedsiębiorstwach znaczenie zasobów niematerialnych w stosunku do zasobów materialnych. B. Cornell (1999) użył pojęcia „kapitał organizacyjny”, do którego zaliczył aktywa niematerialne oraz wartość firmy.

Patrząc na to z punktu widzenia sprawozdań finansowych jako głównego źródła informacji o sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa dość często pojawia się zarzut, iż nie uwzględniają one czynników o charakterze niematerialnym. Wycena kapitału intelektualnego to wycena głównego źródła przewagi konkurencyjnej współczesnego przedsiębiorstwa. Dyskusje dotyczące definiowania i wyceny kapitału intelektualnego, wartości niematerialnych i prawnych oraz wartości firmy toczą się od bardzo dawna<sup>1</sup>. Słowo „firma”

---

<sup>1</sup> W 1929 r. J. Canning pisał: „księgowi, teoretycy rachunkowości, ekonomii, inżynierowie i sądy włożyli wiele trudu w zdefiniowanie pojęcia wartości firmy, przedyskutowanie jej natury i zaproponowanie metody jej wyceny. Najbardziej uderzającą cechą olbrzymiej liczby prac jest mnogość i różnorodność podejść do tego zagadnienia”.

jest często zamiennie stosowane, nawet w fachowych publikacjach, ze słowem „przedsiębiorstwo”, co może prowadzić do niewłaściwego utożsamiania wartości firmy z wartością przedsiębiorstwa.

Ustawa o rachunkowości (Uor) definiuje wartości niematerialne i prawne jako nabyte przez podmiot gospodarczy prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania w okresie dłuższym niż rok, do których można zaliczyć w szczególności:

- autorskie prawa majątkowe,
- prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych,
- *know-how*.

Do wartości niematerialnych i prawnych zaliczana jest również nabyta wartość firmy. Dzieje się tak wówczas, gdy występuje tzw. dodatnia wartość firmy<sup>2</sup> (*goodwill*). Jest ona definiowana jako nadwyżka ceny przejęcia nad wartością godziwą aktywów netto przejętej spółki. Od tak ustalonej wartości dokonywane są odpisy amortyzacyjne. W przeciwnej sytuacji występuje ujemna wartość firmy, która jest zaliczana do rozliczeń międzyokresowych przychodów odpisywanych w pozostałe przychody operacyjne. Jest to próba wyceny wartości niematerialnych nie uwzględnionych w bilansie, a mających wpływ na wycenę przedsiębiorstwa. Można do nich zaliczyć m.in. portfel klientów, pozycję rynkową itp. W jednej i drugiej sytuacji, najczęściej po 5 latach, wartość firmy zostaje przeniesiona do przychodów lub kosztów i znika z bilansu przedsiębiorstwa.

Międzynarodowe standardy rachunkowości (MSR 38) dokładniej definiują aktywa niematerialne. Uwzględnienie danego elementu zasobów niematerialnych w bilansie wymaga spełnienia kilku warunków:

- możliwości identyfikacji (odrębność),
- sprawowania kontroli,
- uwzględnienia przyszłych korzyści ekonomicznych,
- możliwości wiarygodnego określenia wartości.

Takie podejście do wartości firmy stosowane w księgowości jest konsekwencją zasady podwójnego zapisu. Jest to zdaniem niektórych (Griffiths 1995) sztuczny czynnik stworzony dla wygody księgowych w związku z transakcjami przejęć (wartość firmy jest różnicą zapłaconej ceny i wartości godziwej).

<sup>2</sup> Wartość firmy jako kategoria prawa bilansowego uwzględnia firmę jako kategorię prawa handlowego.

Wykorzystanie regulacji księgowych do ustalenia wartości firmy ma ograniczony charakter. Regulacje te uwzględniają wartość firmy tylko w momencie nabycia przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części. Częściowo<sup>3</sup> brana jest tu pod uwagę nabyta wartość firmy bez uwzględniania wewnętrznie generowanej wartości firmy.

Wartość firmy jest zatem inaczej postrzegana przez księgowych, którzy traktują ją jako składnik wartości niematerialnych i prawnych (dodatnia wartość firmy), wyceniany tylko w określonej sytuacji, a inaczej przez tych, którzy dokonują wycen przedsiębiorstw nie opierając się na regulacjach księgowych. Ci drudzy poszukują czynników tworzących wartość, nie uwzględnionych w bilansie przedsiębiorstwa. Występuje zatem potrzeba szerszego podejścia<sup>4</sup> do ich wyceny i pełniejszego ich uwzględnienia w bilansie przedsiębiorstwa, jeśli sprawozdanie to ma dokładnie odzwierciedlać jego sytuację majątkową i finansową.

Wartość firmy, określana również jako *goodwill*<sup>5</sup>, ma niematerialny charakter, jest powiązana z określonym przedsiębiorstwem (nie występuje samostannie) i często jest niezależna od kosztów jej uzyskania<sup>6</sup>. Jest ona niestabilna, występuje brak bezpośredniej zdolności do tworzenia zysku. To powoduje, że istnieją duże rozbieżności poglądów dotyczących wyceny goodwillu (bardzo subiektywny charakter jej wyceny).

Luka pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową jest często nazywana wartością firmy. Wartość firmy przy takiej definicji jest obliczana jako różnica wartości rynkowej i wartości księgowej:

$$\frac{WF}{WK} = \frac{WR}{WK} - 1 \quad (1)$$

gdzie:

WF – wartość firmy (*goodwill*)

WK – wartość księgowa przedsiębiorstwa (*book value*)

WR – wartość rynkowa

<sup>3</sup> Częściowo ze względu na sam fakt próby liczenia w takiej sytuacji wartości firmy, ale przy pojawiających się wątpliwościach dotyczących sposobu jej ustalania i interpretacji.

<sup>4</sup> Uwzględniającego to, co kryje się pod pojęciem rynkowej wartości dodanej, czyli nadwyżkę tego, ile są gotowi zapłacić za przedsiębiorstwo inwestorzy w stosunku do jego wartości księgowej.

<sup>5</sup> Oprócz *goodwillu* występuje również pojęcie *badwillu*, czyli złej reputacji.

<sup>6</sup> Wysoka wycena marki czy lokalizacji nie musi być bezpośrednią konsekwencją wysokich kosztów czy nakładów.

Tego typu podejście nie uwzględnia jednak faktu, że pewne elementy wartości firmy mogą być zawarte w wartości księgowej. W 2009 r. firma Brand Finance przeprowadziła analizę wartości 37 tys. spółek giełdowych na 53 giełdach. Wartość przedsiębiorstwa została podzielona na aktywa materialne i 3 grupy aktywów niematerialnych.

**Tabela 1.** Struktura łącznej wartości przedsiębiorstw [w bln USD]

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktywa materialne	11,2	12,3	12,9	14,1	14,7	16,8	22	20,5
Wartość firmy ( <i>goodwill</i> ) – rezultat przejęcia innych przedsiębiorstw	2,2	2,5	2,7	3,0	3,4	3,8	4,8	3,7
Ujawnione aktywa niematerialne (bez <i>goodwillu</i> )	1,2	1,4	1,4	1,5	1,7	1,9	3,0	2,7
Nieujawnione aktywa niematerialne	16,4	11,8	17,0	19,4	22,3	25,4	29,8	6,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Brand Finance Global Intangible Finance Tracker 2009.

Analiza spółek giełdowych pokazuje, że w wielu przypadkach wartość rynkowa przedsiębiorstw jest znacznie wyższa od ich wartości księgowej. To pokazuje, jak duże znaczenie dla wartości przedsiębiorstwa mają wartości niematerialne nieuwzględnione w bilansach przedsiębiorstw. Nieuwzględnianie tych wartości w sprawozdaniu finansowym jest konsekwencją trudności w ich poprawnej wycenie, co powoduje dużą zmienność i subiektywność wyników.

Trzeba tu podkreślić, że ta różnica wcale nie musi świadczyć o występowaniu pozytywnej wartości firmy, a równie dobrze może świadczyć o błędnej (zaniżonej) wycenie księgowej majątku. Wycena księgowa może być poprawna z punktu widzenia obowiązujących regulacji, ale niekoniecznie z punktu widzenia rzeczywistej czy rynkowej wartości majątku. W takiej sytuacji powszechne przyjmowanie, że różnica między wartością rynkową a księgową stanowi wartość firmy jest błędne.

Dużym problemem jest zatem poprawna wycena kapitału intelektualnego czy innych wartości niematerialnych. Zdaniem T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina (2000, s. 274) wartość kapitału organizacyjnego możliwa jest do ustalenia na podstawie zdolności poszczególnych jego elementów do generowania dochodów. Częścią wartości firmy może być marka (znak firmowy). W tej kwestii też

istnieją pewne różnice zdań. Niektórzy wskazują na odmienność wartości firmy i marki, nie traktując marki jako części wartości firmy.

Jednym z obszarów wykorzystywania firmy w prowadzeniu interesów jest *franchising*, czyli udzielenie przez jeden podmiot drugiemu podmiotowi prawa prowadzenia przedsiębiorstwa pod jego marką, przy wykorzystaniu zastrzeżonego dla niego znaku towarowego, w zamian za określone wynagrodzenie. Osiągnięte z tego tytułu dochody mogą być podstawą dokonania wyceny znaku towarowego, a nawet całej wartości firmy. Nie oznacza to, iż nie pojawiają się tu różne problemy dotyczące samej wyceny, a jedynie stwierdzenie faktu spełnienia warunków dokonywania takiej wyceny (wymienionych w regulacjach księgowych) i uwzględniania jej wyników w sprawozdaniach finansowych.

Wycena znaku firmowego jako części wartości firmy może być łatwiejsza niż wycena wartości firmy. Istnieje kilka metod wyceny marki:

1. metody kosztowe:
  - według kosztu historycznego,
  - według kosztu odtworzenia;
2. metody dochodowe:
  - zdyskontowane przepływy pieniężne,
  - marża marki,
  - opłaty licencyjne (tantiemy);
3. metody rynkowe:
  - porównywalna wartość rynkowa,
  - porównywalne stawki opłat licencyjnych.

Metoda kosztowa bazuje na sumowaniu kosztów poniesionych na wypromowanie marki. Podstawowy problem dotyczy tu trudności w określeniu wpływu poniesionych nakładów (w tym nietrafionych) na tworzenie wartości.

Metody dochodowe próbują z kolei szacować przyszłe dochody związane z wykorzystywaniem danej marki, czyli dodatkowe dochody z tytułu premii cenowych (suma nadwyżek cen produktów markowych nad cenami podobnych, niemarkowych produktów). Stosowane są tu często mnożniki rynkowe (krotność zysków generowanych historycznie przez markę) wykorzystujące to, iż powszechnie za najlepsze metody wyceny uważane są metody rynkowe. Można tu wykorzystać rynkowe wyceny podobnych marek lub istniejące opłaty licencyjne.

Możliwe jest zatem statyczne podejście do wyceny bazujące na aktywach przedsiębiorstwa lub wycena strumieni przyszłych dochodów. W ramach



pierwszego z tych podejść na wycenę przedsiębiorstwa składa się wartość netto aktywów powiększona o *goodwill* wyceniany jako mnożnik zysku (np. przedsiębiorstwa produkcyjne) lub procent obrotu czy sprzedaży (np. handel detaliczny):

$$WP = WAN + n * Zn \quad (2)$$

lub

$$WP = WAN + z * S \quad (3)$$

gdzie:

WAN – wartość aktywów netto

Zn – zysk netto

S- roczna sprzedaż

n- krotność zysku

z – % sprzedaży

Pierwsza z tych formuł jest często stosowana dla przedsiębiorstw przemysłowych, a druga dla handlowych. Można znaleźć wiele stosowanych w przeszłości modyfikacji tych formuł.

Konieczność uwzględnienia wartości firmy wydaje się oczywista, ale istniejące metody jej wyceny są daleko niewystarczające. Nie wydaje się, aby w ramach metod majątkowych można było rozwiązać ten problem. Wartość firmy, jeśli jest, to powinna wcześniej czy później przełożyć się na dochody przedsiębiorstwa. To prowadzi do wniosku, iż szacowanie wartości firmy powinno się opierać na metodach dochodowych.

Niestabilność rynku powoduje, że rośnie znaczenie elastyczności rozumianej jako możliwość szybkiego dostosowania się do zmieniających się warunków. Bardziej elastyczne mogą być te przedsiębiorstwa, które nie dysponują własnym majątkiem produkcyjnym generującym wysokie koszty stałe, ograniczającym możliwość szybkiego przestawienia produkcji tak, aby szybciej zareagować na nowe możliwości i wyzwania związane z globalizacją i zwiększoną niestabilnością. Ważna jest również struktura organizacyjna i szybkość podejmowania decyzji. Niestabilny rynek skraca czas potrzebny na podjęcie decyzji. To powoduje wzrost znaczenia tych wartości niematerialnych, które zwiększają elastyczność i spadek znaczenia majątku materialnego, który taką elastyczność mógłby znacznie ograniczyć.

## Najbardziej wartościowe światowe marki w 2023 r.

Na świecie istnieje wiele instytucji i publikacji, które starają się wycenić marki, korzystając z różnych metodologii wyceny. Jednym z najbardziej rozpoznawalnych jest *Global 500 Report*. Poniżej 10 najcenniejszych światowych marek w 2023 r.

**Tabela 2.** Najbardziej wartościowe marki w 2023 r.

Pozycja w rankingu	Firma	Wartość marki (w mld USD)	Kraj	Sektor
1	Amazon	299,3	USA	Handel detaliczny
2	Apple	297,5	USA	Technologie
3	Google	281,4	USA	Media
4	Microsoft	191,6	USA	Technologie
5	Walmart	113,8	USA	Handel detaliczny
6	Samsung Group	99,7	Korea Płd.	Technologie
7	ICBC	69,5	Chiny	Bankowość
8	Verizon	67,4	USA	Telekomunikacja
9	Tesla	66,2	USA	Samochodowy
10	TikTok/Douyin	65,7	Chiny	Media

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Global 500 Report (2023)*.

Pozycje poszczególnych marek ulegają często dość istotnym zmianom w kolejnych latach. Amazon, który tu znajduje się na 1. miejscu, w 2011 r. był poza pierwszą dziesiątką. Apple w 2011 r. znajdował się dopiero na 8. pozycji

Biorąc pod uwagę całe sektory dominuje tu sektor technologiczny. Na drugim miejscu znajduje się handel detaliczny.

**Tabela 3.** Najbardziej wartościowe marki w 2023 r. wg sektorów

Pozycja w rankingu	Sektor	% udział w całości	Całkowita wartość marek danej branży (w mld USD)
1	Technologie	19,4	891,2
2	Handel detaliczny	15,0	690,0
3	Media	14,0	645,2
4	Bankowość	10,2	467,4
5	Motoryzacja	8,6	397,3
6	Telekomunikacja	7,3	334,6
7	Usługi komercyjne	3,8	174,0
8	Ropa i gaz	3,7	171,0
9	Budownictwo	3,3	149,5
10	Ubezpieczenia	2,0	93,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Global 500 Report* (2023).

Porównywanie wycen sporządzanych przez różne instytucje jest dość trudne, ponieważ metodyki są zwykle opisywane w sposób dość ogólny, a szczegółowe założenia i rozwiązania nie są przez te spółki ujawniane.

## Wpływ niestabilności na wycenę

Na poprawność wyceny wpływa wiele czynników. Kluczowym czynnikiem utrudniającym analizę sytuacji finansowej przedsiębiorstw i ich wycenę jest rosnąca niestabilność. W warunkach niestabilności spada użyteczność historycznych informacji do prognozowania. Trudno w takiej sytuacji porównywać przedsiębiorstwa i sporządzić wiarygodną prognozę, która stanowi podstawę wyceny przy zastosowaniu metod dochodowych. W okresie, gdy prowadzono badania występował COVID-19, który istotnie wpłynął na sytuację finansową wielu przedsiębiorstw.

Zmienność rynku zwiększa znaczenie elastyczności, rozumianej jako zdolność szybkiego dostosowywania się do zmieniających się warunków. Firmy, które nie posiadają własnych aktywów produkcyjnych o wysokich kosztach stałych, są bardziej elastyczne, posiadają możliwość płynnego przełączania produkcji, aby szybko reagować na nowe możliwości i wyzwania globalizacji oraz zwiększonej niestabilności.

Ogromna niestabilność w gospodarce światowej, której obecnie doświadczamy, powoduje, że wiele modeli wyceny, które dobrze sprawdzały się w warunkach stabilności, staje się mniej adekwatnych w warunkach ogromnej niestabilności. Pandemia wpłynęła m.in. na zmiany w strukturze popytu i sytuacji finansowej wielu przedsiębiorstw. Programy pomocowe kierowane do różnych branż, niezależnie od oceny ich prawidłowości i efektywności, mają istotny wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Wszystko to utrudnia modelowanie procesów gospodarczych i wycenę przedsiębiorstw, w tym wycenę marki. Warunki kryzysowe wymagają stosowania „cen kryzysowych”. Wyniki finansowe i wycena spółki na podstawie danych z 2019 r. będą prawdopodobnie zupełnie inne niż te dokonane na podstawie danych z 2020 r.

Te ogólne rozważania prowadzą do kilku kluczowych wniosków istotnych z punktu widzenia dalszych badań:

1. wyceny przedsiębiorstw nie można opierać tylko na jednej metodzie – ma to kluczowy wpływ na liczbę pytań i strukturę kwestionariusza, który posłużył do wyceny marek polskich przedsiębiorstw;
2. prawdopodobnie konieczne będzie zastosowanie podejścia eksperckiego, polegającego na możliwości subiektywnego zwiększenia lub zmniejszenia przez biegłego wartości przedsiębiorstwa, np. o 15%;
3. w przypadku stosowania dwóch lub trzech metod wyceny konieczne będzie przypisanie wag poszczególnym metodom. Ich ostateczne ustalenie zostanie dokonane po zebraniu danych od przedsiębiorstw;
4. w przypadku problemów z uzyskaniem informacji od przedsiębiorstw może zaistnieć konieczność uproszczenia modelu wyceny spółki, co będzie miało wpływ na jej jakość.

## Wycena polskich marek – główne wyniki badań własnych

Jakość uzyskanego wyniku zależy od jakości wykorzystanych informacji – to, co jest na wyjściu, jest wynikiem tego, co było na wejściu.

W Polsce panuje duża niechęć przedsiębiorstw do ujawniania swoich wyników finansowych. Bardzo rzadko na stronach internetowych poszczególnych spółek można znaleźć choćby podstawowe wyniki finansowe. Oznacza to, że firmy te nie są przejrzyste i często pojawia się obawa, że mogą chcieć coś ukryć. Może to niestety mieć wpływ na ocenę wartości marki.

Znacznie lepiej jest pozyskiwać dane finansowe od przedsiębiorstw publicznych, które czy chcą, czy nie, mają określone obowiązki informacyjne. Inwestorzy giełdowi nagradzają takie ujawnienia wyższą wyceną spółek publicznych w porównaniu do spółek niepublicznych. Przejrzystość „się opłaca”.

Dane finansowe można uzyskać także z Krajowego Rejestru Sądowego, jednak nie wszystkie spółki je tam publikują. Szczególnie niechętnie robią to firmy, które nie mają się czym pochwalić. Kara za nieumieszczenie danych w KRS jest bardzo niska, więc nie muszą się tym zbytnio przejmować. W maju 2021 r., kiedy przygotowywano wyceny, większość spółek nie publikowała jeszcze danych za 2020 r.

Powszechnie podkreśla się, że wyceny marki nie można opierać tylko na jednej metodzie. W przypadku stosowania dwóch lub trzech metod wyceny, szczególnie gdy wyniki nie będą się od siebie zbytnio różnić, taki szacunek można uznać za bardziej trafny.

Trudności w uzyskaniu wiarygodnych informacji oraz nie ilościowy charakter różnych zjawisk mających wpływ na wycenę sprawiają, że często konieczne jest stosowanie podejścia eksperckiego, które zakłada możliwość subiektywnego zwiększania lub zmniejszania przez eksperta wartości marki, np. o 15%. Takie korekty zostały też zastosowane do wyceny wybranych polskich marek.

Problemy z pozyskiwaniem informacji od przedsiębiorstw spowodowały konieczność uproszczenia modelu wyceny marki w stosunku do pierwotnych założeń. Zastosowana metoda opierała się głównie na potencjalnych opłatach licencyjnych (franczyza). Zastosowano tu metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), według następującego wzoru:

$$WM = \frac{CF_1}{(1+d)^1} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \frac{CF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+d)^n} + \frac{RV}{(1+d)^n} \quad (4)$$

gdzie:

WM – wartość marki

CF<sub>n</sub> – wartość przepływów pieniężnych z tytułu ewentualnych opłat licencyjnych (franczyzowych) lub premii cenowych w roku n

n – długość okresu prognozy

d – stopa dyskontowa

RV – wartość rezydualna

Wartość rezydualną określono korzystając ze wzoru:

$$RV = \frac{CF_n * (1+g)}{d - g} \quad (5)$$

gdzie:

g – stopa wzrostu po okresie prognozy

Możliwe do uzyskania opłaty licencyjne zostały zdyskontowane i zsumowane. Podstawą ustalenia opłat licencyjnych były przychody ze sprzedaży całego przedsiębiorstwa lub przychody ze sprzedaży poszczególnych marek. Konieczność korzystania z kilku źródeł informacji spowodowała pewne trudności w porównywalności danych.

Jakość wyników została poprawiona poprzez wykorzystanie rentowności sprzedaży (stosunek zysku netto do sprzedaży netto) jako czynnika korygującego wynik końcowy. Trudno przyjąć szacowanie wartości marki jedynie na podstawie przychodów ze sprzedaży bez uwzględnienia marży czy zysku osiąganego przez poszczególne spółki. W wybranych przypadkach wykorzystano także wyceny giełdowe (wskaźniki P/E i P/BV).

W celu uzyskania informacji bezpośrednio od przedsiębiorstw przygotowano ankietę:

<b>ANKIETA – główne elementy</b>
1/ dane kontaktowe
2/ przychody netto ze sprzedaży przedsiębiorstwa
3/ przychody netto ze sprzedaży poszczególnych marek
4/ zysk netto przedsiębiorstwa
5/ zysk netto ze sprzedaży przedsiębiorstwa
6/ zysk netto ze sprzedaży poszczególnych produktów przedsiębiorstwa
7/ kapitał własny przedsiębiorstwa
8/ średni koszt finansowania zewnętrznego
9/ wartość aktywów
10/ indeks wiarygodności marki

Ankieta została skonstruowana w taki sposób, aby umożliwić oszacowanie wartości przedsiębiorstw przy zastosowaniu następujących metod:

- a) w pierwszym podejściu do wyceny wartości firmy wykorzystano różnicę pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową przedsiębiorstwa. Wartość księgową to wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa na dzień bilansowy (pytanie 7 ankiety). Wartość rynkową spółki ustalono na podstawie wskaźnika P/E (wykorzystano dane giełdowe dla poszczególnych branż);
- b) metoda oparta na potencjalnych opłatach licencyjnych (franczyza). Zastosowano tu metodologię wyceny DCF. Możliwe do uzyskania opłaty licencyjne w okresie 5 lat oraz wartość rezydualna zostały zdyskontowane i zagregowane. Podstawą ustalenia opłat licencyjnych były przychody ze sprzedaży całego przedsiębiorstwa lub przychody ze sprzedaży poszczególnych marek (pytanie 2 i 3 ankiety). Stopę dyskontową ustalono na podstawie WACC (pytanie 7 i 8 ankiety);
- c) wysokie przychody ze sprzedaży i wysoka wartość rynkowa nie są jedynie konsekwencją wysokiej wartości firmy, dlatego przy dokonywaniu wyborów przez konsumenta warto dodatkowo wykorzystywać np. „wskaźnik ważności marki”. Jest to szacowany (procentowy) wpływ marki na wielkość sprzedaży lub premię cenową produktów. Powinny to potwierdzać badania konsumenckie. Takie badania są jednak bardzo kosztowne i nie zawsze w pełni wiarygodne. Dlatego zdecydowano się jedynie na zasięgnięcie opinii samych firm (pytanie 10 ankiety). W założeniu ten czynnik miał być wzięty pod uwagę tylko przy dokonywaniu korekt „eksperymentalnych”;
- d) zastosowanie średniej ważonej do ustalenia ostatecznej wartości przedsiębiorstwa.

Poniżej zaprezentowano 25 najcenniejszych polskich marek w 2021 r.

**Tabela 4.** Ranking marek według wartości

Pozycja	Nazwa marki	Szacunek wartości firmy (w mln PLN)	Sektor	Źródło danych
1	PKN ORLEN	9 869,0	Paliwa i energetyka	*
2	Jeronimo Martins Polska S.A. [Biedronka]	7 267,7	Handel i usługi	*
3	PGNiG SA	6 026,9	Paliwa i energetyka	*
4	PGE	5 224,6	Paliwa i energetyka	***
5	Grupa Lotos SA GK	3322,8	Paliwa i energetyka	*
6	GK PZU	3 322,0	Instytucje finansowe	***
7	KGHM	3 115,1	Przemysł wydobywczy	***
8	GK Tauron	2 166,0	Power engineering	***
9	Lotto	1 599,3	Handel i usługi	*
10	PKO Bank Polski	1504,6	Instytucje finansowe	*/***
11	Asseco Poland SA GK	1 475,7	Nowe technologie, ICT	*
12	Energa	1 445,2	Paliwa i energetyka	***
13	Grupa Azoty SA GK	1 410,6	Chemia	*
14	Bank Pekao SA GK	1 292,1	Instytucje finansowe	*
15	Inter Cars SA GK	1 120,2	Handel i usługi	*
16	Żabka	1 067,5	Handel i usługi	**
17	PLAY	1000,8	Telecommunication	***
18	Grupa Warta	964,9	Instytucje finansowe	*
19	Dino	948,9	Handel i usługi	**
20	Budimex	926,4	Budownictwo, deweloperzy	***
21	ING Bank Śląski SA GK	913,1	Instytucje finansowe	*
22	Poczta Polska	850,7	Handel i usługi	***
23	Plus	839,8	Nowe technologie, ICT	****
24	Allegro	838,5	Handel	***
25	Ergo Hestia	797,0	Instytucje finansowe	***

Do obliczeń wykorzystano następujące źródła danych:

- \* kwestionariusz,
- \*\* GFK,
- \*\*\* raporty roczne zamieszczane na stronach internetowych poszczególnych spółek,
- \*\*\*\* sprawozdania finansowe zawarte w KRS,
- \*\*\*\*\* inne informacje (internet, notowania giełdowe).

Źródło: obliczenia własne według własnej metodologii.



Paliwa i energetyka to sektor, w którym występuje największa skumulowana wartość marek. Na drugim miejscu są handel i usługi, a trzecim instytucje finansowe. Branża spożywcza znajduje się na czwartym miejscu. Jest tu bardzo wiele znanych marek, ale skala działalności tych przedsiębiorstw jest znacznie niższa niż firm z sektora paliwowego i energetycznego.

**Tabela 5.** Najbardziej wartościowe polskie marki wg sektorów [w mln PLN]

Pozycja	Sektor	Skumulowana wartość marek
1	Paliwa i energetyka	28 385,2
2	Handel i usługi	17 298,9
3	Instytucje finansowe	10 949,1
4	Branża spożywcza	5 986,3
5	Przemysł wydobywczy	3 115,1
6	Nowe technologie, ICT	2 869,3
7	Chemia	2 556,7
8	Budownictwo, deweloperzy	1 805,7
9	Wyposażenie wnętrz	1 535,5
10	Odzież i obuwie	1 240,4

Źródło: obliczenia własne według własnej metodologii.

## Wnioski

Przedstawione wyniki badań dotyczące wyceny marki mają charakter subiektywny (ekspercki). Każda z firm światowych wykorzystuje do tego typu badań własne metodologie. Nie ma tu jednej, powszechnie akceptowalnej metodologii wyceny marek. Są one wynikiem autorskiego modelu wyceny i przyjętych przez autora założeń. Tego typu analizy są obecnie bardzo trudne ze

względu na ogromną niestabilność w gospodarce światowej i wynikającą z niej m.in. dużą zmienność wyników finansowych.

Badania przeprowadzone nad wyceną marki firmy prowadzą do kilku kluczowych wniosków metodologicznych:

- nie ma jednej metody wyceny marki, którą można by uznać za metodę pozwalającą na obiektywną wycenę;
- powyższa, dość powszechnie przyjęta konstatacja prowadzi do wniosku, że lepiej jest zastosować kilka metod;
- dobór metod wyceny marek ma charakter subiektywny (eksperycki), co prowadzi do różnych ocen tych samych marek przez różnych badaczy;
- przy stosowaniu kilku metod wyceny bardzo istotny wpływ na wynik ma subiektywny udział danej metody w wyniku.

Przedsiębiorstwa będące monopolistami stwarzają specyficzny problem wyceny, zwłaszcza gdy głównym akcjonariuszem jest Skarb Państwa. Dotyczy to m.in.: przedsiębiorstw w pozycjach 1, 2 i 4 tabeli 4. Monopole zwykle osiągną lepsze wyniki niż inne przedsiębiorstwa, ponieważ stosują renty monopolistyczne. Jeżeli głównym akcjonariuszem będzie Skarb Państwa, istnieje poważne ryzyko, że tego typu przedsiębiorstwa będą traktowane w sposób uprzywilejowany.

## Bibliografia

- Bojańczyk M. (2011), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa.
- Canning J.B. (1929), *The Economics of Accountancy*, The Ronald Press Company, New York.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd Edition, McKinsey & Company, New York.
- Cornell B. (1999), *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, LIBER, Warszawa.
- Damodaran A. (1999), *Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Global 500 Report (2023)*, <https://brandfinance.com/insights/global-500-2023-report-published> [dostęp: 15.05.2023].

Griffiths I. (1995), *New Creative Accounting*, Mac Millan, London.

Raporty finansowe spółek przesłane bezpośrednio przez przedsiębiorstwa  
lub pozyskane ze stron internetowych i KRS.

**Afiliacja: dr hab. Mirosław Bojańczyk**

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

ul. Stokłosy 3

02-787 Warszawa

e-mail: m.bojanczyk@vistula.edu.pl

